

Quaderni FinTech

Valore della consulenza finanziaria e *robo
advice* nella percezione degli investitori

Evidenze da un'analisi qualitativa

M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

6

dicembre 2019

*Nella collana dei Quaderni **FinTech**
sono raccolti lavori di ricerca relativi
al fenomeno «FinTech» nei suoi molteplici aspetti
al fine di promuovere la riflessione e
stimolare il dibattito su temi attinenti
all'economia e alla regolamentazione
del sistema finanziario.*

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

ISBN 9788894369786

Valore della consulenza finanziaria e *robo advice* nella percezione degli investitori

Evidenze da un'analisi qualitativa

M. Caratelli*, C. Giannotti**, N. Linciano***, P. Soccorso***

Sintesi del lavoro

La consulenza automatizzata (*robo advice*) viene spesso indicata come un fenomeno potenzialmente in grado di colmare il cosiddetto *advice gap*, ossia in grado di raggiungere l'ampia fascia di investitori *'underserved'* o che non riescono ad accedere al servizio perché hanno un patrimonio basso ovvero perché il prezzo di offerta è superiore alla loro disponibilità a pagare. Il modello di servizio proposto da un *robo advice*, prevedendo tipicamente soglie patrimoniali di accesso e costi più contenuti rispetto alla consulenza 'tradizionale', potrebbe risultare attrattivo per gli investitori a patto che essi siano disposti a investire tramite una piattaforma digitale.

Il presente lavoro si propone di fornire un contributo al dibattito attraverso un'analisi qualitativa delle percezioni degli investitori in merito al valore della consulenza e, in particolare, del *robo advice* al fine di individuare i fattori che possono alimentare l'accettazione della tecnologia e la propensione a usare il canale digitale. L'analisi si fonda sulle evidenze di due *focus groups*, che si differenziano per l'intensità e la regolarità delle relazioni con il consulente finanziario, e quattro interviste individuali in profondità, che hanno coinvolto utenti di uno dei principali *robo advisors* attivi sul mercato italiano.

Con riferimento ai partecipanti ai *focus groups*, i fattori di stimolo della domanda potenziale di *robo advice* sono riconducibili a tre livelli di percezione riferibili rispettivamente alla sfera attitudinale, emotiva e razionale. Con riferimento al livello attitudinale, la maggior parte dei partecipanti ai *focus groups* esprime curiosità e apertura a valutare l'innovazione. A livello emozionale, tuttavia, l'attrattività del servizio digitale viene indeboli-

JEL Classifications: D14, D18, G23, G41, G51, G53, K22.

Keywords: FinTech, digitalizzazione, consulenza automatizzata, *robo advice*, consulenza in materia di investimenti, MiFID II, *focus group*, *in-depth interview*.

* Università di Roma TRE. ** Università LUMSA di Roma. *** Consob, Divisione Studi, Ufficio Studi Economici.

Gli autori ringraziano il Dott. Giuseppe D'Agostino, il Dott. Francesco Adria e la dott.ssa Angela Ciavarella (CONSOB) per i preziosi suggerimenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

ta da diversi fattori: la mancanza di un riferimento umano stabile nel tempo (che attualmente è rappresentato dal proprio consulente o dai funzionari della banca di cui si è clienti); la paura di dover decidere in autonomia; la preoccupazione di perdere il controllo del processo legata anche all'insicurezza dettata dalla bassa cultura finanziaria; i timori connessi alla sicurezza informatica e al trattamento dei dati sensibili. A rafforzare l'interesse nella novità interviene, invece, la valutazione razionale delle caratteristiche del servizio. Soprattutto i soggetti più sofisticati o delusi dalle esperienze precedenti attribuiscono al *robo advice* svariati vantaggi legati a: oggettività del consiglio, in contrapposizione alla discrezionalità della raccomandazione proposta da un consulente umano; continuità nel monitoraggio automatizzato del portafoglio; «democraticità», a fronte delle più favorevoli condizioni di accesso in termini di soglie patrimoniali minime e costi; comodità della *user experience*, declinata anche rispetto alla possibilità di gestire il processo decisionale senza dover mediare con le pressioni talvolta percepite nella relazione con il consulente.

Con riferimento ai clienti del *robo advisor*, i fattori più apprezzati sono il carattere innovativo della consulenza automatizzata, soprattutto nel caso di insoddisfazione delle esperienze di investimento pregresse, l'oggettività dell'algoritmo e l'accessibilità delle piattaforme *online*.

Nel complesso, quindi, le opinioni espresse dai partecipanti all'indagine sembrano convergere su alcuni fattori chiave che già alimentano ovvero possono alimentare la domanda di *robo advice*. Un altro elemento che accomuna tutti gli intervistati (sia i partecipanti ai *focus groups* sia gli investitori delle interviste in profondità) è la preferenza per il modello ibrido di consulenza automatizzata, che coniuga il canale digitale con l'assistenza di un consulente umano. La possibilità di continuare a interagire con un professionista 'fisico' in caso di necessità rassicura chi non è utente di *robo advice* e permette a chi lo è già di sperimentare la novità, senza necessariamente abbandonare (almeno in una prima fase) l'istituto bancario/il consulente di riferimento.

L'indagine ha fornito ulteriori evidenze di interesse anche per possibili implicazioni in termini di *consumer protection*, in generale, e di educazione finanziaria, in particolare. Per quanto riguarda il processo decisionale, si conferma il ruolo chiave di euristiche come la fiducia nel sistema finanziario, la propensione alla contabilità mentale e l'attitudine al *disposition effect* (ossia la tendenza a mantenere troppo a lungo in portafoglio titoli in perdita e a vendere precocemente quelli che stanno guadagnando). Gli intervistati comprendono l'importanza del risparmio e della gestione oculata del denaro, ma mostrano tuttavia una scarsa propensione a pianificare in modo strutturato. Soprattutto i soggetti meno sofisticati, inoltre, si caratterizzano per una scarsa conoscenza del servizio di consulenza e, in particolare, dei relativi costi e dell'importanza dello scambio informativo consulente-cliente ai fini della valutazione di adeguatezza. In questo contesto, si conferma il ruolo educativo del consulente, riconosciuto dagli investitori come un importante punto di riferimento in tutte le fasi del processo di investimento.

Sommario

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Introduzione e principali conclusioni | 7 |
| 2 | Il contesto di riferimento | 9 |
| 2.1 | Gli sviluppi regolamentari e le esperienze internazionali | 10 |
| 2.2 | La consulenza finanziaria in Italia alla luce degli sviluppi tecnologici in atto | 12 |
| 3 | Consulenza finanziaria e <i>robo advice</i> nella percezione degli investitori: evidenze da un'indagine qualitativa | 16 |
| 3.1 | Gli obiettivi conoscitivi | 16 |
| 3.2 | La metodologia e il campione | 17 |
| 3.3 | Le evidenze dei <i>focus groups</i> | 22 |
| 3.4 | Le evidenze delle interviste individuali in profondità | 41 |
| 3.5 | La percezione della consulenza: opinioni a confronto e quadro di sintesi | 45 |
| | Riferimenti bibliografici | 48 |
| | Appendice | 53 |

1 Introduzione e principali conclusioni

I contenuti e le modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti sono in forte evoluzione sotto l'impulso di innovazioni sia tecnologiche sia regolamentari.

In particolare, l'applicazione della tecnologia ai servizi finanziari ha dato avvio al fenomeno della consulenza automatizzata (*robo advice*), resa attraverso piattaforme digitali e mediante algoritmi che rilasciano raccomandazioni di investimento, riferite a operazioni relative a strumenti finanziari (o portafogli di strumenti finanziari) e presentate come adatte alle caratteristiche di uno specifico cliente.

Sul piano regolamentare, la disciplina europea del servizio di consulenza in materia di investimenti ha registrato una continua evoluzione. Con la Direttiva 2004/39/CE (Market in Financial Instruments Directive - MiFID), e con la relativa Direttiva di attuazione 2006/73/CE, esso è stato incluso tra i servizi di investimento assumendo così la prerogativa di attività riservata, sottoposta a specifiche norme di comportamento, che può essere prestata solo da particolari categorie di soggetti, quali – nel caso specifico – banche, SIM, SGR, nonché da consulenti finanziari e società di consulenza finanziaria (rispettivamente persone fisiche e giuridiche ex artt. 18-*bis* e 18-*ter* del Tuf)¹. Con il pacchetto MiFID II/MiFIR (Direttiva 2014/65/UE, Regolamento delegato UE n. 2017/565 e relativi atti di esecuzione), è stata ulteriormente innovata la disciplina in esame introducendo, tra l'altro, la nozione di consulenza proposta su base indipendente; sono state altresì ampliate le tutele per l'investitore, dettagliate con esplicito riferimento al *robo advice* nelle nuove linee guida in materia di valutazione di adeguatezza della European Securities and Markets Authority (ESMA, 2018)².

Questi cambiamenti si innestano su dinamiche di mercato caratterizzate dalla presenza di un'ampia fascia di investitori che ricevono un servizio molto 'standardizzato' poiché hanno un patrimonio molto basso (cosiddetti *underserved*) ovvero non accedono al servizio perché il prezzo di offerta è superiore alla loro disponibilità a pagare (cosiddetto *advice gap*). In ambito domestico, ad esempio, si stima che solo il 30% degli investitori si avvalga di un supporto professionale attraverso i consigli di un consulente finanziario dedicato, mentre circa il 40% si rivolge esclusivamente ad amici, parenti e colleghi (cosiddetto *informal advice*). Il principale deterrente alla domanda di consulenza è, dopo la sfiducia verso gli intermediari, la convinzione che non sia necessaria perché si investono piccole somme di denaro. Tra gli investitori assistiti da consulenza, infine, la maggior parte non è consapevole del costo del servizio e non è comunque disposta a pagarlo (CONSOB, 2019).

1 Con riferimento alla penultima categoria di soggetti testè richiamati, si precisa che la legge 28 dicembre 2015, n. 208 (Legge di stabilità per il 2016), nell'istituire l'albo unico dei consulenti finanziari e nel modificare i relativi assetti di vigilanza, ha rinominato i consulenti di cui all'art. 18-*bis* del Tuf «consulenti finanziari autonomi» e i promotori finanziari, di cui all'art. 31 del Tuf, «consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede».

2 Per approfondimenti si vedano, tra gli altri: Atrigna, 2012; de Mari, 2008; Guffanti, 2011; Paracampo, 2016; Sciarone-Alibrandi, 2009; Sfamini e Giannelli, 2015.

L'*advice gap* è più diffuso soprattutto tra gli individui con un basso livello di patrimonio (generalmente non servito dalla consulenza 'tradizionale'), minori conoscenze finanziarie, scarso apprezzamento del servizio di consulenza e bassa propensione a pagare. Il fenomeno ha assunto un certo rilievo nel dibattito istituzionale, nella consapevolezza che la qualità delle scelte economico-finanziarie dei risparmiatori potrebbe trarre beneficio da un servizio professionale personalizzato e di qualità (reso ovviamente nel miglior interesse del cliente; ASIC, 2019; FCA, 2019a; Towers Watson, 2014).

La consulenza automatizzata potrebbe concorrere a colmare l'*advice gap*, essendo caratterizzata potenzialmente da soglie patrimoniali di accesso più basse, costi più contenuti, tempi e modi di utilizzo meno vincolanti rispetto alla consulenza 'tradizionale'. Si tratta di uno dei benefici che nel dibattito istituzionale viene soppesato accanto ai possibili rischi del *robo advice*, che la maggior parte dei *securities regulators* ha deciso di monitorare nell'attesa che il fenomeno divenga più significativo (ESAs, 2016) e che alcune Autorità hanno deciso di valutare in un ambiente sperimentale e protetto (mediante l'avvio, tra gli altri, di *innovation hub* e *regulatory sandboxes*).

Il presente lavoro è parte di un'indagine sul fenomeno del FinTech che CONSOB ha avviato nel 2016, in collaborazione con numerose Università italiane, con l'obiettivo di esplorare opportunità e rischi, per la tutela dei risparmiatori e il sistema finanziario nel suo complesso, legati all'applicazione dell'innovazione tecnologica all'offerta dei servizi finanziari. In particolare, il presente documento integra il filone di ricerca dedicato al *robo advice*, già approfondito nei suoi profili di carattere economico e giuridico in Lener, Linciano e Soccorso (a cura di, 2019), indagando se il *robo advice* possa risultare attrattivo per gli individui che non lo conoscono e che decidono sulla base dell'interazione con un riferimento umano, sia questi il consulente abilitato all'offerta fuori sede o l'addetto della banca di cui si è clienti.

Nel dettaglio, è stata condotta un'analisi qualitativa basata su due *focus groups* e quattro interviste individuali in profondità. I partecipanti ai *focus groups* sono, rispettivamente, investitori assistiti da consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede mandatarî di una banca-rete di promozione finanziaria (di seguito 'banca-rete') e investitori che, pur avendo un *dossier* titoli attivo presso un istituto bancario tradizionale, non sono supportati da un consulente dedicato. Le interviste individuali coinvolgono invece utenti di uno dei principali *providers* di servizi di consulenza automatizzata attivi sul mercato italiano.

Gli incontri dei *focus groups* e le interviste in profondità hanno consentito di raccogliere evidenza sia sui fattori – relativi anche a costrutti sociali e culturali – in grado di incentivare o scoraggiare la domanda di consulenza sia su percezioni e attitudini che possono anticipare la propensione degli investitori a utilizzare la consulenza automatizzata.

