

Il volume analizza l'impatto che il Fintech ha sulla consulenza finanziaria. La c.d. rivoluzione digitale influenza anche questo servizio che, pertanto, si trasforma. Il mercato si popola di robo consulenti che possono essere classificati in: *robo advisors* puri; *cyborg advisors*; *robo for advisors*, a seconda del livello di interazione della macchina con l'essere umano. Il passaggio dalla consulenza tradizionale alla *robo advisory* è una tra le possibili angolazioni da cui osservare i cambiamenti in atto nel mercato finanziario.

Anna Maria Pancallo, dottore di ricerca e avvocato.

ISBN 978-88-6611-949-4



9 788866 119494

€ 20,00



Anna Maria Pancallo

La consulenza finanziaria nell'era del Fintech

Strumenti e modelli di diritto dell'economia

proposti da

G. Alpa - A. Antonucci - F. Capriglione

33

Anna Maria Pancallo

La consulenza finanziaria nell'era del Fintech



CACUCCI  EDITORE
BARI

Strumenti e modelli di diritto dell'economia

proposti da

G. Alpa - A. Antonucci - F. Capriglione

33

Anna Maria Pancallo

**La consulenza finanziaria
nell'era del Fintech**

CACUCCI  EDITORE
BARI

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2020 Cacucci Editore – Bari
Via Nicolai, 39 – 70122 Bari – Tel. 080/5214220
<http://www.cacuccieditore.it> e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

COMITATO EDITORIALE

F. Guarracino, V. Lemma, A. Miglionico, A. Minto, G. Montedoro, D. Rossano, I. Sabbatelli, A. Sacco Ginevri, I. Supino, A. Troisi

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi sono oggetto di esame da parte del Comitato scientifico per la valutazione secondo le presenti regole:

1. Prima della pubblicazione, tutti i lavori sono portati all'attenzione di due membri del Comitato scientifico per la valutazione, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel contributo;
2. Il contributo è trasmesso in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai *referee* affinché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio;
3. Il giudizio che i due *referee* formulano sul volume, e gli eventuali suggerimenti, vengono trasmessi, sempre in forma anonima all'autore, secondo il sistema del doppio cieco (*double-blind*).

Collana di saggi e monografie

diretta da

G. ALPA - A. ANTONUCCI - F. CAPRIGLIONE

1. - **La trasparenza dei contratti bancari**, di GUIDO ALPA
2. - **Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro**, di ANTONELLA ANTONUCCI
3. - **Il risparmio gestito**, di MARCO SEPE
4. - **Banche popolari. Metamorfosi di un modello**, di FRANCESCO CAPRIGLIONE
5. - **Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano**, di MIRELLA PELLEGRINI
6. - **Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli**, di LUCA CRISCUOLO
7. - **Etica della finanza mercato globalizzazione**, di FRANCESCO CAPRIGLIONE
8. - **La concorrenza tra regolazione e mercato. Ordine giuridico e processo economico**, di SIMONE MEZZACAPO
9. - **La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario**, di MARCO SEPE
10. - **Patti parasociali e governance nel mercato finanziario**, di ANDREA TUCCI
11. - **Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia**, di MARCELLO CONDEMI
12. - **Assicurazione del credito all'esportazione. Lo stato dell'arte**, di FRANCESCO MOLITERNI
13. - **Rischi e Garanzie nella Regolazione Finanziaria**, di GIUSEPPE BOCCUZZI
14. - **La mediazione creditizia. Soggetti, attività, controlli**, di GIUSEPPE GALLO
15. - **I Fondi Immobiliari tra Investimento e Gestione. Parte Generale**, di VALERIO LEMMA
16. - **La cessione dell'azienda bancaria**, di LEONARDO DI BRINA
17. - **Diritto e protagonismo della società civile (a cura di)**, PAOLO DE CARLI
18. - **La struttura delle rivoluzioni economiche**, di SERGIO ORTINO
19. - **La commissione di massimo scoperto fra prassi e legge**, di FABRIZIO MAIMERI
20. - **Crisi d'impresa e attività bancaria. Analisi del rapporto tra diritto fallimentare e disciplina speciale delle banche**, di GIUSEPPE BOCCUZZI
21. - **Cassa depositi e prestiti e bancoposta identità giuridiche in evoluzione**, di MAVIE CARDI

22. - **Il conflitto di interessi nella gestione delle banche**, di ANDREA SACCO
GINEVRI
23. - **La riforma delle banche di credito cooperativo**, di ILLA SABBATELLI
24. - **Usura bancaria e determinazione del “tasso soglia”**, di CARMELA
ROBUSTELLA
25. - **Attività bancaria e impresa cooperativa**, di MARCO BODELLINI
26. - **Dati personali, rapporti economici e mercati finanziari**, di RAIMONDO
MOTRONI
27. - **Concorrenza e regolazione dei mercati**, di DAVIDE SICLARI
28. - **La trasparenza dei contratti e dei mercati bancari e finanziari**, di
GABRIELLA MAZZEI
29. - **Concorrenza, trasparenza e autonomie. *Regolazione dei mercati e
nuove forme di governo pubblico dell’economia***, di GIUSEPPE COLAVITTI
30. - **“Ending of too big to fail” tra soft law e ordinamento bancario euro-
peo. Dieci anni di riforme**, di ANTONELLA BROZZETTI
31. - **La disciplina della compensazione nella crisi d’impresa**, di DOMENICO
BONACCORSI DI PATTI
32. - **Funzione di *compliance* e nuovi modelli di *governance* dell’impresa
bancaria**, di VINCENZO SANASI D’ARPE
33. - **La consulenza finanziaria nell’era del Fintech**, di ANNA MARIA
PANCALLO

