

APPROFONDIMENTI

# RoboAdvice e sostenibilità: come cambia la valutazione di adeguatezza

14 Marzo 2025

Federico Cannella, Lener & Partners



**Federico Cannella**, Lener & Partners

### **1. La consulenza in materia di investimenti**

La consulenza in materia di investimenti rientra nel novero di quei servizi introdotti al fine di superare le asimmetrie informative che caratterizzano strutturalmente i rapporti intercorrenti tra gli operatori professionali dei mercati e gli investitori<sup>1</sup>. Questi ultimi, infatti, sono considerati gli attori “deboli” del panorama finanziario e spesso ripongono il loro affidamento su operatori professionali che, godendo di esperienza e conoscenza dei mercati, possono aiutarli a investire correttamente i loro risparmi. Questo rapporto si instaura mediante la conclusione di un contratto di mandato tra l’investitore e l’intermediario che, ai sensi dell’art. 1, comma 5- septies del TUF, ha ad oggetto *“la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari”*.

Dall’analisi della disposizione risulta pacifico come la “personalizzazione” e la “determinazione” siano elementi costitutivi e requisiti imprescindibili del servizio. In particolare, la raccomandazione di una specifica operazione deve essere formulata tenendo conto delle caratteristiche economiche del cliente e deve riferirsi a un – altrettanto specifico – strumento finanziario<sup>2</sup>.

Nel corso degli anni, la consulenza ha subito dei grandi cambiamenti, tanto dal punto di vista normativo quanto da quello operativo. In passato, con l’introduzione della l. n. 1/1999 (c.d. “Legge Sim”), il servizio venne qualificato come “attività riservata” erogabile esclusivamente da intermediari abilitati, costretti a rispettare le regole introdotte a tutela degli investitori. In seguito, con l’introduzione del d.lgs. n. 415/1996 (c.d. “Decreto Eurosime”), con cui è stata recepita la direttiva 1993/22/CEE (c.d. “ISD”), e del D.lgs. n. 58/1998 (c.d. “TUF”), il servizio venne relegato a mera attività accessoria. Rendendo, così, pleonastica la riserva *ex lege* a favore degli intermediari finanziari, permettendo, invero, l’erogazione del servizio a chiunque ne fosse stato interessato. Tuttavia, si era raggiunta una soluzione irragionevole: solo gli intermediari autorizzati erano tenuti a rispettare le regole collegate al loro status, come gli ob-

<sup>1</sup> S. BELLEGGIA, L. GAFFURI, *La consulenza in materia di investimenti*, Milano, 2022.

<sup>2</sup> Lo strumento finanziario precisamente determinato, quale oggetto del servizio, è ciò che distingue la consulenza in materia di investimenti dalla “consulenza generica”, che riguarda una tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, ecc.) e non uno specifico strumento, cfr. CONSOB, *comunicazione n. DIN/9076005*, 2009.

blighi di correttezza e trasparenza, mentre gli altri operatori potevano svolgere siffatta attività senza particolari vincoli<sup>3</sup>.

Di grande rilievo sono le modifiche introdotta dalla direttiva 2004/39/UE (c.d. "MiFID I") e dalla successiva 2014/65/UE (c.d. "MiFID II"), che hanno disciplinato puntualmente gli obblighi degli intermediari e la modalità di prestazione di siffatto servizio, al fine di fornire una cornice regolatoria in grado di tutelare adeguatamente gli investitori.

L'attenzione dimostrata nei confronti del servizio di consulenza è giustificata non solo dai predetti benefici che offre al risparmiatore, ma anche dai vantaggi di cui può potenzialmente godere l'intero sistema finanziario, attraverso una più efficiente allocazione delle risorse nel mercato<sup>4</sup>.

## 2. Il Fintech e il RoboAdvice

Come anticipato, le evoluzioni del servizio, lungi dal limitarsi all'aspetto normativo, interessano anche quello operativo. Nello specifico, l'evoluzione tecnologica che ha interessato i mercati finanziari ha innovato le modalità con cui vengono erogati i servizi, talvolta fino a mutarne alcune delle caratteristiche essenziali (o, comunque, strutturali).

Si osserva come, in generale, le nuove tecnologie si siano proficuamente integrate nei servizi finanziari, persino in quelli in cui l'attività intellettuale umana aveva rilevanza primaria<sup>5</sup>.