Le evidenze relative ai *focus groups* mostrano che gli investitori, pur non conoscendo il *robo advice*, ne colgono le caratteristiche principali grazie alla familiarità con altri servizi automatizzati (anche bancari). In prima battuta, prevalgono soprat-

tutto associazioni negative, legate tra l'altro all'idea della sostituzione dell'uomo da parte della macchina, anche se una minoranza degli intervistati, più aperta all'innovazione e interessata ai temi finanziari, si dichiara disposta a sperimentare. Una volta acquisita, tramite gli intervistatori, una conoscenza di base delle caratteristiche del servizio, gli investitori riescono tuttavia a individuare taluni elementi che possono orientare in senso positivo verso la consulenza automatizzata: la possibilità, prevista nel modello ibrido di *robo advice*, di continuare a interagire con un consulente umano in caso di necessità; l'oggettività della raccomandazione e la continuità del supporto nella fase di monitoraggio dell'investimento; l'accessibilità legata alla possibilità di utilizzare il servizio anche con un patrimonio investibile molto contenuto; la comodità di poter fruire del servizio in remoto sottraendosi alle pressioni che talvolta si percepiscono in banca. Restano sullo sfondo la preoccupazione per il rischio di perdere il controllo, la paura di dover scegliere senza alcun supporto, nonché i timori connessi alla sicurezza informatica e al trattamento dei dati sensibili.

Gli elementi di attrattività espressi dai partecipanti ai *focus groups* coincidono con i *drivers* che hanno orientato le scelte dei clienti di *robo advice*. Si tratta di investitori abituati agli acquisti *online*, che apprezzano l'accessibilità e l'oggettività del servizio automatizzato e che tendono ad affiancare al servizio tradizionale giudicato poco soddisfacente un nuovo canale per gli investimenti.

Un altro elemento che accomuna tutti gli intervistati (sia i partecipanti ai *focus groups* sia gli investitori intervistati individualmente) è la preferenza per il modello ibrido di *robo advice*, che coniuga il canale digitale con l'assistenza di un consulente umano. La possibilità di continuare a interagire con un professionista 'fisico' in caso di necessità rassicura chi non è utente di *robo advice* e permette a chi lo è già di sperimentare la novità, senza necessariamente abbandonare schemi e dinamiche relazionali consolidate.

Lo studio si articola come segue: il secondo paragrafo traccia le dinamiche che guidano l'evoluzione del contesto di riferimento, inclusi i principali sviluppi regolamentari e le caratteristiche del mercato domestico; il terzo paragrafo dettaglia le *research questions* alla base dell'indagine, la metodologia utilizzata e le caratteristiche del campione esaminato; segue e conclude l'analisi delle evidenze raccolte.

2 Il contesto di riferimento

Sulla base dei dati più recenti, la consulenza automatizzata sembra registrare una diffusione crescente. A fine 2019 le masse complessivamente gestite (anche note come *assets under management* - AuM) da *robo advisors* dovrebbero superare, a livello globale, i 980 miliardi di dollari, mentre il portafoglio medio si dovrebbe aggirare attorno ai 21 mila dollari³. Si prevede, inoltre, che l'AuM riferibile alla consulenza automatizzata sperimenterà un tasso medio di crescita annuo del 27%, fino a

3 Dati disponibili al seguente link: <https://www.statista.com/outlook/337/100/robo-advisors/worldwide>. Una conferma della crescita del comparto si rinvia anche dalle minute del FinTech Forum della *Securities and Exchange Commission* (SEC, 2016).

raggiungere i 2.552 miliardi di dollari nel 2023, quando il numero complessivo dei clienti serviti dovrebbe superare i 147 milioni.

Allo stato attuale, il mercato statunitense risulta il più maturo, con quasi 750 miliardi di dollari di AuM (dato al 2019) e 200 operatori attivi (dato al 2017); seguono il mercato cinese (179,4 miliardi di dollari) e quello del Regno Unito (14,8 miliardi di dollari), entrambi con un numero di operatori pari a 20 (Burnmark, 2017).

Con riferimento al mercato italiano, si stima che nel 2019 le masse gestite da *robo advisors* supereranno i 400 milioni di dollari (con un patrimonio medio pari a poco più di 12 mila dollari a cliente), mentre il tasso medio di crescita previsto tra il 2019 e il 2023 si attesta complessivamente attorno al 51%⁴.

2.1 Gli sviluppi regolamentari e le esperienze internazionali

La diffusione crescente del *robo advice*, soprattutto nei paesi anglosassoni, ha sollecitato numerose riflessioni in ambito istituzionale, alle quali si sono talvolta accompagnate iniziative volte a contemperare la tutela degli investitori con l'obiettivo di favorire o quantomeno non ostacolare l'innovazione tecnologica.

Le istituzioni internazionali e talune Autorità nazionali riconoscono che, a fronte dei rischi potenziali associati all'automazione della consulenza, il *robo advice* è potenzialmente foriero di vantaggi sia per gli operatori dell'industria sia per gli investitori. Con particolare riferimento ai vantaggi, le European Supervisory Authorities (ESAs, 2015 e 2016) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO, 2016 e 2017) evidenziano l'apporto che l'automazione della consulenza può offrire in termini di: maggiore inclusione finanziaria, ossia di abbattimento delle barriere d'accesso al servizio a fronte di costi e soglie patrimoniali più bassi rispetto al servizio tradizionale; riduzione dell'*advice gap*; aumento della concorrenza reso possibile dalla maggiore confrontabilità di servizi e prodotti distribuiti da più *providers*, anche in ambito internazionale.

Talune giurisdizioni (tra cui Canada, Australia, Stati Uniti e Nuova Zelanda) sono intervenute per disciplinare il fenomeno, con modalità differenti e nel comune obiettivo di creare un ambiente favorevole all'innovazione ed elevare la certezza del quadro normativo di riferimento, preservando l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori.

La Canadian Securities Administrators e l'Australian Securities & Investments Commission hanno emanato linee guida denominate, rispettivamente, Guidance for Portfolio Managers Regarding Online Advice (CSA, 2015) e Regulatory Guide 255, Providing digital financial product advice to retail clients (ASIC, 2016), che forniscono indicazioni di dettaglio ai *providers* di *digital advice* senza introdurre nuovi precetti regolamentari, in linea con il principio della neutralità tecnologica della normativa. La U.S. Securities and Exchange Commission, dopo il Fintech Forum del novembre 2016, ha indirizzato ai *robo advisors* – in genera-

4 Il numero di operatori attivi nel comparto nel 2017 si attestava a cinque (Burnmark, 2017) o sei (Lener, Linciano e Soccorso, a cura di, 2019), in funzione dei criteri di classificazione utilizzati.

le sottoposti alla medesima regolamentazione dei consulenti 'fisici' – alcuni suggerimenti in merito a *disclosure* del servizio offerto, informazioni da raccogliere per la valutazione dell'adeguatezza e *compliance* in ambiente digitale (SEC, 2017). La Financial Markets Authority della Nuova Zelanda, infine, ha introdotto un'esenzione che permette a soggetti diversi dalle persone fisiche di offrire il servizio di consulenza (FMA, 2018).

Nel contesto europeo, nell'implementare il pacchetto MiFID II/MiFIR che come noto ha potenziato la disciplina MiFID sulla consulenza in materia di investimenti, il legislatore comunitario e l'ESMA hanno tenuto conto anche delle implicazioni del *robo advice*.

Nell'ambito delle *guidelines* pubblicate nel 2018, ESMA (2018) ha fornito taluni orientamenti 'particolarmente pertinenti' per le imprese che forniscono consulenza automatizzata, che completano il quadro vigente, «*le cui disposizioni – in virtù di un principio di neutralità tecnologica – trovano applicazione a prescindere dal mezzo utilizzato per la prestazione del servizio*» (Paracampo, 2018).

Nel Regno Unito, inoltre, la Financial Conduct Authority (FCA) ha pubblicato una *call for input* per una valutazione aggiornata dell'impatto della Retail Distribution Review (RDR) e della Financial Advice Market Review (FAMR), tese entrambe a elevare i benefici per l'investitore associati alla consulenza in materia di investimenti. L'*assessment* avviato tende ad accertare se l'offerta di consulenza finanziaria soddisfi i bisogni attuali e potenziali dei vari segmenti di clientela e se ricorrano le condizioni per il superamento dell'*advice gap* (FCA, 2019a). La *call for input* riprende gli esiti di una *interim consumer research* in merito alla capacità dei *providers* di consulenza automatizzata *low cost* di sostituirsi parzialmente all'offerta tradizionale e ridurre l'*advice gap*, andando a coprire anche la domanda di soggetti che attualmente non si affidano a un consulente (Ignition House e Critical Research, 2018)⁵.

5 In tale prospettiva, e coerentemente con gli scenari già precedentemente delineati dalla FCA (Ferguson, 2017), si inserisce l'attività della *advice unit* costituita in seno all'Autorità, dedicata al supporto delle imprese di investimento che intendono sviluppare il servizio di consulenza automatizzata. Tra i compiti della *advice unit* vi sono l'elaborazione di una guida per i *robo advisors*, l'individuazione di *best practices* in tema di metodologie di test e valutazione dei modelli di consulenza automatizzata, lo sviluppo di *standardised testing scenarios* che le imprese potrebbero utilizzare per misurare l'efficacia dei propri modelli, nonché l'emanazione di orientamenti in merito ai rischi derivanti dallo sviluppo di specifici modelli di consulenza automatizzata. Si segnala, inoltre, lo studio della FCA teso a verificare se lo sviluppo di piattaforme *online* di servizi finanziari abbia avuto ricadute positive per gli investitori in termini di maggiore concorrenza e possibilità di *shopping around* con riferimento ai servizi sia *direct to consumer* - D2C (anche detti *business to consumer* - B2C) sia a supporto degli *advisors* - *direct to business* - D2B (anche detti *business to business* - B2B). Pur rilevando che lo sviluppo delle piattaforme *online* ha determinato un aumento del livello di concorrenza, l'*Authority* non esclude che ulteriori miglioramenti nelle condizioni di comparabilità dei servizi offerti potrebbero andare a beneficio dello *shopping around* (FCA, 2019b; l'obiettivo di elevare la concorrenza tra i *providers* di prodotti e servizi di investimento offerti tramite piattaforme *online* è richiamato anche nel Business Plan 2019/20 della FCA; FCA, 2019c).

2.2 La consulenza finanziaria in Italia alla luce degli sviluppi tecnologici in atto

Offerta

Nell'ultimo decennio, l'offerta di consulenza finanziaria ha conosciuto in ambito domestico importanti evoluzioni. A partire dal 2009, infatti, il numero di operatori domestici che offrono il servizio si è progressivamente ridotto, a seguito dei processi di consolidamento da tempo in atto nel settore finanziario. A fronte dell'ampliamento della tipologia di *providers* guidato dalle innovazioni normative (banche, SIM, SGR nonché consulenti finanziari, autonomi e società di consulenza finanziaria), si sono affermati modelli di *business* differenti in funzione del livello di personalizzazione del servizio, del target di clientela servita e delle modalità di remunerazione dei professionisti coinvolti (indipendenti o meno).

I servizi offerti vanno dalla cosiddetta consulenza di base alla cosiddetta consulenza evoluta (Sabatini, 2012). La consulenza di base, generalmente destinata al *mass market* e non remunerata autonomamente, consiste in raccomandazioni personalizzate e specifiche ma riferite a una gamma ristretta di prodotti, tipicamente emessi dalla banca e/o da altri istituti del gruppo di appartenenza; il cliente che fruisce di tale servizio di solito interagisce con figure professionali differenti e non con un consulente a lui specificamente dedicato. All'estremo opposto, la cosiddetta consulenza evoluta si configura come un servizio integrato, articolato e altamente personalizzato, destinato a investitori con patrimoni elevati (cosiddetta clientela *private*, High Net Worth Individuals – HNWI – e Ultra High Net Worth Individuals – UHNWI), remunerato secondo schemi variabili (*fee only*, *fee on top* e/o commissioni di *performance*); in questo caso il cliente fa riferimento a uno specifico specialista con competenze sia di mercato/prodotto sia relazionali.

In questo contesto, il *robo advice* sta cominciando a muovere i primi passi. Le maggiori banche tradizionali appaiono intenzionate a proseguire nella direzione dell'automazione dei processi di una o più fasi della catena del valore della consulenza (dalla stipula del contratto alla profilatura, dall'elaborazione della raccomandazione di investimento all'eventuale esecuzione degli ordini e al ribilanciamento del portafoglio)⁶, avviata da tempo, fino all'automazione (totale o parziale) del cosiddetto 'ultimo miglio', ossia dei processi di profilazione del cliente e *asset allocation*. Tali sviluppi rispondono in alcuni casi anche all'esigenza di dotarsi di un canale distributivo alternativo a quello tradizionale e/o sfruttare l'innovazione tecnologica per ampliare gli spazi a disposizione del consulente fisico per la cura della relazione con il cliente⁷. Taluni soggetti hanno inoltre deciso di concentrarsi solo sull'offerta di consulenza automatizzata, sia pure con diversi livelli di automazione e con un diverso grado di autonomia rispetto a operatori finanziari già presenti nel comparto dei servizi di investimento. Secondo la ricognizione condotta da CONSOB in collaborazio-

6 Le modalità possono comprendere l'acquisizione di servizi in outsourcing da soggetti terzi (quali *software houses*), *partnership* con imprese FinTech e/o lo sviluppo *in house* di *software* proprietari e competenze in tema di *big data analytic*.

