

La valutazione dell'adeguatezza compiuta dal consulente digitalizzato: un dialogo tra criteri tradizionali e aspirazioni di sostenibilità

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. Nel corso degli anni, la consulenza ha subito dei grandi cambiamenti, tanto dal punto di vista normativo quanto da quello operativo. Di grande rilievo sono le modifiche apportate mediante l'introduzione delle direttive europee MiFID e MiFID II, che hanno disciplinato puntualmente tale 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 dai plurimi benefici che offre al risparmiatore e all'intero sistema finanziario, attraverso la corretta allocazione delle risorse nel mercato. Come anticipato, le evoluzioni del servizio non riguardano solo l'aspetto normativo ma anche quello operativo. Nello specifico, l'evoluzione tecnologica che ha interessato i mercati finanziari ha rinnovato le modalità con cui vengono erogati i servizi, dando loro caratteristiche diverse rispetto al passato.

Il c.d. *Fintech* ("tecnologia finanziaria") 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 che sotto il profilo economico-sociale. La consulenza in materia di investimenti è stata profondamente 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 ed erogare un consiglio di investimento. Il servizio così contraddistinto può declinarsi in tre ulteriori forme, sulla base del suo livello di automazione: il *robo-advice* puro, caratterizzato dalla completa automazione di tutte le fasi del servizio; il *robo-advice* ibrido, in cui vi è una collaborazione tra operatore umano e algoritmico; e, infine,

il c.d. *robo4advisor*, un sistema di intelligenza artificiale che non si interfaccia con il cliente ma si qualifica come strumento a sostegno del consulente. I risultati raccolti in questi primi anni di applicazione dimostrano come l'algoritmo si integri proficuamente in questa attività. È necessario però interrogarsi e riflettere sulla capacità di queste nuove forme di erogazione della consulenza di rispettare i requisiti previsti e pensati per la fattispecie "tradizionale" del servizio. In particolare, si discute sulla capacità di un sistema algoritmico di rispettare gli stringenti requisiti previsti per la valutazione dell'adeguatezza e di ponderare e bilanciare correttamente i dati e le preferenze del cliente.

Con "valutazione dell'adeguatezza" si intende l'attività orientata all'analisi del profilo dell'investitore, al fine di comprendere se l'operazione da consigliare possa essere conforme alle sue caratteristiche ed esigenze. La prima fase prevede la raccolta di informazioni rilevanti sul cliente, che vertono su tre profili: 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 dati saranno poi analizzati per comprendere quale operazione possa ritenersi adeguata al suo profilo. Questa valutazione dovrà essere compiuta anche nel caso in cui l'intermediario utilizzi un sistema di intelligenza artificiale per l'erogazione del servizio.

L'*European Security Market Authority* (ESMA) 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 determinazione del consiglio di investimento, in particolare, deve indicarsi se la profilazione avverrà esclusivamente sulla base dell'apposito questionario o se verranno utilizzati ulteriori dati raccolti online. Infine, deve indicarsi 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 con la *Know Your Customer Rule* e la *Suitability Rule*, ai sensi dell'articolo 25 della MiFID II, è importante che vengano introdotti strumenti idonei a garantire il rispetto degli obblighi normativi, anche in assenza di un operatore umano. In realtà, la questione non ha destabilizzato gli intermediari, poiché, nel caso della consulenza digitalizzata, viene trasmesso un questionario *online* che

deve essere attentamente 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 implementato, con successo, al fine di velocizzare il processo di valutazione dell'adeguatezza. 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* o una sopravvalutazione delle proprie competenze, che potrebbero pregiudicare l'intero processo di valutazione dell'adeguatezza. Quanto detto ha portato all'introduzione di ulteriori vincoli per l'intermediario, come la necessaria redazione di un questionario intuitivo, che permetta al cliente di dare il giusto peso alle risposte che fornisce, pur in assenza di un professionista umano che possa guidarlo.

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. In ogni caso, per garantire il corretto svolgimento della valutazione dell'adeguatezza da parte del sistema di intelligenza artificiale, è necessario che l'intermediario controlli periodicamente tale *software*, 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 competenze e conoscenze adeguate in materia. Questo, tra le altre cose, per far sì che l'algoritmo venga programmato coscientemente, affinché consideri e bilanci 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 questioni relative alle preferenze di sostenibilità. Difatti, negli ultimi anni si sta diffondendo a macchia d'olio la tendenza di orientare da un punto di vista sostenibile gli investimenti, nel rispetto dei c.d. criteri ESG (*Environmental, Social, e Governance*). Si permette, infatti, nella fase di raccolta delle informazioni del cliente per la valutazione dell'adeguatezza, di fargli esprimere delle preferenze legate alla sostenibilità. Seppur siano idealmente condivisibili i nuovi

movimenti sulla protezione ambientale, che, tra le altre cose, ben si conciliano con il fenomeno *Fintech*, è necessario che essi vengano coordinati con le disposizioni in materia precedentemente richiamate, per garantire che l'investitore sia tutelato anche nelle scelte che prende, a prescindere dalla "nobiltà" delle stesse. In particolare, l'ESMA, nei suoi recenti Orientamenti del 2023, 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 paradigmi che governano la materia e che permettono di comprendere se un'operazione possa ritenersi adeguata o meno 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 tale ordine di preferenza. Pertanto, sarà necessario, innanzitutto, valutare l'adeguatezza dell'operazione in base alle informazioni che tradizionalmente vengono raccolte e, solo in secondo luogo, analizzare le preferenze di sostenibilità. In questo modo si tutela il cliente attraverso una previa analisi su quali prodotti o attività possano essere adeguati al suo profilo e, solo successivamente, verrà effettuata un'ulteriore scrematura, tra gli strumenti così individuati, per selezionare quelli che rispettano le richieste dell'investitore sulla sostenibilità.

Quanto detto dimostra, ancora una volta, l'importanza della valutazione dell'adeguatezza per la 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 tale valutazione mantenga la sua efficacia. Si ritiene opportuno adeguare gli strumenti (gli algoritmi) e i criteri (il bilanciamento tra le preferenze del cliente) per permettere l'erogazione di un consiglio che rispetti la *ratio* a fondamento della consulenza in materia di investimenti: la tutela e protezione dell'investitore.