L'avvento del c.d. "FinTech" ha trasformato radicalmente i tradizionali paradigmi dei mercati, introducendo una realtà innovativa che presenta domande e sfide sempre nuove, sia dal punto di vista regolatorio<sup>6</sup> che sotto il profilo economico-sociale. La consulenza in materia di investimenti è stata pro-

<sup>3</sup> P. ROSSI, *Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni*, in *Amm. Comm.*, 2017, pag. 2 ss.

<sup>4</sup> R. GHETTI, *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, Milano, 2022, pag. 43; M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*<sup>5</sup>, Bologna, 2021, pag. 26 ss; S. BELLEGGIA, L. GAFFURI, *La consulenza in materia di investimenti*, op. cit., pag. 41ss.

<sup>5</sup> Si v. R. LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, III, 2019, pag. 268.

<sup>6</sup> Si sono aperti molti dibattiti sull'opportunità di disciplinare tale fenomeno con una normativa di dettaglio. In particolare, ci si è interrogati sul ruolo del regolatore dinnanzi a tale situazione, caratterizzata da dinamismo e

fondamente interessata da questi cambiamenti, subendo nel tempo una progressiva digitalizzazione e automazione. In tale contesto, è stato coniato il termine "Robo Advisor" per indicare un sistema di intelligenza artificiale incaricato di elaborare i dati del cliente e indicargli, così, una raccomandazione in ordine a una operazione in strumenti finanziari (e, rappresentando, dunque, una forma di consulenza in materia di investimenti). Il servizio così contraddistinto può declinarsi in tre ulteriori forme, sulla base del suo livello di automazione: (i) il *robo advice* puro, caratterizzato dalla completa automazione di tutte le fasi del servizio; (ii) il *robo advice* ibrido, in cui vi è una collaborazione tra operatore umano e algoritmico; e (iii) il c.d. "robo4advisor" (o "robo-for-advisor"), ossia un sistema di intelligenza artificiale che non viene utilizzato dal cliente per le proprie operazioni, ma dal consulente come uno strumento a supporto della propria attività<sup>7</sup>.

I risultati raccolti nei primi anni di applicazione dell'IA dimostrano come l'algoritmo si integri proficuamente in questa attività<sup>8</sup>. Inoltre, tra i possibili vantaggi che si riscontrano, meritano di essere menzionati la riduzione dei costi del servizio e la capacità di attrarre sempre più individui, specialmente i *millennials*, che, in ragione della loro attitudine alla tecnologia, sono attratti dal fenomeno, aumentando così in loro un vivo interesse per gli investimenti di natura finanziaria<sup>9</sup>.

incertezza. La dottrina si divide tra chi ritiene sia sufficiente applicare la disciplina vigente, adattandola con pochi interventi integrativi, e chi, invece, afferma sia necessario elaborare un quadro normativo specifico (E. CORAPI, *Regulatory sandbox nel fintech*, in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del fintech problemi e prospettive*, Milano, 2019, pag. 15). È pacifico come sia necessario trovare un equilibrio tra la tutela dei mercati e l'evoluzione tecnologica, perseguibile, secondo le Autorità Europee, mediante strumenti di *soft law*. Risulta chiaro, quindi, che il diritto acquista ampia rilevanza nella trattazione del fenomeno, non configurando più un mero strumento di attuazione bensì una vera e propria componente del processo evolutivo (M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale: studi dedicati a Mauro Giusti*, CEDAM, 2022).

<sup>7</sup> R. LENER, *La consulenza digitalizzata*, Roma, 2021, pag. 39 ss.

<sup>8</sup> I benefici dell'implementazione dello strumento algoritmico sono riscontrabili in ogni fase dell'attività, dalla raccolta delle informazioni alla loro elaborazione per l'erogazione di un consiglio personalizzato, cfr. A. VICECONTE, *La digitalizzazione della consulenza finanziaria: i c.d. robo-advice*, in *camminodiritto*, 2021.

<sup>9</sup> R. MAGLIANO, *dall'iperonimo Fintech all'iponimo robo advisor*, in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech problemi e prospettive*, Milano, 2019, pag. 185; Dove l'Autrice sottolinea come la mutata (e apparentemente positiva) situazione non è immune da potenziali rischi che interessano i mercati. In particolare, sottolinea come l'accesso garantito ad un pubblico più vasto potrebbe pregiudicare tutti quei soggetti che, sicuri dello strumento utilizzato, rischiano di compiere operazioni senza comprenderne gli effetti e le conseguenze.

È necessario però interrogarsi sulla capacità di queste nuove forme di consulenza di rispettare i requisiti previsti e pensati per la fattispecie “tradizionale” del servizio di consulenza. In particolare, si discute sulla capacità di un sistema algoritmico di conformarsi alle regole elaborate per la valutazione dell’adeguatezza nonché di ponderare e bilanciare correttamente i dati e le preferenze del cliente.