7 La ricognizione di cui in Lener, Linciano e Soccorso (a cura di, 2019) ha coinvolto dieci banche tradizionali (gruppi universali o banche-reti, rappresentativi di oltre il 50% degli *asset under management* in Italia a metà 2017) e nove *robo advisors*.

ne con l'Università, a metà 2017 erano attivi sei *robo advisors* ibridi, secondo un modello di servizio B2C (*business to consumer*) che combinava e/o alternava l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore, e tre *robo4advisors*, secondo un modello B2B (*business to business*) destinato al consulente (Lener, Linciano e Soccorso, a cura di, 2019; Tav. 1).

Gli operatori sono stati classificati, in ragione dell'eventuale appartenenza a un gruppo finanziario già attivo nel comparto dei servizi di investimento, in due macro-categorie di *providers*: *start-up stand alone* (sette) e *robo advisors* di matrice bancaria (due). Questi ultimi, a loro volta, possono essere autonomi nell'ambito del gruppo di riferimento oppure pienamente integrati con la banca; in quest'ultimo caso la consulenza automatizzata amplia la gamma di servizi digitali eventualmente già offerti dalla banca stessa.

Tav. 1 – Operatori attivi nel segmento della consulenza automatizzata
(situazione al primo semestre 2017)

| | B2C (<i>business to consumer</i>) | B2B (<i>robo4advisor</i>) |
|---|--|--------------------------------|
| numero totale | 6 | 3 |
| autonomia | | |
| <i>start-up stand alone</i> | 4 | 3 |
| operatore di matrice bancaria | 1 | -- |
| banca | 1 | -- |
| automazione | parziale ¹ | totale |
| servizi offerti² | | |
| consulenza in materia di investimenti ³ | 3 | -- |
| gestione di portafogli | 3 | -- |
| esecuzione di ordini per conto dei clienti | 2 | -- |
| servizi editoriali | 1 | -- |
| piattaforme <i>white label</i> e/o <i>tool</i> automatizzati ⁴ | -- | 3 |

Fonte: Lener, Linciano e Soccorso (a cura di), 2019. ¹ Nel caso di uno degli operatori, il grado di automazione, inizialmente totale, nel tempo è divenuto parziale. ² Ogni operatore può offrire più di un servizio. ³ Due operatori propongono servizi di consulenza su base indipendente; un operatore offre invece consulenza indipendente tramite il canale tradizionale e consulenza non indipendente tramite il canale digitale. ⁴ I servizi offerti comprendono la digitalizzazione completa o parziale del processo di produzione e distribuzione della raccomandazione. Nel primo caso, il *robo4advisor* predispose piattaforme di servizi in modalità *'white label'*, che l'intermediario può personalizzare con il proprio marchio ed eventualmente con i propri prodotti (cosiddetta soluzione *'chiavi-in-mano'*). Nel secondo caso, l'operatore offre l'automazione di alcune fasi della catena del valore, che l'intermediario acquisisce in una logica di *cost reduction* e perseguimento di maggiore efficienza o al fine di ampliare il perimetro della clientela servita.

Il modello B2C ibrido valorizza, senza eccezione alcuna, la relazione *'umana'* anche nell'ambito della consulenza automatizzata, permettendo agli investitori di scegliere se affiancare al canale web l'interazione con il consulente fisico e di ricevere assistenza nelle fasi che precedono e che seguono l'investimento. I prodotti proposti dai *robo advisors* domestici, inoltre, tipicamente sono portafogli modello (ossia portafogli costruiti per classi di prodotti di investimento con diversi livelli di rischio riferibili a diversi profili di investitore) costituiti prevalentemente da quote di *Exchange*

Traded Funds (Etf) e di fondi comuni di investimento che, nella maggior parte dei casi, non includono prodotti dell'eventuale gruppo bancario di appartenenza.

Prezzo e accessibilità del servizio si confermano altri fattori critici di successo rispetto al servizio prestato attraverso canali non digitali. Per quanto riguarda il prezzo, le commissioni applicate al patrimonio *under advice* oscillano tra lo 0,3% e lo 0,7% annuo (a queste peraltro possono aggiungersi altre componenti di costo, quali *performance fee* e/o commissioni di sottoscrizione dei prodotti consigliati; dato al primo semestre 2017), rendendo il *robo advice* potenzialmente molto competitivo soprattutto a fronte della bassa disponibilità a pagare degli investitori italiani (si veda il successivo sotto-paragrafo dedicato alla *Domanda*). Per quanto riguarda l'accessibilità al servizio offerto dai *robo advisors* attivi sul mercato nazionale, gli investitori possono operare *online* senza limiti d'orario o vincoli logistici.

A fronte di queste caratteristiche, che accomunano l'esperienza domestica a quella di altri Paesi, emergono significative differenze rispetto alla clientela target. Mentre nell'esperienza internazionale i clienti di *robo advice* sono soprattutto i cosiddetti Millennials, in Italia prevalgono gli investitori di età compresa tra 40 e 60 anni, prevalentemente uomini, con un reddito medio-alto e che hanno familiarità con le scelte di investimento: in particolare, in molti casi si tratta di individui che, avendo già un *dossier* titoli presso un istituto bancario, accedono al canale digitale per testarne funzionalità e convenienza (a tal proposito si vedano i paragrafi 3.3 e seguenti). Tali evidenze, tuttavia, non possono considerarsi conclusive poiché riguardano un campione di investitori piuttosto ristretto a fronte della ancora scarsa diffusione del *robo advice* in Italia, come si illustra di seguito⁸.

Domanda

Gli investitori italiani si caratterizzano per una propensione all'utilizzo di consulenza finanziaria contenuta. Secondo i dati dell'Osservatorio CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane (di seguito Osservatorio), infatti, il 20% degli investitori si rivolge a un esperto⁹ e/o affida i suoi risparmi a un gestore, mentre il 40% circa preferisce affidarsi solo ai consigli di amici, parenti e colleghi (*informal advice*) ovvero scegliere prevalentemente in autonomia (CONSOB, anni vari).

Tra i più rilevanti *drivers* della domanda di consulenza e, in particolare, della scelta di uno specifico consulente, le competenze dell'esperto giocano un ruolo centrale, seguite dalla fiducia che agisce anche attraverso il passaparola e le indicazioni dell'istituto bancario di riferimento. La mancanza di fiducia è il primo tra i fattori indicati come deterrenti all'affidamento a un professionista, seguita dalla

8 Nel 2017, due *robo advisors* segnalavano rispettivamente circa 3.500 e 10 mila clienti (corrispondenti a masse *under advice* pari all'incirca a 160 e 200 milioni di euro), mentre i restanti quattro contavano ancora un numero estremamente ridotto di clienti (meno di 50; Lener, Linciano e Soccorso, a cura di, 2019). Secondo i più recenti dati disponibili per l'Italia sul portale Statista, nel 2019 le masse gestite avrebbero superato i 400 milioni di euro.

9 Nelle rilevazioni CONSOB la figura dell'esperto include sia il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede sia lo staff della banca di riferimento. Il dato appare coerente con le evidenze riferite agli intermediari aderenti all'Assoreti nella Relazione annuale 2018 dell'Associazione (Assoreti, 2019).

convinzione che il servizio non sia necessario (perché si investono somme contenute) e dall'incapacità di valutare le caratteristiche e il valore aggiunto del servizio (CONSOB, anni vari).

Uno studio CONSOB del 2016, inoltre, conferma che, in linea con un ampio filone della letteratura empirica, gli investitori assistiti da un professionista si connotano per un livello più elevato di cultura finanziaria¹⁰ e per una minore attitudine all'*overconfidence*, ossia a sovrastimare le proprie conoscenze effettive (Gentile, Linciano e Soccorso, 2016).

La conoscenza dei tratti distintivi del servizio di consulenza è in realtà poco diffusa. Secondo le rilevazioni CONSOB, infatti, la maggior parte degli investitori non conosce le caratteristiche del servizio o gli obblighi che l'ordinamento pone in capo all'intermediario che offre consulenza in materia di investimenti¹¹. Inoltre, il 37% degli intervistati è convinto che la consulenza sia gratuita, il 45% non sa se il consulente viene retribuito, mentre il 50% circa degli investitori non è comunque disposto a pagare per il servizio (CONSOB, anni vari).

Da una *survey* CONSOB relativa a un campione di consulenti e dei rispettivi clienti (indagine *mirroring*) emerge, infine, che le opinioni di consulenti e investitori su alcuni dei principali elementi della decisione di investimento si caratterizzano di frequente per un certo grado di disallineamento, che può incidere sia sulle aspettative sia sulla percezione del valore aggiunto del servizio da parte degli investitori stessi (CONSOB et al., 2018).

Con specifico riferimento alla consulenza automatizzata, i dati dell'Osservatorio CONSOB 2016 segnalano che l'87% dei risparmiatori non ha familiarità con il concetto di *robo advice* e che solo il 15% si dichiara disponibile a fruirne una volta apprese le sue caratteristiche (prevalentemente uomini, soggetti con elevati livelli di istruzione e alfabetizzazione finanziaria e giovani). Il dato registrato nelle successive rilevazioni mostra un sensibile miglioramento, nonostante persista il timore di frodi *online*, che tuttavia per molti verrebbe meno se il servizio fosse offerto da uno dei *digital champions* (come Google, Amazon, Facebook, Apple – i cosiddetti GAFAs), ossia da operatori che hanno ormai da tempo guadagnato una reputazione di efficienza e affidabilità nel campo dei *social network* e dell'*e-commerce* (evidenze tratte dalle rilevazioni *mirroring* CONSOB, 2017 e 2018; sul tema si veda anche il successivo paragrafo 3.3).

10 In tal senso concludono tra gli altri Bachmann e Hens (2014), Bluethgen et al. (2008), Bucher-Koenen e Koenen (2015), Calcagno e Monticone (2013), Collins (2012), Debbich (2015), Hackethal et al. (2012), Lusardi e Mitchell (2011), van Rooij et al. (2007).

11 La scarsa conoscenza del servizio di consulenza è stata rilevata anche in contesti diversi da quello domestico: in Australia, ad esempio, i risparmiatori in media non distinguono tra consulenza generica e consulenza personalizzata né appaiono consapevoli delle differenze nei corrispondenti regimi di responsabilità del consulente e livelli di tutela dell'investitore previsti dall'ordinamento (ASIC, 2019).

3 Consulenza finanziaria e *robo advice* nella percezione degli investitori: evidenze da un'indagine qualitativa

3.1 Gli obiettivi conoscitivi

Il fenomeno della consulenza automatizzata è relativamente nuovo e riguarda, come evidenziato prima, un gruppo di investitori ancora piuttosto ristretto nel contesto domestico. È tuttavia opportuno chiedersi, anche alla luce del dibattito istituzionale in corso, se il *robo advice* possa raggiungere l'ampia fascia di investitori che attualmente non ricorre alla consulenza per mancanza di fiducia, patrimonio contenuto e/o bassa disponibilità a pagare. In altri termini, è interessante valutare se il *robo advice* possa costituire una soluzione all'*advice gap*, attraendo sia investitori che attualmente scelgono in autonomia sia investitori già assistiti da un consulente finanziario, o viceversa se possa di per sé risultare inadeguato per alcune fasce di investitori (quali, ad esempio, gli individui con esigenze complesse, con basse conoscenze finanziarie, con basse abilità digitali).

Il presente lavoro si propone di portare evidenza utile a questa valutazione attraverso l'analisi delle opinioni degli investitori sulla consulenza automatizzata, anche alla luce dell'approccio alla gestione del risparmio, agli investimenti e alla consulenza finanziaria in generale (Tav. 2).

Tav. 2 – Gli obiettivi conoscitivi dell'indagine

| area tematica | informazioni raccolte |
|---|---|
| risparmio e investimenti | esperienze, opinioni, attitudini e abitudini |
| consulenza finanziaria | conoscenze, esperienze, opinioni e aspettative incentivi e deterrenti a richiedere il servizio percezione del valore del servizio e disponibilità a remunerare il professionista |
| consulenza finanziaria automatizzata (<i>robo advice</i>) | conoscenze, esperienze, opinioni e aspettative incentivi e deterrenti a richiedere il servizio percezione del valore del servizio in termini di vantaggi e svantaggi ad esso associati opinioni in merito ai portafogli modello proposti dal <i>robo advisor</i> |

3.2 La metodologia e il campione

Metodologia

L'interesse verso il *robo advice* e la domanda potenziale ben si prestano ad essere analizzati attraverso un'indagine qualitativa fondata su *focus groups* e interviste in profondità. Tale tipo di indagine appare, infatti, idonea a individuare i fattori sociali e culturali che possono incidere su percezioni e attitudini e al contempo anticipare propensioni e comportamenti riferiti a un fenomeno ancora scarsamente conosciuto dagli investitori italiani come il *robo advice* (si veda il precedente paragra-

fo 2.2)¹². Difatti, si tratta di un fenomeno rispetto al quale è più utile generare *ex post* ipotesi sulle determinanti di un potenziale atteggiamento o comportamento sulla base di evidenza qualitativa, piuttosto che cercare di testare ipotesi definite *ex ante* e difficilmente verificabili stante l'esiguità dei dati a disposizione (per approfondimenti si vedano, tra gli altri, Curry et al., 2009; van Bavel e Dessart, 2018; Veltri et al., 2014)¹³. I vantaggi e le criticità associati all'impiego di metodi qualitativi per lo studio dei comportamenti sono riportati sinteticamente nella Tav. 3.