Indice

INTRODUZIONE	pag. 15
--------------	---------

CAPITOLO PRIMO

Regole di condotta e ipotesi ricostruttiva

1. I principi: dal diritto costituzionale al diritto di origine europea	» 19
2. Intermediari e investitori	» 21
3. La tutela degli investitori	» 32
3.1. La tutela dell'investitore prevista dalla direttiva c.d. MiFID II	» 49

CAPITOLO SECONDO

Consulenza finanziaria e regole di mercato

1. Evoluzione normativa e regime autorizzatorio della consulenza finanziaria	» 55
2. Consulenza in materia di investimenti	» 68
3. Consulenti finanziari autonomi (<i>ex art. 18 bis</i>) e società di consulenza finanziaria (<i>ex art. 18 ter</i>)	» 72

CAPITOLO TERZO

Il Fintech

- | | |
|--|---------|
| 1. Fintech o Techfin? Quali priorità seguire nella regolazione della tecnica e della finanza | pag. 85 |
| 2. Le regole del Fintech | » 96 |
| 3. Fintech e tutela dell'investitore | » 110 |

CAPITOLO QUARTO

**La consulenza nell'era del Fintech:
il *robo advisor***

- | | |
|---|-------|
| 1. Le varie di articolazioni della <i>robo advice</i> : un'analisi dei modelli in uso | » 119 |
| 2. Come si svilupperà la <i>robo advisory</i> : previsioni (im)possibili e (in)capacità definitoria. Le indicazioni delle Autorità di vigilanza italiane ed europee | » 128 |
| 3. La c.d. MiFID alla luce della consulenza robotizzata, e viceversa. Le caratteristiche della <i>robo advisory</i> | » 137 |
| 4. Il <i>robo advisor</i> : un'analisi a proposito degli sviluppi del fenomeno alla luce delle teorie cognitive | » 141 |
| 5. Valutazione di adeguatezza nella <i>robo advice</i> , flussi informativi e <i>algo governance</i> | » 145 |
| 6. MiFID II e consulenza automatizzata: la personalizzazione, la consulenza su base indipendente e la forma del contratto | » 162 |

CAPITOLO QUINTO

Dalla responsabilità del consulente finanziario tradizionale alla responsabilità del *robo advisor*

1. Come cambia il paradigma pag. 169
2. La responsabilità del *robo advisor* » 171

Introduzione

Se il consulente finanziario del futuro fosse un robot?

Se, come si prevede, i robot prenderanno il posto degli esseri umani nello svolgimento di diverse attività, perché non includere tra di esse anche la consulenza finanziaria?

Ebbene, lo scenario qui prospettato è più reale di quanto si possa immaginare, dal momento che si assiste ad una progressiva, costante “dis-umanizzazione”¹ ed il consulente adopera (già) un *software* per svolgere il proprio lavoro.

Al fine di mettere il *mondo finanziario* al riparo da futuri dai contorni distopici, è il caso di sincerarsi che le “Tre leggi sulla robotica” di Asimov² vengano installate nel *software* dei robo-consulenti.

Detta fantasiosa premessa è indotta dalle “rivoluzioni digitali” che stanno coinvolgendo diversi ambiti dell’economia e, senza ombra di dubbio, uno tra questi è quello bancario-finanziario³.

¹ La citazione è liberamente ispirata alle dissertazioni di G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 45, 1998, I, 525 ss.

² «1. Un robot non può recare danno a un essere umano, né può permettere che, a causa del proprio mancato intervento, un essere umano riceva un danno. 2. Un robot deve obbedire agli ordini impartiti dagli esseri umani, purché tali ordini non contravvengano alla Prima Legge. 3. Un robot deve proteggere la propria esistenza, purché tale autodifesa non contrasti con la Prima o con la Seconda Legge» I. ASIMOV, *Runaround*, in *Astounding Science Fiction*, 1942.

³ Cfr. G. ALPA, *Prefazione. Fintech: un laboratorio per giuristi*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di G. Finocchiaro e V. Falce, Zanichelli, Bologna, 2019, XIII ss.

Vengono in rilievo due differenze sostanziali rispetto al passato “pre-telematico”. Anzitutto, la *lex mercatoria* “storica” – da quella tardomedievale a quella capitalistica, sul punto si veda G. GALGANO, *Lex mercatoria*, nuova ed., il Mulino, Bologna, 2010 – cede, metaforicamente, il passo alla *lex informatica*. Mentre la prima era il frutto della stratificazione di pratiche diffuse e veniva, via via, “cristallizzata” in regole realizzate dalle realtà associative o dagli attori più eminenti della rete geografica degli operatori dei vari mercati, la *lex informatica*

A ciò si aggiunga, inoltre, che le crisi finanziarie dei primi anni del 2000 hanno mutato lo scenario economico mondiale⁴ determinando effetti rovinosi e generando una diffusa diffidenza nei confronti di taluni operatori del settore⁵.