Inoltre, è opportuno precisare che finora non vi sono state modifiche alla disciplina settoriale, in quanto si ritiene che le previsioni vigenti siano idonee a disciplinare anche il fenomeno del *RoboAdvice*<sup>10</sup>.

In particolare, le Istituzioni Europee ammettono la piena applicazione del principio di neutralità tecnologica<sup>11</sup>, non imponendo, per il momento, delle norme più specifiche per gli intermediari che offrono il proprio servizio di consulenza mediante intelligenza artificiale<sup>12</sup>.

### 3. La valutazione di adeguatezza nel *RoboAdvice*

Con “valutazione di adeguatezza” si intende l’attività diretta all’analisi del profilo dell’investitore, al fine di comprendere se l’operazione da consigliare possa essere conforme alle sue caratteristiche ed esigenze. Nella fase iniziale del processo vengono raccolti alcuni dettagli del cliente, al fine di delineare uno specifico profilo. I dati oggetto della registrazione vertono su: la conoscenza ed esperienza in materia di investimenti e mercati; la sua situazione finanziaria (compresa la capacità di sopportare potenziali perdite); e, infine, i suoi obiettivi di investimento. Tali informazioni saranno poi analizzate per comprendere quale operazione possa ritenersi adeguata al suo profilo. Questa valutazione dovrà

<sup>10</sup> M.T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi, evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*<sup>2</sup>, Torino, 2021, pag. 209 ss.

<sup>11</sup> Ai sensi del quale non è necessario intervenire per definire una specifica normativa diretta a regolare le nuove fattispecie che sono state introdotte dal fenomeno del Fintech, ma si ritiene sufficiente una corretta applicazione delle tradizionali disposizioni del nostro ordinamento, anche per evitare di costruire un’impalcatura normativa eccessivamente rigida che limiti lo sviluppo tecnologico. Per un’analisi del principio di neutralità tecnologica si rimanda a EU PARLIAMENT, *Committee on Economic and Monetary Affairs, Report on Fin-Tech: the influence of technology on the future of the financial sector*.

<sup>12</sup> G. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2018, pag. 265; il medesimo orientamento sulla (non) normazione del fenomeno del *RoboAdvice* è adottato oltre oceano, cfr. M. L. FEIN, *How are Robo-Advisors Regulated?* (September 12, 2017), disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3028232>.

necessariamente compiersi anche nel caso in cui l’intermediario utilizzi un sistema di intelligenza artificiale per l’erogazione del servizio.

L’ESMA<sup>13</sup> ha precisato che deve essere indicato chiaramente se e quanto l’agente umano sia coinvolto nell’erogazione del servizio; in secondo luogo, nel tentativo di responsabilizzare il cliente nell’attività di trasmissione dei propri dati, deve essere illustrato come le sue risposte influiscano nella determinazione dell’idoneità dei consigli di investimento. Inoltre, è necessario spiegare quali informazioni sono utilizzate per la scelta dell’investimento più appropriato, in particolare, deve indicarsi se la profilazione avverrà esclusivamente sulla base dell’apposito questionario o se verranno utilizzati ulteriori dati raccolti online. Infine, è previsto che si indichi con quali modalità le informazioni vengono periodicamente aggiornate.

La raccolta dei dati della clientela presenta sfide significative quando l’attività viene gestita da un *Robo Advisor*. In conformità alla *Know Your Customer Rule* e alla *Suitability Rule*, ai sensi dell’articolo 25 MiFID II, è necessario che vengano introdotti strumenti idonei a garantire il rispetto degli obblighi normativi, anche in assenza di un operatore umano<sup>14</sup>. In realtà, la questione non ha destabilizzato gli intermediari, poiché, nel caso della consulenza digitalizzata, è prevista la trasmissione di un questionario online che deve essere integralmente compilato da parte del cliente.

Tutto ciò non risulta estraneo da quello che già avveniva (e avviene) nella prassi: l’utilizzo di tali questionari, infatti, è stato da tempo attuato con successo al fine di velocizzare il processo di valutazione dell’adeguatezza<sup>15</sup>. Nonostante ciò, l’assenza dell’operatore umano pone la necessità di individuare un metodo che permetta di responsabilizzare il cliente e far sì che mantenga un elevato livello di attenzione e scrupolosità nella compilazione del modulo fornitogli, al fine di evitare il c.d. fenomeno della *too fast click decision*<sup>16</sup> o una sopravvalutazione delle proprie competenze, che potrebbero pregiudici-

<sup>13</sup> ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 2018.