Tav. 3 – I metodi qualitativi per lo studio dei comportamenti

Sono molto informativi nella fase iniziale dello studio di un fenomeno nuovo, ossia nella fase in cui devono ancora essere individuati eventuali problemi, criticità e relative possibili soluzioni

Sottendono un approccio esplorativo induttivo (e non un approccio deduttivo teso a testare un'ipotesi definita *ex ante*)

Consentono di esplorare atteggiamenti e comportamenti individuali e identificare fattori emotivi, esperienziali e ideologici non noti *ex ante*

Consentono di comprendere il linguaggio utilizzato, nonché gli atteggiamenti sviluppati e i comportamenti posti in atto, nell'ambito dello stesso contesto sociale e culturale in cui linguaggio, atteggiamenti e comportamenti maturano

Possono fungere da complemento ad analisi quantitative contribuendo al *design* dell'indagine quantitativa o all'interpretazione dei risultati della stessa

I risultati ottenuti non sono né oggettivi (il ricercatore non è un mero osservatore, ma partecipa nel ruolo dell'intervistatore) né statisticamente generalizzabili (ossia non possono essere utilizzati per fare inferenza sull'intera popolazione), ma possono risultare 'analiticamente generalizzabili' (ossia rilevanti ai fini dello studio del fenomeno e/o riconducibili a una determinata categoria di soggetti) o 'trasferibili' (qualora il ricercatore abbia ragionevolmente maturato un giudizio di applicabilità dei risultati stessi a soggetti diversi da quelli intervistati)

Il valore dell'indagine qualitativa dipende fortemente dai seguenti fattori: il modo in cui i partecipanti vengono selezionati; il *design* della *question-line*; la professionalità del ricercatore-intervistatore; l'accuratezza dell'interpretazione dei dati raccolti (che deve necessariamente andare oltre il mero *reportage* di evidenze aneddotiche)

Fonte: Rielaborazione degli autori basata su van Bavel e Dessart (2018); Oprandi (2000), Dawson et al. (1993).

Alla luce di queste considerazioni, il presente studio si è avvalso di due *focus groups*, che hanno coinvolto rispettivamente investitori che ricevono consulenza e investitori non assistiti da una specifica figura di riferimento, e quattro colloqui con altrettanti clienti di *robo advisors*. Sia i *focus groups* sia le interviste in profondità sono stati condotti sulla base di un questionario semi-strutturato (la cosiddetta *question-line* o *interview guide* riportata in Appendice), elaborato sulla base delle evidenze riportate in Lener, Linciano e Soccorso (a cura di, 2019) e nell'Osservatorio CONSOB (CONSOB, anni vari).

Oltre alla *question-line*, gli intervistatori hanno utilizzato due schede descrittive relative, rispettivamente, alla consulenza automatizzata e a un esempio di portafoglio modello che può essere proposto da un *robo advisor*. Queste schede sono

12 La letteratura sulle metodologie utilizzate nelle indagini qualitative indica la necessità di individuare chiaramente: i) quali sono le ragioni per cui si è deciso di procedere allo studio; ii) quali sono le informazioni importanti che si vogliono ottenere; iii) chi dovrà usare le informazioni; iv) come dovranno essere usate le informazioni (Krueger, 1994).

13 Anche la Financial Conduct Authority ha condotto un'indagine qualitativa su motivazioni e esigenze degli investitori non assistiti da consulenza (NMG Consulting, 2014).

state utilizzate per sollecitare i partecipanti a comunicare liberamente le associazioni, in termini di idee, parole, esperienze ed emozioni, stimulate dai contenuti delle schede stesse, secondo il cosiddetto *think aloud task* (van Bavel e Dessart, 2018; le *question-lines* per *focus groups* e interviste in profondità e le schede descrittive sono integralmente riportate in Appendice).

In linea con le indicazioni della letteratura, secondo la quale l'interpretazione dei dati raccolti deve essere accurata e andare oltre il mero *reportage* di evidenze aneddotiche (van Bavel e Dessart, 2018), gli incontri dei *focus groups* e i colloqui in profondità sono stati condotti da un *team* specializzato, composto da psico-sociologi dell'istituto di ricerca Eumetra MR. Con l'intento di assecondare una lettura il più possibile neutrale, il dialogo durante gli incontri e le interviste individuali sono stati registrati e analizzati separatamente dal *team* Eumetra MR e dagli autori del presente studio, per poi essere discussi congiuntamente solo in un secondo momento.

L'utilizzo di uno strumento flessibile come la già menzionata *question-line* e l'approccio neutrale degli intervistatori hanno consentito di sollecitare i partecipanti a narrare le proprie esperienze, manifestare le proprie attitudini, convinzioni e opinioni liberamente, senza 'ancoraggi' a schemi di riferimento predefiniti tipici di altri strumenti di indagine (come i questionari standardizzati utilizzati nelle *survey*) e agli *a priori* dei ricercatori. Al contempo, la traccia codificata nella *question-line* ha consentito di evitare divagazioni che, nel procedere della discussione, potevano allontanare dal tema dell'indagine.

Approccio al risparmio e agli investimenti

Con riferimento a risparmio, gestione del denaro e investimenti, i partecipanti ai *focus groups* e alle interviste in profondità sono stati sollecitati a esprimere percezioni, libere associazioni di idee e sensazioni associate alle parole 'risparmio' e 'investimenti', al fine di esplorare gli orientamenti individuali sottostanti alla gestione delle finanze personali, le competenze in materia, gli obiettivi perseguiti e le abitudini più diffuse nella consultazione di fonti informative, interazione con gli intermediari e scelte di investimento.

La consulenza finanziaria: conoscenza e domanda

Con l'intento di cogliere i fattori che possono determinare, ovvero scoraggiare, la domanda di consulenza finanziaria, l'indagine ha approfondito la conoscenza e la percezione del valore del servizio, le aspettative relative al ruolo del consulente, le esperienze maturate con i professionisti di riferimento (siano essi consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede o altro personale addetto alla vendita dell'intermediario bancario), anche in termini di qualità della relazione e disponibilità a remunerare il professionista.

La consulenza automatizzata: conoscenza e interesse

Sono state infine indagate la conoscenza del *robo advice* (facendo riferimento anche a canali e fonti di informazione nonché a esperienze da cui essa deriva) e le opinioni ovvero i pregiudizi e le convinzioni sul servizio (rispettivamente degli investitori che già ne fanno uso e di coloro che non ne fruiscono). È stata inoltre prestata attenzione ai seguenti profili: aspettative associate alla consulenza automatizzata, sia tra i clienti che già si sono affidati a uno dei *providers* presenti sul mercato sia tra i clienti di banche che prestano il servizio attraverso canali non digitali; vantaggi e svantaggi che si associano all'interazione con un *robo advisor* (rispetto a un consulente umano); condizioni che possono favorire l'interesse e la disponibilità a servirsi di una piattaforma che offre questo tipo di servizi, in termini sia di situazioni soggettive dell'investitore sia di caratteristiche oggettive dell'offerta. Ai partecipanti ai *focus groups* è stato anche mostrato un esempio di raccomandazione rilasciata da un *robo advisor* su un portafoglio modello, per verificarne l'apprezzamento e l'utilità percepita.

Campione

L'indagine, svoltasi tra dicembre 2018 e gennaio 2019, ha coinvolto complessivamente 20 individui di età compresa fra i 25 e i 65 anni, pariteticamente distribuiti per genere, stato civile (sia *single* sia coniugati/conviventi con o senza figli a carico) e tipologia di occupazione (dipendenti e libero-professionisti). Gli intervistati mostrano di avere familiarità con la navigazione web, l'utilizzo dell'*home banking* e la ricerca in internet di informazioni utili per le proprie scelte finanziarie¹⁴. Essi, inoltre, dispongono di un patrimonio investito tra i 20 mila e i 50 mila euro, collocandosi pertanto nel segmento di clientela cosiddetto *mass/upper mass*. Tale segmento risulta potenzialmente esposto al rischio di *advice gap*, ovvero corrisponde alla fascia di clienti che (come emerge da evidenza aneddotica) possono dirsi *underserved*, perché poco remunerativi per gli intermediari e/o caratterizzati da bassa disponibilità a pagare.

I soggetti coinvolti nell'indagine sono stati selezionati da una società terza specializzata nel *recruitment* e sono stati incentivati con un buono omaggio spendibile *online*¹⁵.

I *focus groups* (della durata di circa due ore e mezzo ciascuno) hanno interessato rispettivamente otto e sette individui¹⁶, corrispondenti ai seguenti target:

14 Nella selezione del campione sono stati volutamente esclusi gli individui non avvezzi all'utilizzo del web per i quali è ragionevole ipotizzare che la propensione verso l'uso delle piattaforme digitali sia pressoché nulla.

15 Sull'utilizzo degli incentivi a sostegno della validità dell'impianto della ricerca si veda, tra gli altri, van Bavel et al., 2015.

16 Il numero di partecipanti ottimale è compreso fra 6 e 12, secondo quanto generalmente indicato in letteratura. La scelta all'interno di questo *range* dipende da svariati fattori, tra cui oggetto in discussione, scopo dello studio e composizione del gruppo. Quando l'argomento in discussione è particolarmente complesso o quando gli argomenti da trattare sono numerosi, la prassi consiglia di non superare 7 o 8 unità, al fine di preservare l'efficacia della rilevazione. In generale, è sufficiente una numerosità tale da garantire che l'informazione raccolta non diventi ridondante e che al margine il beneficio derivante dall'incremento dell'informazione raccolta non superi il costo della raccolta.

- i. investitori assistiti da un consulente finanziario iscritto all'albo gestito dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari - OCF - e mandatario di una banca-rete¹⁷;
- ii. investitori che non sono assistiti da un consulente dedicato, pur interagendo con un addetto di una banca tradizionale per la compravendita di prodotti finanziari di investimento.

Le interviste individuali in profondità (della durata compresa tra 45 e 60 minuti ciascuna) hanno invece visto coinvolti quattro clienti di un *robo advisor*.

La segmentazione degli intervistati in tre gruppi individua tre categorie di investitori potenzialmente differenti per bisogni, approccio al risparmio e all'investimento, disponibilità a pagare e propensione all'utilizzo di consulenza (automatizzata e non).

I criteri di campionamento e individuazione dei gruppi soddisfano l'esigenza di selezionare soggetti con caratteristiche simili in termini di fase del ciclo vitale (e dunque età e composizione del nucleo familiare) e fascia di ricchezza. La letteratura e la ricerca empirica suggeriscono, infatti, che gli individui all'interno dello stesso gruppo esibiscano caratteristiche socio-demografiche omogenee e condividano *background* ed esperienze, a beneficio dell'interazione e del dialogo che, al contrario, potrebbero risultare frenati qualora i partecipanti avvertissero il rischio di essere giudicati da persone molto diverse da sé (Dawson et al., 1993).

Allo scopo di tener conto anche delle conoscenze finanziarie che pure incidono sulle attitudini e i comportamenti dei risparmiatori e sulla domanda di consulenza, ai partecipanti all'indagine è stato somministrato un breve test costituito da sette domande, elaborate dagli autori sulla base delle evidenze empiriche disponibili a livello nazionale e internazionale (CONSOB, anni vari; Lusardi e Mitchell, 2008, 2009, 2011, 2014; Lusardi et al., 2010; van Rooij et al., 2011)¹⁸.

Il livello delle conoscenze finanziarie è sostanzialmente omogeneo tra i partecipanti dei due *focus groups*, da un lato, e il gruppo dei soggetti coinvolti nelle interviste in profondità (i clienti di *robo advisors*), dall'altro. Tra i primi si registra in media il 60% delle risposte corrette, mentre i clienti di *robo advisors* esibiscono una cultura finanziaria più elevata, rispondendo tutti correttamente alle sette domande previste nel test (Fig. 1).

Con riferimento all'attitudine al rischio, infine, gli intervistati si dichiarano in genere *risk-averse*, anche se qualcuno (in particolare tra i clienti di consulenti finanziari) afferma di essere ben disposto verso scelte finanziarie che diano un po' di

stessa. Il numero e le caratteristiche dei gruppi devono soddisfare, inoltre, il criterio della saturazione dell'informazione, ossia essere proporzionati alla varietà dei temi oggetto di discussione: in altre parole è necessario creare tanti gruppi quanti ne occorrono per esplorare le opinioni e i comportamenti (che ci si aspetta siano i) più diffusi o più rilevanti per le finalità della ricerca (Oprandi, 2000).

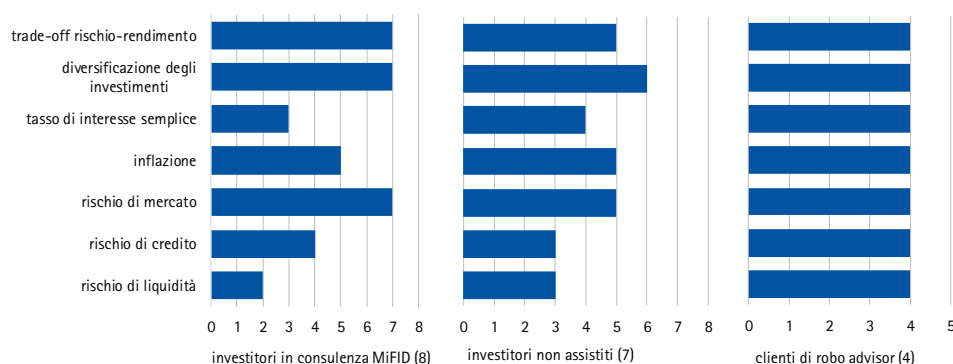
17 La definizione di 'consulenza MiFID' riflette fedelmente il dettato delle richiamate Direttive 2004/39/CE (Market in Financial Instruments Directive - MiFID) e 2014/65/UE (MiFID II). Per maggiori dettagli si rimanda all'Appendice.