La fase attuale è particolarmente complessa e le innovazioni digitali da un lato migliorano la qualità dei servizi offerti mentre dall'altro impongono al legislatore di elaborare nuovi principi, di predisporre nuove regole.

Il mercato non si autogoverna e del pari anche l'uso delle nuove tecnologie deve essere disciplinato attentamente. Occorre una *Fin-tech Law*. Quel che serve non è solo una normazione particolareg-

è un fenomeno che non nasce dal basso ma che, al contrario, è imposto da chi progetta e controlla i sistemi telematici che sono i luoghi virtuali degli scambi.

⁴ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto: 1929/2009. Il caso Italiano*, Cedam, Padova, 2009, 37 s.; F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Giappichelli, Torino, 2012; G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, XXIII, 2009, 2005; R. MASERA, *The great financial crisis. Economics, Regulation and Risk*, Bancaria editrice, Roma, 2009; F. MERUSI, *Il sogno Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Giappichelli, Torino, 2013; G. PRESTI, *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2010, 208 ss.; M. RISPOLI FARINA, *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza. Europa e Usa in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, Padova, 2010, 1127 ss.

⁵ «Il mondo risente ancora degli effetti della crisi del 2008 che hanno finito per imporre gravi costi sul resto della società [...] Ci sono due aspetti della crisi che non hanno attratto sufficientemente l'attenzione. Il primo è la condotta moralmente deprecabile dimostrata da molti nel settore finanziario. Abbiamo anche documentate prove del fatto che ci si è approfittati del meno scolarizzati e quelli finanziariamente meno accorti allo scopo di massimizzare i profitti. [...] Gli operatori del settore finanziario che avrebbero dovuto avere l'abilità di gestire i rischi anche tramite l'offerta di prodotti finanziari adeguati hanno invece tradito la fiducia che era stata loro accordata. Il secondo aspetto è che molti operatori del settore finanziario ricevevano delle ricompense non proporzionali al loro contributo complessivo verso la società o verso le aziende per cui lavoravano. [...] A questo punto risulterà evidente che non possiamo fare riferimento alla sola morale [...] questo significa che dovranno essere messi a punto sistemi di regolamentazione e che coloro che impongono costi sugli altri e sull'ambiente saranno chiamati a renderne conto e a pagarne le conseguenze» J. STIGLITZ, *Un' economia per l'uomo*, traduzione di Maria De Pascale e Laura Rosetti, Castelvecchi editore, Roma, 2016, 1 s., si veda, però modo l'intera Introduzione.

giata e tecnica, ma principi e regole di più ampio respiro. Il legislatore europeo manca di una costruzione generale nel diritto della robotica, dell'intelligenza artificiale, del Fintech. La *Fintech Law* attende, dunque, di essere di essere costruita in maniera organica.

Il tema oggetto della presente analisi fornisce un punto di vista particolarmente interessante perché il legislatore europeo omette di predisporre un corpo uniforme di regole per disciplinare la consulenza finanziaria automatizzata dal momento che sostiene che, in base al principio di neutralità tecnologica, sia possibile applicare la legislazione già esistente.

Ebbene la soluzione proposta dal legislatore non è né attuale né lungimirante. Occorrono nuove regole perché nuovi sono i problemi giuridici che devono essere risolti, nuove sono le necessità degli operatori del mercato e nuove sono anche le esigenze di tutela dei consumatori.

La consulenza finanziaria automatizzata rappresenta una tra le novità più rilevanti del mercato e se ne farà un uso sempre maggiore nei prossimi anni. I modelli di *robo advice* sono tre e si differenziano sulla base del livello di interazione umana. Il funzionamento del *robo advisor* puro si basa su un sistema algoritmico che si relaziona direttamente con il cliente. Nel *ciborg advisor* la componente umana è combinata con quella tecnologica. Nel *robo for advisor* è il consulente umano che utilizza lo strumento tecnologico.

La *robo advice* è un mezzo utile sia per gli operatori del settore che per i clienti di questi; in termini più generali, la tecnologia è uno strumento fondamentale da cui non si può prescindere e che può essere di grande supporto ma il monito che proviene da queste pagine è che non si può riporre un "cieco" affidamento su di essa. I robot potranno certamente ridurre i margini di errore di certe attività, anche di quelle professionali, ma ciò a patto che la "civiltà degli uomini" non venga sopraffatta da quelle delle macchine.

«*La civiltà sta producendo macchine che si comportano come uomini e uomini che si comportano come macchine. Il pericolo del passato era che gli uomini diventassero schiavi. Il pericolo del futuro è che gli uomini diventino robot*», queste sono le parole scritte da Fromm nel volume intitolato "*Psicoanalisi della società moderna*".

La missione dell'umanità intera è evitare che ciò accada.