<sup>14</sup> F. DE SANTIS, *L’applicazione della “know your customer rule” e della “suitability rule” nell’ambito del “robo advisory”*, in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del fintech*, Milano, 2019, pag. 161.

<sup>15</sup> R. LENER, *Intelligenza artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, III, 2021, pag. 106 ss.

<sup>16</sup> Ovvero dichiarazioni impulsive che non sono il frutto di una valutazione ponderata e rischiano di falsare il processo di raccolta delle informazioni, cfr. M. TERTIL, P. SCHOLZ, *To Advise or Not to Advise. How Robo-advisors Evalu-*

care l'intero processo di valutazione. Quanto detto ha portato all'introduzione di una serie di regole di condotta per l'intermediario, dirette alla redazione di un questionario intuitivo, che permetta al cliente di dare il giusto peso alle risposte che fornisce, nonostante l'assenza di un professionista umano che possa guidarlo.

È necessario, inoltre, anche nel caso del *RoboAdvice*, che venga redatto il cosiddetto *suitability report*, previsto dal considerando numero 82 della MIFID II.

Questo documento deve contenere tutte le informazioni utili sull'investimento consigliato e una motivazione sul perché la strategia offerta si ritiene la più adeguata alle caratteristiche dell'individuo. Tale informativa, accompagnata dalla descrizione dei rischi dell'operazione (che è compito dell'intermediario rendere chiari), deve essere trasmessa, come anticipato, anche nel caso in cui il servizio sia offerto con un sistema di IA<sup>17</sup>.

#### 4. Elaborazione dei criteri e le istanze di sostenibilità

Con riferimento, invece, all'analisi delle informazioni raccolte, non si presentano particolari problemi nel caso della consulenza digitalizzata, in quanto è innegabile che l'algoritmo sia in grado di elaborare una moltitudine di dati in poco tempo, con prestazioni infinitamente superiori a quelle umane<sup>18</sup>. In ogni caso, per garantire il corretto svolgimento della valutazione di adeguatezza da parte del sistema di intelligenza artificiale, è necessario che l'intermediario controlli periodicamente il *software* che utilizza, al fine di verificarne il corretto funzionamento. In particolare, dovrebbe istituirsi una specifica strategia aziendale che preveda controlli, aggiornamenti e verifiche continue del sistema informatico. Per garantire il rispetto di questi requisiti organizzativi e procedurali è importante che i soggetti incaricati dall'intermediario di designare gli algoritmi e di supervisionare il loro funzionamento abbiano delle

<sup>17</sup> *ate the Risk Preferences of Private Investors*, in *The Journal of Wealth Manag.*, 2018, II, pag. 21.

<sup>18</sup> R. LENER, *La consulenza digitalizzata*, op. cit., 65 ss; l'Autore, inoltre, sottolinea come l'intermediario debba assicurarsi, mediante controlli periodici sui sistemi tecnologici impiegati, che l'algoritmo sia realmente in grado di elaborare tali informazioni e si mantenga funzionale durante tutto il decorso del rapporto.

<sup>19</sup> Per un'analisi delle potenzialità dell'intelligenza artificiale e della sua capacità di raccolta ed elaborazione dei dati, cfr. A. C. AMATO, M. N. CAMPAGNOLI, *Strategie digitali*, Torino, 2020, pag. 57 ss.

competenze e conoscenze adeguate in materia<sup>19</sup>. Questo, tra le altre cose, per far sì che l'algoritmo venga programmato coscientemente, affinché ponderi correttamente le informazioni e le preferenze del cliente assegnando a ciascuna di esse il giusto valore, specialmente alla luce delle nuove istanze che si presentano.

In particolare, nell'attività di progettazione del *software* non bisogna trascurare le recenti questioni relative alle preferenze di sostenibilità<sup>20</sup>. Difatti, negli ultimi anni si sta diffondendo la tendenza ad orientare da un punto di vista sostenibile gli investimenti, nel rispetto dei c.d. "criteri ESG" (*Environmental, Social, e Governance*)<sup>21</sup>. Si permette, infatti, nella fase di raccolta delle informazioni del cliente per la valutazione di adeguatezza, di fargli esprimere delle preferenze legate alla sostenibilità. Seppure siano idealmente condivisibili i nuovi movimenti sulla protezione ambientale, che, tra le altre cose, ben si conciliano con il fenomeno *FinTech*<sup>22</sup>, è necessario che essi vengano coordinati con le disposizioni in materia di adeguatezza precedentemente richiamate, per garantire che l'investitore sia propriamente tutelato nelle scelte che prende, a prescindere dalla "nobiltà" delle stesse.