18 La somministrazione è stata effettuata al termine degli incontri, per non mettere a disagio i partecipanti. Il livello di *financial literacy*, pertanto, non è stato utilizzato ai fini del campionamento.

brivido ovvero propenso ad assumere un po' più di rischio su una piccola quota dei propri risparmi (secondo un approccio coerente con la cosiddetta 'contabilità mentale')¹⁹.

Nella percezione del rischio finanziario sembrano rilevare maggiormente il timore di perdere il capitale investito o di ottenere un risultato inferiore alle attese (cosiddetto *downsize risk*) e il rischio di mercato (Fig. 2).

Fig. 1 – Le conoscenze finanziarie dei partecipanti
(numero di soggetti che hanno risposto correttamente alle domande)



Fonte: elaborazione degli autori. Si rimanda all'Appendice per il testo delle domande.

Fig. 2 – Cosa le suggerisce l'espressione 'rischio finanziario'?



Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle risposte che i partecipanti all'indagine hanno indicato scegliendo tra le seguenti alternative: elevata esposizione all'andamento generale del mercato (rischio di mercato); possibilità di perdere tutto o parte del capitale investito (perdita del capitale); possibilità di non essere in grado di disinvestire o di doverlo fare a condizioni sfavorevoli in caso di necessità (rischio di liquidità); possibilità di ottenere un risultato inferiore alle attese (*downsize risk*); possibilità di rimanere vittima di comportamenti scorretti dell'intermediario proponente (rischio di contenzioso); possibilità di non aver compreso perfettamente le caratteristiche del prodotto (*low literacy risk*); possibilità di non essere in grado di seguire l'andamento dell'investimento (rischio di monitoraggio); possibilità che le tutele previste dalla regolamentazione non siano sufficienti; possibilità che le procedure per un eventuale risarcimento danni siano costose e inefficaci (rischio di contenzioso).

19 Secondo l'approccio della contabilità mentale, gli individui tendono a classificare la ricchezza in diversi conti mentali (a seconda della provenienza, della destinazione d'uso e dell'orizzonte temporale), e a tenere un atteggiamento diverso (ad esempio, in termini di propensione al rischio e al risparmio) a seconda del conto di riferimento. Questo atteggiamento comporta il venire meno del principio della fungibilità del denaro (Thaler, 1985).

3.3 Le evidenze dei *focus groups*

L'approccio al risparmio

La gestione del denaro è attenta e il risparmio viene percepito come importante. È tuttavia assente una attività sistematica di pianificazione finanziaria, mentre l'impegno a risparmiare e i relativi obiettivi variano a seconda delle circostanze e del ciclo di vita personali.

Nella gestione del denaro gli intervistati si descrivono utilizzando aggettivi come «*oculato*», «*prudente*», «*calcolatore*», «*organizzato*», «*metodico*», «*informato*», «*attento*» (eventualmente anche a contenere la maggiore propensione al consumo del partner); solo un paio di individui affermano di essere «*propensi allo spreco*». In linea con queste suggestioni, le parole più frequentemente associate alla gestione del budget familiare sono «*attenzione*», «*pazienza*» e «*futuro*» (Fig. 3).

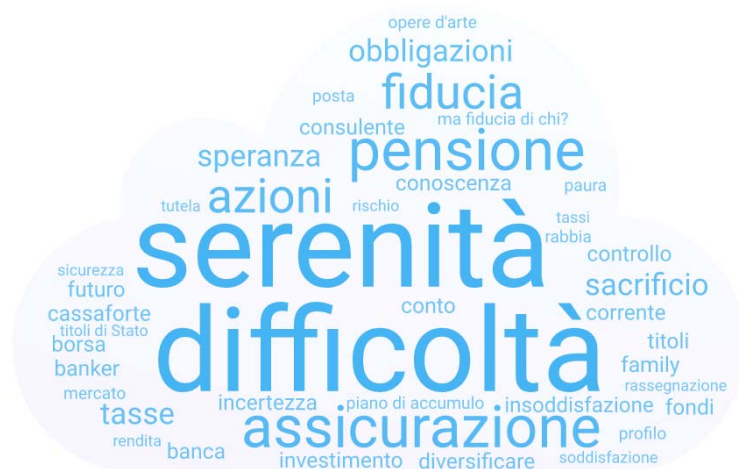
Fig. 3 – Cosa le suggerisce l'espressione 'gestione del bilancio familiare'?



Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle risposte fornite dai partecipanti all'indagine alla domanda riportata in figura.

Risparmiare fa sentire «*sereno*», «*al sicuro*», «*contento*», mentre alla gestione del risparmio si associano le emozioni più varie. «*Tranquillità*», «*speranza*», «*serenità*», «*soddisfazione*», «*fiducia*» si affiancano, infatti, ad «*arrabbiature*», «*paura*», «*insoddisfazione*», «*rassegnazione*» (soprattutto tra i soggetti non assistiti da un consulente dedicato). Queste attitudini sono riferite a uno scenario di riferimento in evoluzione rispetto al passato e destabilizzante, poiché caratterizzato da incertezza, difficoltà e complessità (Fig. 4).

Fig. 4 – Cosa le suggerisce la parola 'risparmio'?



Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle risposte fornite dai partecipanti all'indagine alla domanda riportata in figura.

In generale, sebbene gli intervistati dichiarino di avere uno stile di vita soddisfacente, la sostenibilità del risparmio (talvolta definito esplicitamente in percentuale rispetto al reddito) è legata alla definizione di priorità nelle scelte di consumo e, quindi, a rinunce e compromessi («*la casa per le vacanze ce l'abbiamo... poi si limitano le uscite al ristorante e qualcosa alla fine si riesce a risparmiare*»; «*se vogliamo uscire a mangiare andiamo in pizzeria e non al ristorante*»).

La propensione al risparmio sembra essere maggiore tra gli intervistati con figli, i cui principali obiettivi sono far fronte sia a esigenze immediate («*le spese straordinarie per i figli sono all'ordine del giorno*») sia a necessità e bisogni del futuro più lontano. Qualcuno ricorre a forme di risparmio forzoso per arginare la tendenza a non controllare le spese («*sono 'spendacciona' e quindi ho aderito al fondo pensione aziendale. Quello è il mio risparmio: me lo tolgono dalla busta paga e nemmeno lo vedo*»).

I motivi per i quali si risparmia e si investe sono molteplici: sostenere i figli nella loro progettualità futura (studi, casa, matrimonio e così via); assicurarsi una buona qualità della vita all'avanzare degli anni e quando i figli avranno raggiunto l'autonomia economica; permettersi qualche progetto di consumo a breve termine (ad esempio, vacanze e viaggi, in particolare tra coloro che non hanno figli e i *single*); accantonare per finalità precauzionali (ossia per far fronte a emergenze e imprevisti).

Gli intervistati sono dunque in grado di individuare i propri macro-obiettivi di risparmio. Ciononostante, in generale, non emerge un'attitudine verso una pianificazione finanziaria sistematica (con qualche eccezione per i clienti di consulenti finanziari). È viceversa diffusa l'opinione che risparmio e investimento consentano di avere le risorse necessarie per fronteggiare le necessità e realizzare i progetti che si presenteranno di volta in volta.

L'approccio agli investimenti

L'approccio generale agli investimenti è di tipo cautelativo essendo la conservazione del capitale il principale obiettivo. La liquidabilità degli investimenti, inoltre, è un aspetto di fondamentale importanza. È diffusa la consapevolezza che un rendimento atteso elevato si associa a un rischio elevato e che il livello di rischio da assumere va commisurato anche all'orizzonte temporale di riferimento. Si conferma l'assenza di un'attività sistematica di pianificazione finanziaria.

In un primo momento, gli intervistati sono stati sollecitati a indicare quali concetti associano alla parola 'investimenti'. Tra questi ricorrono: le nozioni di «*medio-lungo termine*» e «*orizzonte temporale di lungo periodo*», che sottendono alla necessità di evitare comportamenti miopi nelle scelte finanziarie («*non bisogna guardare al breve*»); i concetti di «*incertezza*» e «*rischio*», quest'ultimo declinato nelle dimensioni della perdita del capitale investito e della volatilità del valore degli investimenti; il riferimento a informazioni, trasparenza e chiarezza²⁰. Oltre a queste associazioni, che riflettono il livello di cultura finanziaria e le attitudini personali dei partecipanti, sembra diffusa la consapevolezza che l'assunzione di rischio vada valutata anche in funzione del proprio orizzonte temporale oltre che degli obiettivi personali e della fase del ciclo vitale. Qualcuno tra gli intervistati dichiara tuttavia di essere disposto a rischiare di più con una piccola somma, rivelando un approccio coerente con la già richiamata 'contabilità mentale'.

Tra le emozioni associate agli investimenti emerge anzitutto la «*sfiducia*», sia verso gli intermediari (più diffusamente tra gli investitori non assistiti da consulente) sia verso la congiuntura economica. Si guarda con diffidenza anche alle prospettive di un investimento («*sugli investimenti perdi*») e all'involuzione delle condizioni prevalenti nel sistema finanziario (con riferimento, ad esempio, alla forte volatilità dei mercati azionari o alla bassa remunerazione dei depositi in conto corrente). Ulteriori associazioni negative sono «*preoccupazione*», «*rabbia*» e «*paura*», anche se non mancano i riferimenti a «*soddisfazione*» e «*fiducia*», quest'ultima pure nei confronti del personale della banca di cui si è clienti da decenni, se il rapporto viene considerato empatico e consolidato (Fig. 5).

²⁰ I clienti con consulenti finanziari dedicati parlano anche di «*obiettivo*», «*cedole*», «*tentazioni*», «*Piazza Affari*» e «*mercato*» (e fanno riferimento anche alla «*globalizzazione*» e ai «*paesi emergenti*»), mentre tra le forme di investimento citano, tra l'altro, opere d'arte, oro, diamanti e immobili (casa e terreni).

Fig. 5 – Cosa le suggerisce la parola 'investimenti'?



Fonte: elaborazione degli autori.

Nel prosieguo della conversazione è emerso che l'investimento viene considerato come uno strumento di *committent*, ancora una volta in linea con un approccio tipico della contabilità mentale: ad esempio, i risparmi investiti in quote di fondi comuni di investimento «(...) non averli sul conto psicologicamente ti dà l'idea che non siano spendibili, perché quello che è sul conto corrente uno magari tende un pochino a spenderlo ... là [ossia una volta acquistati i fondi comuni di investimento, NdR] devi comunque andare a disinvestirlo...»; «E poi non li vedi nell'home banking... e quindi sono parcheggiati»²¹.

La pronta liquidabilità dell'investimento è, tuttavia, apprezzata e ricercata, tanto che molti partecipanti preferiscono l'applicazione di commissioni al momento dell'acquisto di un prodotto e non in uscita perché questo alimenta la sensazione di poter disinvestire velocemente e senza penalizzazioni al bisogno («Pago le commissioni in entrata e non in uscita, (...) ma voglio poter uscire veloce»).

Gli investitori, sia quelli assistiti da un consulente dedicato sia coloro che non hanno una specifica figura di riferimento, inoltre, percepiscono l'investimento come una forma di salvaguardia del capitale accantonato («di certo non diventi ricco con gli investimenti... l'importante è salvaguardare il capitale»). Nella maggior parte dei casi, quindi, il vero obiettivo è conservare il capitale, talvolta anche con aspettative di sicurezza totale poco realistiche («si l'investimento l'ho fatto ma precisando che non voglio rischiare... se aumenta bene se no ...»). Si lamenta dunque il fatto che non esistano più opzioni di investimento con un rendimento minimo garantito e che, in generale, i rendimenti siano molto bassi e gravati dalla tassazione.

²¹ Diverse evidenze sperimentali mostrano che la propensione al consumo aumenta al crescere della percezione della liquidità dei fondi (ad esempio, è massima per il denaro depositato in un conto corrente).

Le aspettative di rendimento sono molto modeste: è ormai quasi un *nice to have*. Qualche intervistato tra i clienti di consulenti aspira comunque a un rendimento che lo compensi per il tempo in cui ha rinunciato a consumare i fondi accantonati. La maggioranza degli intervistati è consapevole, tuttavia, che attualmente per avere *performance* più elevate bisogna rischiare e chi persegue un rendimento più soddisfacente dichiara di correre un rischio calcolato su una piccola parte del portafoglio.

Prevale comunque un atteggiamento prudente²², alimentato (soprattutto tra i clienti di consulenti abilitati all'offerta fuori sede) da esperienze negative più o meno recenti e/o dalla consapevolezza che «*i tempi sono cambiati*» ed è necessario farsi guidare («*la spavalderia... ora non si può fare questo gioco e mi devo affidare, c'è troppa incertezza*»). Si rinuncia così al fascino del *trading online* («*ho un amico che fa trading di mestiere e mi ha fatto vedere... il grafico, la riga rossa... e in base a questo diagramma vedi che va avanti e indietro. Lui prenota... compra dei pacchetti e imposta l'altezza al quale venderli... è affascinante (...). 15 anni che lo fa e impara comunque...*») e delle scelte impulsive che, in passato, hanno consentito guadagni importanti («*ma i guadagni più importanti li ho fatti di impulso*»), anche se qualcuno si rammarica di aver ignorato il consiglio di qualche amico («*nel 2008 mi avevano proposto i Bitcoin... un ragazzo, navigava su internet... erano 100 euro ognuno e l'anno scorso erano a 5.000 euro (...) mi sembrava uno sproposito, non stavano né in cielo né in terra... ma avessi avuto fiducia sarei ricco*»). Tra i clienti di banche tradizionali non assistiti, si rimpiange la cosiddetta 'epoca delle dritte', quando grazie al passaparola si potevano realizzare guadagni considerevoli («*io avevo investito in una piccola azienda aeronautica ed era stato un colpaccio*»; «*devi essere pronto a cambiare in poco [tempo, NdR] (...) ma ci vuole una conoscenza profonda (...) e la soffiata giusta (...) si ma sull'azionario, (...) non sui titoli di Stato, (...) su quelli rischiosi... che rendono...*»). In queste affermazioni ricorre latente il concetto di fortuna, che qualcuno aveva già evocato in associazione alla parola 'investimenti'.

Un altro *driver* dell'attuale cautela sono, come ricordato prima, le esperienze negative. Può trattarsi delle perdite subite dopo lo scoppio della bolla speculativa agli inizi degli anni 2000 (cosiddetta bolla delle *'dot.com'*), quando si era soliti tenere un atteggiamento più aggressivo, oppure di perdite recenti, dovute ai consigli di un consulente nel quale si è ormai perso fiducia («*io sono passato da fiducia a sfiducia nel mio consulente perché, oltre la polizza vita che va bene, mi ha fatto fare cose avventate, il PIR, una legnata sui denti: sta perdendo l'8% netto (...). Il PAC: mi sono fatto invogliare e sta andando male anche quello*»); da qui la tentazione di tenere tutto in liquidità («*perdo meno a tenerli sul conto*»)²³.

Qualche intervistato (soprattutto tra gli investitori non assistiti) imputa precedenti comportamenti più aggressivi alla giovane età e alla fase del ciclo vitale («*negli anni 2000 mi sono fatto prendere dalla new economy... il trading, le azioni... è*

22 Gli intervistati dichiarano di possedere piani di accumulo, fondi comuni di investimento (spesso obbligazionari), polizze assicurative e, in alcuni casi, fondi pensione aziendali e piani pensionistici individuali.

23 La scelta di tenere liquidità sul conto invece di investire in alcuni casi può essere guidata anche dalla motivazione precauzionale («*Quando sul conto supero i 10 mila euro (...) l'eccedenza la investo; sotto ti possono servire ... ti si rompe il frigorifero...*»).

crollata la borsa... poi con l'esperienza negativa... da giovane senza la famiglia si rischiava di più»).

In sintesi, le scelte di investimento sono guidate da alcuni criteri guida, condivisi più frequentemente dai clienti di consulenti finanziari e in generale dai soggetti più informati, quali l'obiettivo di difesa del capitale e un orizzonte temporale medio-lungo (tra i cinque e i dieci anni): alcuni clienti assistiti, in particolare, sanno che per controbilanciare la volatilità dei mercati è necessario avere un respiro di lungo periodo. Solo una minoranza di investitori che riceve consulenza testimonia un approccio orientato alla pianificazione, anche se i fattori più frequentemente presi in considerazione nel processo sono soprattutto l'orizzonte temporale e la tipologia di prodotto associato, mentre gli obiettivi di fondo sono indicati solo genericamente (sostenere i figli, garantirsi una vecchiaia serena), essendo il risparmio il vero obiettivo in sé («Non ho un obiettivo... risparmio quel che posso quando posso... cosa farò non so... vedrò...»).

La domanda di consulenza: incentivi e deterrenti

Per gli investitori assistiti da un consulente dedicato, questi è un importante punto di riferimento in tutte le fasi del processo di investimento e durante eventuali turbolenze di mercato. Al consulente si riconosce, in particolare, una funzione educativa sia al momento della scelta sia in occasione del monitoraggio dell'investimento, quando fornisce un quadro dei mercati finanziari e spiega le nozioni necessarie per comprendere i prodotti e l'andamento del portafoglio.

Per il gruppo di investitori che ricevono assistenza da un professionista dedicato, un buon consulente deve ispirare fiducia, deve mostrare di non agire in conflitto di interessi («per me è importante che non propongano solo i loro prodotti [della loro banca, NdR]»), deve essere preparato e agire con professionalità («(...) sono arrivato prima all'appuntamento e mi ha fatto piacere che questo ragazzo, giovane (...) aveva davanti a sé un foglio per fare i calcoli e mi ha dato fiducia che stesse studiando. Ho visto professionalità (...) è venuto incontro alla mia esigenza... invece tante volte propongono quello che va bene a loro»). Di fatto, per questo gruppo di intervistati il consulente finanziario è un riferimento importante, anche se alcuni soggetti non rinunciano all'operatività in proprio.

Salvo alcune eccezioni legate – come ricordato prima – a esperienze negative, con il professionista si è instaurato un rapporto fiduciario, che in alcuni casi è diventato addirittura amicale («ci conosciamo da tanto, ormai siamo diventati amici, lo invitiamo anche a cena»), tanto che a lui ci si affida anche per questioni non strettamente finanziarie («mi si era rotta l'auto ed è stato lui a consigliarmi di cambiarla»).

Il rapporto talvolta beneficia, soprattutto nella fase di avvio, della reputazione della banca di appartenenza («*se è un colosso è difficile che fallisca, ci sono meno probabilità*»); talora si fonda soprattutto sul rapporto empatico con il professionista («*A parte la provenienza, per me è molto importante il rapporto con la persona, a pelle. Mi era capitata un'altra persona, tramite amici, a una cena, e non mi è piaciuto l'atteggiamento, le promesse*»), tanto da rendere problematica la ricerca di una nuova figura in grado di sostituire il consulente al momento del pensionamento («*sono disperata perché il mio consulente vorrebbe andare in pensione e non saprei a quel punto a chi affidarmi. Ha un figlio che lavora con lui, ma non ha la stoffa del padre. Non so come farò quando lascerà*»)²⁴.

Proprio per la natura fiduciaria della relazione, gli intervistati preferiscono rapporti stabili nel tempo (nel campione si va dai cinque ai 16 anni e oltre, se allo stesso consulente si affidava anche un genitore, ad esempio) e si subisce mal volentieri la rotazione del professionista di riferimento. Relazioni più brevi di due/tre anni sono dovute al fatto che i consulenti «*cambiano sempre*», per effetto di una gestione del personale da parte della banca deliberatamente tesa, secondo alcuni intervistati, a evitare che il consulente consolidi la relazione con i clienti e vi si dedichi in maniera esclusiva.

Nella maggior parte dei casi insieme al consulente si leggono anche i documenti informativi. Qualcuno comunque consulta anche i quotidiani finanziari (grazie a un *background* di studi che ha favorito il consolidarsi di questa abitudine), si confronta con un amico o fa ricerca in internet per vagliare, sia pure con qualche difficoltà, le caratteristiche e le *performance* storiche di un prodotto specifico consigliato dal professionista («*mesi fa mi dice di fare una pensione (...), dice che è ottima. Guardo su internet, tutti ne han detto male. Ho visto i risultati e mi è bastato. Ho letto anche di una discussione tra un consulente e uno del settore, ma non ho capito nulla. (...) ma è difficile informarsi su internet*»). L'informazione acquisita attraverso canali alternativi al consulente può spingere a non seguire il consiglio ricevuto (la pensione integrativa «*comunque non l'ho fatta. Le recensioni mi hanno spaventato*»). Qualcuno non segue mai il consiglio se non viene rassicurato dai rendimenti passati («*non acquisto mai (...) qualcosa di nuovo, voglio che ci sia una storicità*»).

Nel corso della relazione, si viene contattati dal consulente per proposte di investimento oppure per il monitoraggio periodico (e comunque il consulente è sempre disponibile a essere contattato per qualsiasi esigenza). Soprattutto i profili con patrimoni verosimilmente più elevati incontrano periodicamente il professionista una o due volte l'anno. Si apprezza, in quanto segnale di preparazione e professionalità, la precisione del professionista²⁵, l'attitudine a discutere anche di congiuntura finanziaria ed economia globale, la capacità di tranquillizzare se nel breve periodo

24 Tali evidenze sembrano coerenti con i dati dell'Osservatorio CONSOB, secondo i quali la scelta del consulente è spesso basata sulle indicazioni dell'istituto di credito di riferimento, oltre che sulla valutazione delle sue competenze e sulla affidabilità percepita (CONSOB, anni vari).

25 Ad esempio, si apprezza il fatto che nel corso degli incontri periodici il consulente esponga l'andamento dell'investimento avvalendosi di grafici e riportando le *performance* sia dal momento dell'ingresso nell'investimento sia dal momento della precedente rendicontazione (al quale qualche cliente confessa di essere propenso a prestare più attenzione).

l'investimento è stato poco proficuo, la disponibilità a spiegare i principi base delle scelte finanziarie («A me ha spiegato che un portafoglio diversificato va tenuto per anni, salvo casi particolari»).

Il livello di soddisfazione nei confronti del consulente non è omogeneo. Alcuni hanno l'impressione che il professionista sia alle volte un po' affrettato («secondo me il mio è un po' superficiale, la fa troppo facile: 'facciamo, disfiamo'. Io gli dico: 'ma i soldi sono i miei mica i tuoi!'»), altri che sia troppo prudente («io mi lamentavo perché volevo guadagnare un po' di più – penso che lo diciamo tutti negli incontri con il consulente – lui è molto prudente, forse troppo»); altri ancora lamentano la mancanza di tempismo nell'arginare le perdite («secondo me mi gestisce bene ma in alcune cose... Magari a volte non si sta guadagnando o perdendo e aspettano a fare lo switch... invece mi piacerebbe che venga cambiato subito»).

È positivo, invece, il giudizio sull'evoluzione del modello di *business* della consulenza sperimentata negli ultimi anni. I consulenti vengono definiti più vicini alle esigenze e alle aspettative del cliente («almeno gli ultimi due [consulenti, NdR] che ho avuto negli ultimi 10 anni ascoltano»), per effetto sia di nuove regole sia della maggiore propensione dei professionisti a curare di più gli interessi dei propri clienti. La figura del consulente, inoltre, è divenuta sempre più necessaria a fronte delle mutate abitudini di investimento degli italiani («Fino a 15-20 anni fa erano poche le persone che investivano denaro»; «C'erano i BOT al 14%»; «Negli ultimi anni la gente prova ad investire»), della perdita di centralità del ruolo della banca, che si percepisce sempre meno orientata alla cura e alla fidelizzazione del cliente («una volta c'era solo la banca, ora in banca discuti e ti dicono 'Se non le sta bene, cambi!' Non c'è più il direttore ad accoglierti») e della crescente incertezza («ora di sicurezze non c'è nulla, il mondo è diverso»).

Tra gli investitori non assistiti da un consulente finanziario dedicato, sono diffusi un sentimento di sfiducia nei confronti degli intermediari bancari e la propensione a decidere in autonomia oppure a rivolgersi in modo informale a figure che si reputano esperte in ambito finanziario.

Alla parola 'consulenza' gli investitori non assistiti da un consulente associano nozioni come «consiglio», «preparazione», «trasparenza», «professionalità», «fiducia» (per qualcuno a patto che sia prestata da un professionista della banca), «garanzia», «appuntamento» (inteso come possibilità di vedersi riconosciuto un tempo dedicato a sé), ma anche «conflitto di interessi» e «incompetenza». Il consulente deve essere una figura discreta, preparata, onesta, 'padre di famiglia', che sappia consigliare senza essere invadente o cercare di forzare soluzioni non condivise dal cliente. In particolare, al consulente si chiede di comprendere il profilo dell'investitore e di agire nel suo migliore interesse, anche se emerge un certo scetticismo circa la possibilità

che ciò si verifichi (il consulente dovrebbe consigliare «l'azione migliore per lui [per il cliente, NdR] e non vendere il prodotto che in quel momento è spinto dalla banca»; «Cosi lo licenziano subito»; «No, c'è un punto di equilibrio [tra gli interessi del cliente e quelli della banca, NdR]»).

Questo gruppo di investitori indica come riferimenti la banca e i suoi funzionari, dei quali però lamenta la continua rotazione soprattutto negli istituti di maggiori dimensioni («Mio padre si è rivolto sempre alla stessa persona per 30 anni, adesso non è più così»; «C'è tanta rotazione e non sai a chi rivolgerti; non è facile individuare la persona che ti possa seguire per tot anni»), il carattere sempre più impersonale della relazione a fronte della crescente digitalizzazione dei servizi, la chiusura delle filiali²⁶.

In generale, gli intervistati percepiscono un peggioramento nel modello di business delle banche, per effetto del forte turnover del personale, giudicato sempre più impreparato e sempre meno attento ai clienti. A questo peggioramento si imputano errori nel percorso di investimento («non trovi mai il consulente che ti dice 'aspetta a vendere', aspetta periodi migliori») o la maggiore attitudine degli individui a orientarsi verso forme di impiego del risparmio molto rischiose come Bitcoin e investimenti in valuta («è per l'incompetenza della banca se siamo nel mondo delle criptovalute o degli investimenti nelle valute, vedo i miei colleghi che giocano con le valute come fosse burraco»).