L'ESMA, nei suoi Orientamenti del 2023, consapevole delle nuove tematiche ambientali che stanno influenzando le scelte degli investitori, ha stabilito che, nella valutazione dell'adeguatezza, è importante che vengano prese in considerazione anche le richieste legate alla sostenibilità, seppur con un peso diverso rispetto ai criteri tradizionali. Difatti, l'Autorità di vigilanza europea ha stabilito che i tradizionali

<sup>19</sup> A. VICECONTE, *La digitalizzazione della consulenza finanziaria: i c.d. robo-advice*, op. cit., 12.

<sup>20</sup> In conformità con le recenti prassi di soffermare l'attenzione sulla *governance* degli algoritmi, responsabilizzando gli intermediari ad una corretta progettazione (o acquisto) dei sistemi informatici, cfr. *ibid.*

<sup>21</sup> Sull'evoluzione, sociale e normativa, della tutela all'ambiente e dello sviluppo sostenibile cfr. C. E. PAPADIMITRU, *Dalla finanza al sostenibile e dal sostenibile alla finanza d'impatto: i prodotti finanziari "green"*, in E. CORAPI (a cura di), *Sostenibilità e mercato finanziario questioni aperti e profili comparati*, 2023, Milano, pag. 55 ss.

<sup>22</sup> Dopo l'ampio successo del *Fintech* si testimonia una nuova proficua combinazione di settori: la tecnologia e la finanza sostenibile. Si utilizza il termine "*GreenTech*" (o "*Green Fintech*") per descrivere l'insieme dei fenomeni frutto dell'integrazione tecnologica nelle istanze ambientali. Si individua l'opportunità, mediante gli strumenti informatici, di perseguire in maniera efficiente le tendenze degli ultimi anni, legate a fattori ambientali e sociali. Viene evidenziato il ruolo propulsore che le nuove tecnologie assumono in riferimento alle correnti sostenibili, favorendone la diffusione e il corretto perseguimento, cfr. E. MACCHIAVELLO, M. SIRI, "*Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A preliminary Assessment of 'Green Fintech'*", *European Banking Institute Working Paper Series 2020*, n. 71, pag. 5.

paradigmi che governano la materia e permettono di comprendere se un'operazione possa ritenersi appropriata o meno al profilo del cliente, debbano avere la priorità nelle valutazioni dell'intermediario, lasciando uno spazio meramente secondario alle scelte legate alla sostenibilità. In ragione di ciò, nel caso della consulenza digitalizzata, l'algoritmo deve essere programmato coscientemente, in modo che rispetti quest'ordine di preferenza. Pertanto, sarà necessario, innanzitutto, che il sistema di IA sia in grado di verificare se le istanze di adeguatezza siano rispettate, in base alle informazioni che tradizionalmente vengono raccolte e solo in secondo luogo analizzare le preferenze di sostenibilità. In questo modo si offre di tutelare il cliente attraverso un'attività bifasica. La prima parte delle attività, priva di significative novità, è diretta a identificare i prodotti più appropriati al profilo economico del soggetto e, solo successivamente, verrà applicato un ulteriore filtro, svolgendo una seconda scrematura tra gli strumenti così individuati, per selezionare quelli che rispettano le caratteristiche di sostenibilità richieste dall'investitore<sup>23</sup>.

Quanto fin ora detto evidenzia il perdurare dell'importanza della valutazione di adeguatezza per assicurare protezione degli investitori nei mercati finanziari. Difatti, anche a fronte dell'evoluzione tecnologica e delle nuove istanze (come quelle sui criteri ESG) è necessario che siffatta valutazione mantenga la sua centralità nel sistema normativo. In un prossimo futuro potrebbe risultare necessario provvedere all'adeguamento degli strumenti (gli algoritmi) e dei criteri (la ponderazione delle preferenze e degli obiettivi di investimento del cliente) per permettere l'emissione di una raccomandazione di investimento rispettosa delle *ratio* poste a fondamento della disciplina della consulenza in materia di investimenti, ossia la tutela dell'investitore.

<sup>23</sup> Sul tema, cfr. R. MAGLIANO, *Greentech e intelligenza artificiale*, in E. CORAPI (a cura di), *Sostenibilità e mercato finanziario questioni aperte e profili comparati*, Milano, 2023, pag. 7 ss.



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---