Dalle riflessioni dei soggetti coinvolti in questo focus group, emerge una certa sfiducia di fondo negli intermediari che alimenta la propensione all'*informal advice* («Consulenza francamente no, mi fido più del mio commercialista che naviga in Borsa»; «Mi faccio consigliare da un amico che so che vale e poi vado in banca oppure faccio l'operazione dall'home banking»), anche se tra i clienti di piccole banche (in particolare donne) una minoranza ha comunque un rapporto continuativo e di fiducia con la filiale e il suo personale, tanto che le decisioni di investimento talvolta vengono prese anche sulla base dei consigli 'informali' del personale di turno («la sportellista mi aveva detto che anche lei aveva fatto lo switch»), «un po' a pelle, un po' a fiducia».

La banca è tra le principali fonti di informazione, assieme alla stampa specializzata; talvolta si fa riferimento anche ai parenti e a figure considerate esperte in ambito finanziario (ad esempio, il commercialista; «mi capita quando gli porto la contabilità»). I documenti informativi dei prodotti finanziari vengono letti solo da chi ha il background professionale adatto e nutre interesse verso il tema («io leggo perché mi piace capire meglio non perché non ho fiducia»).

La Tavola successiva sintetizza gli orientamenti emersi nei due focus groups, evidenziando le opinioni comuni e quelle specifiche di ciascun gruppo (Tav. 4; si rimanda alla Tav. A1 in Appendice per gli stralci di conversazione più significativi).

²⁶ Nella maggior parte dei casi, gli intervistati hanno acquistato prodotti indicati da addetti della banca ai quali hanno preventivamente comunicato la propria disponibilità a rischiare e a vincolare i propri risparmi.

Tav. 4 – La consulenza finanziaria nella percezione dei partecipanti ai due *focus groups*

| | clienti assistiti da un consulente dedicato | clienti non assistiti da un consulente dedicato |
|---------------------------------|--|---|
| il ruolo del consulente | un buon consulente deve ispirare fiducia, deve essere preparato e deve mostrare di non agire in conflitto di interessi | |
| | molti dei partecipanti hanno instaurato con il professionista un rapporto fiduciario, che in alcuni casi è diventato addirittura amicale | presso i partecipanti è diffuso un sentimento di sfiducia |
| la scelta del consulente | il rapporto beneficia, soprattutto nella fase di avvio, della reputazione della banca di appartenenza; talvolta si fonda soprattutto sul rapporto empatico con il professionista | la sfiducia di fondo alimenta la propensione all' <i>informal advice</i> |
| | proprio per la natura fiduciaria della relazione, gli intervistati preferiscono rapporti stabili nel tempo | in pochi hanno un rapporto continuativo e di fiducia con la filiale della banca di riferimento e il suo personale |
| | si subisce mal volentieri la rotazione del professionista di riferimento | |
| l'interazione con il consulente | il consulente contatta i clienti per proporre investimenti oppure per il monitoraggio periodico del portafoglio (ed è sempre disponibile a essere contattato per qualsiasi esigenza) | le decisioni di investimento talvolta vengono prese anche sulla base dei consigli 'informali' del personale/dello sportellista di turno |
| | soprattutto i profili <i>upper-mass</i> incontrano periodicamente il professionista una o due volte l'anno. | talvolta si fa riferimento anche ai parenti e al commercialista |
| | si apprezzano le spiegazioni in merito ai principi base delle scelte finanziarie, all'andamento dell'investimento e alla congiuntura economico-finanziaria | i documenti informativi dei prodotti finanziari vengono letti solo da chi ha il background professionale adatto e nutre interesse verso il tema |
| l'evoluzione del servizio | il livello di soddisfazione nei confronti del consulente non è omogeneo, ma ... | in generale, si percepisce un peggioramento nel modello di <i>business</i> delle banche, per effetto del forte <i>turnover</i> del personale, sempre più impreparato e sempre meno attento ai clienti |
| | ... la percezione dell'evoluzione del modello di <i>business</i> della consulenza sperimentata negli ultimi anni è nel complesso positiva e la figura del consulente è percepita come sempre più necessaria in un contesto di incertezza come quello attuale | la relazione con gli addetti della banca appare sempre più impersonale a fronte della crescente digitalizzazione dei servizi e della chiusura delle filiali |

La conoscenza e la percezione del robo advice

Gli investitori, pur non conoscendo la consulenza automatizzata, ne colgono le caratteristiche principali grazie alla familiarità con altre tipologie di servizi automatizzati.

Le aspettative che si ripongono nell'automazione riflettono, nel complesso, la convinzione che l'innovazione tecnologica possa tradursi in una consulenza migliore. Restano sullo sfondo associazioni negative legate all'idea della sostituzione dell'uomo da parte della macchina, alla paura di dover fare tutto da sé, nonché ai timori connessi alla sicurezza informatica e al trattamento dei dati sensibili.

I partecipanti ai *focus groups* sono stati sollecitati a riflettere sulla consulenza automatizzata in tre fasi distinte, nel corso delle quali si è proceduto ad ampliare l'insieme di informazioni sulle caratteristiche del servizio. La prima fase si è sviluppata sulla base delle prefigurazioni spontanee stimolate da una definizione di massima del servizio (Fase 1); la seconda ha preso le mosse dalla descrizione puntuale degli elementi caratterizzanti del *robo advice* (Fase 2); la terza è stata stimolata dalla presentazione di un esempio di raccomandazione (relativa a un portafoglio modello) resa da un *robo advisor* (Fase 3).

Nella fase delle prefigurazioni spontanee (Fase 1) è emerso che nessuno degli intervistati conosce la consulenza automatizzata. L'espressione *robo advice* genera alcune associazioni libere con concetti quali: «*intelligenza artificiale*», «*big data*», «*algoritmo*», «*programma*», «*macchina*», «*app*» (in generale, e con le *app* di alcuni operatori di telefonia, in particolare), «*ingegneria*», «*home-banking*», «*chat virtuale*», «*avatar*», «*robot*», «*consulente virtuale*» con il quale si può interagire senza limiti di tempo o vincoli logistici («*diventa un consulente in tasca*»).

Partendo dall'esperienza con i modelli automatizzati di *customer care* (diffusi soprattutto nei servizi di telefonia e nell'ambito dell'*home banking*) e facendo leva anche sull'immaginario relativo all'evoluzione tecnologica in atto, gli intervistati mettono a fuoco alcune prefigurazioni del *robo advice* che si rivelano relativamente accurate in quanto colgono il nucleo del fenomeno («*quello che andrei a dire a un consulente in banca, lui [il robo advisor, NdR] lo fa tramite una serie di domande ed estrapola il prodotto migliore*»). Alcuni partecipanti ne immaginano la funzionalità concentrata soprattutto nella fase di monitoraggio ed eventuale ribilanciamento del portafoglio di investimenti; molti ne colgono le potenzialità in termini di accesso e utilizzo di dati personali, relativi anche alle scelte di investimento pregresse, forniti dall'utente e/o provenienti da fonti alternative.

Le prefigurazioni spontanee lasciano emergere una certa ambivalenza rispetto alla prospettiva di una consulenza completamente automatizzata, basata su una piattaforma o un programma che elabora consigli di investimento e monitora l'andamento del portafoglio. Da un lato, vi sono soggetti aperti all'innovazione che concepiscono la consulenza automatizzata come una modalità operativa da sperimentare (anche se per qualcuno una condizione imprescindibile è che sia prevista l'interazione con un consulente umano).

In particolare, questi individui si mostrano disponibili a sperimentare con un investimento limitato e in affiancamento al servizio tradizionale, anche in una logica di diversificazione dei *providers*. Questa attitudine è trasversale rispetto ai due *focus groups*, in quanto si associa a una minoranza di profili più 'appassionati' e curiosi rispetto ai temi finanziari che, pur non avendo necessariamente una cultura finanziaria elevata, si informano anche presso l'esperto al quale si affidano e, in passato, hanno investito in autonomia.

Dall'altro, c'è chi esprime perplessità, sentimenti ansiogeni, distacco. Per costoro, l'espressione *robo advice* rimanda, semanticamente, a un concetto molto futuristico, che evoca l'idea negativa della sostituzione e della prevaricazione della macchina sull'uomo.

Gli intervistati sono consapevoli del ruolo dell'uomo nella costruzione e nel funzionamento dell'algoritmo alla base del *robo advice*. Tuttavia, la consulenza automatizzata viene considerata un ulteriore tassello della progressiva riduzione del personale fisico nel sistema bancario nonché un indicatore dell'evoluzione delle nuove competenze richieste ai consulenti e ai gestori (sempre più quantitative, a discapito di quelle economiche). Alcuni investitori assistiti da un professionista, pur non avversando l'automazione, vedono nel *robo advice* un arretramento rispetto al processo di personalizzazione dei servizi che le banche avrebbero intrapreso negli ultimi anni con la ristrutturazione delle filiali ed evidenziano l'impossibilità di cogliere – in assenza di una relazione fisica – quella *soft information*, ovvero quegli aspetti meno tangibili di natura più qualitativa, che sono alla base della fiducia («*questo sarebbe tornare indietro, avere quella barriera, la percezione di capire la persona che dà il prodotto la perdì*»).

La Tavola che segue (Tav. 5) riepiloga e confronta le posizioni espresse nell'ambito della prefigurazione, rispettivamente, dai clienti assistiti da un consulente dedicato e dai clienti non assistiti da uno specifico consulente (si rimanda alla Tav. A2 in Appendice per gli stralci di conversazione più significativi).

Tav. 5 – La consulenza automatizzata nella prefigurazione spontanea dei partecipanti ai *focus groups*

| | clienti assistiti da un consulente dedicato | clienti non assistiti da un consulente dedicato |
|----------------------|---|---|
| cos'è, come funziona | alcune prefigurazioni si rivelano relativamente accurate in quanto colgono il nucleo del fenomeno: la funzionalità del <i>robo advice</i> soprattutto nella fase di alert, monitoraggio ed eventuale ribilanciamento del portafoglio di investimenti; l'accesso da parte del <i>robo advisor</i> ai dati personali, relativi anche alle scelte di investimento pregresse dell'investitore, forniti dall'utente e/o provenienti da fonti diverse (<i>big data</i>) | |
| opportunità | i soggetti più aperti all'innovazione considerano il <i>robo advice</i> ibrido come una modalità operativa da sperimentare, inizialmente con un investimento limitato e in affiancamento al servizio non digitalizzato, anche in una logica di diversificazione dei <i>providers</i> | |
| | alcuni preferirebbero che il servizio fosse offerto dalla propria banca, altri da un soggetto diverso | |
| | l'algoritmo viene percepito come affidabile e oggettivo | |
| | si percepisce l'utilità del <i>robo advice</i> come strumento a disposizione del consulente | |
| perplexità | il <i>robo advice</i> è percepito come un fenomeno coerente con la progressiva riduzione del personale presso le filiali e con l'evoluzione delle competenze richieste ai consulenti e ai gestori | |
| | si temono sia malfunzionamenti e manipolazioni del programma sia gli errori che gli utenti possono compiere quando operano tramite piattaforme senza il supporto umano | |
| | il <i>robo advice</i> comporta un arretramento rispetto alla personalizzazione del servizio non digitalizzato e all'interazione su cui si fonda l'affidamento | |

In un secondo momento (Fase 2), a entrambi i gruppi è stata somministrata una definizione di *robo advice* basata, tra gli altri, sui seguenti elementi costitutivi: l'accesso al servizio tramite una piattaforma *online*; la possibilità di ricevere il servizio con investimenti e costi più contenuti rispetto a quelli del canale tradizionale; l'elaborazione del consiglio di investimento, da parte di un algoritmo, sulla base delle informazioni fornite dal cliente; i portafogli modello che includono prevalentemente prodotti a gestione passiva come gli Etf; la possibilità che il servizio sia totalmente automatizzato (*robo advice* puro) oppure preveda l'assistenza da parte di un consulente umano secondo modalità variabili quanto a canali (telefono o *email*), frequenza, fasi di investimento (*robo advice* ibrido; si veda l'Appendice per la definizione integrale fornita ai partecipanti)²⁷.

L'attitudine verso il *robo advice* così delineato mostra una certa variabilità tra i due gruppi di intervistati, anche in funzione del livello di competenze finanziarie. Possono orientare in senso positivo le caratteristiche del servizio che rievocano il modello conosciuto e che motivano la scelta di affidarsi a un professionista, ossia la reputazione del *provider* e la possibilità di avvalersi del supporto di un referente fisico in una o più fasi del processo di investimento.

²⁷ Ai fini del presente lavoro, in linea con la definizione delle ESAs (2015 e 2016), si ritiene che il requisito dell'automazione ricorra se lo strumento automatico è utilizzato direttamente dal cliente senza intervento umano da parte dell'intermediario (o con un intervento molto limitato) e se le informazioni fornite dal cliente sono elaborate da un algoritmo per il rilascio di una raccomandazione di investimento (Lener, Linciano e Soccorso, a cura di, 2019).

Con riferimento al primo aspetto, in particolare, la maggior parte degli intervistati si avvicinerebbe al *robo advice* se fosse offerto dall'istituto bancario di riferimento o comunque da un gruppo bancario/un operatore del settore finanziario che possa offrire garanzia di competenza e professionalità.

Nell'ambito del gruppo degli investitori non assistiti, alcuni partecipanti nutrono dubbi sulla solidità di una *start-up* («per una start up è molto ambizioso, deve avere le spalle larghe»), alla quale si preferisce un soggetto con una reputazione consolidata nel sistema finanziario («un nome importante (...) sempre banche grandi»). È interessante la percezione dei cosiddetti GAFa (Google, Apple, Facebook e Amazon): alcuni intervistati giudicano tali operatori in grado di aprire nuove frontiere per i servizi finanziari, mentre altri (soprattutto tra coloro che hanno maggiori competenze ed esperienze di investimento) dichiarano che non potrebbero mai fidarsi di «colossi del genere».

Per quanto riguarda il secondo aspetto, la disponibilità a sperimentare il *robo advice* viene subordinata alla possibilità di interagire con un referente fisico almeno nella fase iniziale della decisione di investimento e almeno con la stessa frequenza (o comunque al bisogno) con cui si incontra il proprio attuale referente (sia questi il consulente o altro personale di banca). La maggior parte degli intervistati teme infatti che in assenza di un referente fisico, con il quale attualmente tende a instaurare un rapporto empatico, sarebbe costretta a decidere da sola, pur non avendo le necessarie capacità decisionali.

Tale interazione è giudicata essenziale dai clienti di consulenti finanziari dedicati, più propensi ad affidarsi, e dai soggetti con competenze più contenute, che mostrano una forte affezione per la figura del consulente e per la relazione umana. Per questi soggetti sono rilevanti il supporto di un esperto, la possibilità di confrontarsi e di essere rassicurati nelle fasi negative del mercato, anche a fronte del timore o della convinzione ricorrenti di non avere cultura finanziaria e competenze digitali sufficienti per gestire le proprie decisioni di investimento in completa autonomia, senza il supporto di un professionista fisico (di cui si paventa la progressiva sostituzione «*si, questo è l'inizio della fine del consulente finanziario... come l'home banking ha tolto i cassieri*»). Gli investitori soddisfatti del rapporto con il proprio consulente, inoltre, sono poco disposti a rinunciare agli stimoli 'educativi' della relazione con il professionista, che si ritiene non possano essere forniti da un *robo advisor* («anche capire, farsi spiegare è una parte bella del rapporto con il consulente»).

Il *robo advice*, dunque, viene analizzato in prima battuta con riferimento all'impatto sulla relazione (non più tra soggetti fisici ma cliente-macchina) e solo in un secondo momento per le sue caratteristiche in termini di accessibilità e costi. Non sorprende, quindi, che tutti gli intervistati (inclusi i profili più evoluti e/o disillusi) prendano in considerazione solo il modello ibrido, ignorando completamente il modello puro, percepito come una discontinuità troppo forte dall'attuale modello relazionale.

Nell'ambito del modello ibrido si è disposti a interagire con il consulente anche da remoto, via *email* o per telefono. In linea con le preferenze per una relazione stabile da parte degli intervistati (che giudicano negativamente la rotazione dei propri referenti, come detto al sotto-paragrafo precedente), preoccupa tuttavia il fatto che il ricorso a una piattaforma digitale possa comportare l'assenza di una singola figura di riferimento (prefigurandosi al contrario un'interazione con professionisti diversi che si alternano nello stile dei *call centers*), con possibili ripercussioni negative sulla qualità del consiglio ricevuto («*non c'è un consulente che ti conosce*»). Non mancano tuttavia opinioni di segno opposto, soprattutto da parte degli investitori più sofisticati («*Si, però chi mi conosce meglio di me stesso che sto inserendo i dati?*»).

Alcuni intervistati, tuttavia, colgono aspetti positivi nell'automazione, poiché l'algoritmo del *robo advice*, in contrapposizione a un referente fisico (consulente o funzionario di banca che sia), elaborerebbe raccomandazioni basate su criteri oggettivi e razionali e garantirebbe continuità e coerenza nella fase del monitoraggio dell'investimento.

Nel complesso, quindi, dopo aver preso visione della definizione di *robo advice* gli intervistati esprimono opinioni ambivalenti, che lasciano emergere sia timori in grado di disincentivare sia elementi in grado di alimentare l'interesse nella consulenza automatizzata.

La terza fase (Fase 3), come già ricordato, è consistita nella presentazione di un esempio di raccomandazione di investimento avente ad oggetto un portafoglio modello che un ipotetico *robo advisor* potrebbe consigliare a un ipotetico investitore con patrimonio inferiore a 50 mila euro (Fig. 6)²⁸. Pur rimanendo nel complesso ambivalenti, le riflessioni dei partecipanti più aperti alle potenzialità dell'automazione hanno cominciato a concentrarsi su caratteristiche come accessibilità e *user experience* del servizio.

Per alcuni si conferma, in particolare, il timore di dover decidere senza alcun supporto, poiché l'esempio di proposta del portafoglio modello appare troppo complessa («*Presuppone che se io vado su questa roba... advice... mi propongono questo pacchetto, ma io devo capire di cosa parlano. Uno non esperto se vede una cosa del genere che cosa fa?!*»; «*L'automazione riflettendoci mi dà un po' d'ansia. Ho paura che sbagliando faccio modifiche che non volevo!*»).

Gli intervistati che avevano mostrato, invece, apprezzamento per la potenziale oggettività del consiglio elaborato da un algoritmo e la continuità nel monitoraggio da parte del *robo advisor*, esprimono giudizi positivi sulla comodità del servizio e si dichiarano disposti a vagliarne le caratteristiche con l'investimento di una piccola somma.

28 Ai partecipanti viene chiarito che l'*asset allocation* sottoposta alla loro attenzione costituisce uno dei possibili portafogli (di solito tra i quattro e i dieci) suggeriti da un *robo advisor* e che l'assortimento di prodotti e i pesi proposti per ciascun prodotto varia di portafoglio in portafoglio in funzione della segmentazione della potenziale clientela sulla base di diversi profili di rischio.

Fig. 6 – Esempio di portafoglio modello visionato dai partecipanti ai *focus groups*

Un esempio di portafoglio modello elaborato da una piattaforma di *robo advice*/consulenza automatizzata



Portafoglio 4 - patrimonio investibile inferiore ai 50.0000 €

| <u>Asset class</u> (composizione del portafoglio) | | Esposizione geografica | |
|--|-----|----------------------------|-----|
| liquidità | 3% | Eurozona | 54% |
| liquidità e obbligazioni governative a breve termine | 20% | USA | 20% |
| obbligazioni governative paesi sviluppati | – | Giappone | 3% |
| obbligazioni societarie <i>investment grade</i> | 7% | Regno Unito | 2% |
| obbligazioni societarie HY e governative paesi emergenti | 14% | Mercati emergenti | 12% |
| azionario paesi sviluppati | 39% | Altri mercati sviluppati * | 5% |
| azionario paesi emergenti | 5% | Materie prime - | - |
| materie prime e immobiliare | - | | |

* Australia, Canada Nuova Zelanda, Norvegia, Svezia, Svizzera

In particolare, alcuni intervistati ribadiscono il carattere «oggettivo» e «affidabile» del consiglio, in quanto frutto di un algoritmo che giudicano, oltretutto, in grado di garantire un monitoraggio del portafoglio nel continuo («*Mi piace! I costi sono bassi, la meccanizzazione mi dà fiducia, ho più tempo per ragionarci sopra, sono più seguito perché il consulente non è detto che mi controlli e mi proponga il ribilanciamento. Qui il programma mi consiglia il ribilanciamento. C'è un valore aggiunto per un costo inferiore. Non devo neanche prendere il permesso a lavoro per andare dal consulente*»); «*Per il consulente sono solo un numero; il consulente non può perdere tempo con me*»; «*Mi piace! Consente di diversificare. Partirei a piccoli step, per prendere familiarità. Quando mi sento ferrato posso decidere di farla diventare la mia unica piattaforma [il mio unico canale per investire, NdR]*»; «*lo farei una prova: di certo non ci metto 50 mila euro, ma proverei con tre o quattro mila*»).

Emergono dunque considerazioni positive in merito alla possibilità di accedere al servizio anche con un patrimonio contenuto («*un altro aspetto positivo è che posso partire con un capitale basso*»), tanto che qualcuno richiama il concetto di «*democraticità*» del servizio. Anche per questo motivo, il portafoglio modello è considerato come una proposta interessante sia per gli investitori più sofisticati («*qualcuno con la cultura in grado di capire che non ha tempo di scegliere i singoli titoli*») sia per chi è più giovane e alle prime esperienze di investimento («*vuoi entrare nel mondo degli investimenti, hai meno di 50 mila euro, vai in banca, ma non ti fidi; ti affidi a un'elaborazione [il portafoglio modello, NdR] e ti fai guidare*»). Un solo partecipante rileva la 'standardizzazione' della raccomandazione dandone una connotazione negativa («*Sono tipo dieci portafogli e stop*»).

Inoltre, soprattutto i clienti bancari e alcuni investitori assistiti apprezzano la possibilità di poter fruire del servizio senza quei vincoli di tempo che invece caratterizzano gli incontri in presenza (ad esempio, presso la filiale), nonché di poter riflettere e approfondire, magari con l'ausilio di un simulatore, prima di decidere se seguire o meno il consiglio ricevuto, al riparo dalle pressioni del consulente o dell'addetto della filiale (*«in banca hai mezz'ora e devi decidere se sottoscrivere o no quando sei lì. Qui invece in casa posso mettermi domenica pomeriggio e vedere, valutare, magari non fare nulla, tornarci il giorno dopo»*).

L'ampiezza dell'offerta, infine, viene considerata un elemento di attenzione da parte di alcuni partecipanti, soprattutto quelli non assistiti da consulente o delusi da esperienze precedenti, che apprezzano l'idea di poter accedere eventualmente a prodotti emessi da soggetti diversi dalla banca di riferimento e, in particolare, agli Etf, delle cui caratteristiche di massima apprendono nel corso dell'intervista.

Superate le resistenze iniziali, dunque, le aspettative nei confronti della consulenza automatizzata riflettono la convinzione che l'innovazione tecnologica possa tradursi in una consulenza migliore (*«se è un passo in avanti deve darmi un consiglio migliore di quello del consulente fisico»*).

Preoccupa, tuttavia, il rischio di manipolazione dell'algoritmo o di *cibersecurity*, che per alcuni intervistati potrebbe scoraggiare il ricorso a un *robo advisor*. Il rischio di manipolazione dell'algoritmo (*«mio fratello è laureato in sicurezza informatica... dice stai attento... bastano poche stringhe per cambiare la finalità di un programma»*) e il timore dell'uso improprio di dati sensibili, infatti alimentano la reticenza dei soggetti meno attratti dal *robo advice* a fornire dati personali a una ipotetica piattaforma digitale. Queste riflessioni si associano alla scarsa consapevolezza della relazione che lega la qualità del consiglio ricevuto alla qualità delle informazioni fornite al consulente (sia questi umano o *robo*) in merito alle proprie caratteristiche e ai propri obiettivi (relazione di cui viceversa i profili più interessati hanno contezza; Riquadro 1).

Ad eccezione di qualche partecipante, infine, la maggior parte dei soggetti non è in grado né di cogliere i possibili parametri di calcolo delle commissioni di un *robo advisor* né di apprezzare il fatto che l'automazione e l'uso di prodotti a gestione passiva possano tradursi in un costo inferiore a quello della consulenza prestata tramite canali non digitali (Riquadro 2).

Le riflessioni degli intervistati raccolte durante le tre fasi relative alla consulenza automatizzata possono essere sistematizzate e ricondotte a tre livelli di valutazione, che toccano rispettivamente la sfera dell'attitudine verso il fenomeno valutato in astratto, la sfera emotiva e la sfera razionale/funzionale.

Il livello attitudinale è positivo nella maggioranza dei casi: gli intervistati esprimono curiosità e apertura (il che non significa reale interesse) e mostrano disponibilità a valutare anche l'innovazione nei modelli di consulenza.

Riquadro 1

Informazioni sulla situazione personale, profilatura e consulenza

Le rilevazioni dell'Osservatorio CONSOB mostrano che gli investitori italiani non sono sempre consapevoli della relazione che intercorre tra le informazioni sulla propria situazione finanziaria fornite al consulente e la qualità della raccomandazione rilasciata dal consulente stesso nell'ambito della valutazione di adeguatezza (CONSOB, anni vari). I partecipanti ai *focus groups* mostrano un atteggiamento in linea con queste evidenze, sia pure con importanti distinzioni legate a stili di investimento, attitudini e cultura finanziaria.

In particolare, i partecipanti assistiti da un consulente finanziario sono consapevoli – nella maggior parte dei casi – dell'importanza e dell'utilità dello scambio informativo con il consulente: oltre alla rilevazione della propria tolleranza al rischio, infatti, si ritiene che una comunicazione approfondita delle proprie caratteristiche al consulente consenta a quest'ultimo di prestare un servizio personalizzato rispetto ai propri bisogni e quindi di maggiore qualità («(...) questa cosa è importante, la conoscenza. Non solo a livello di soldi ma abitudini, interessi, obiettivi, ti devi fidare»). Qualcuno, tuttavia, ritiene di poter indicare al consulente lo strumento che intende acquistare senza dare informazioni sul proprio profilo («io gli dico quello che voglio fare»).

La maggior parte degli intervistati meno sofisticati e/o non assistiti da consulente appare, invece, refrattaria alla comunicazione di informazioni ulteriori rispetto all'importo da investire e all'orizzonte temporale di riferimento («ma non vedo quali altre informazioni dovrei dare, oltre alla cifra e per quanto tempo voglio investire»).

Questa eterogeneità di vedute si ripropone anche nell'ambito della valutazione del *robo advice*. Gli intervistati abituati ad affidarsi a un consulente e/o con maggiori conoscenze e interesse nelle materie finanziarie danno per assodato che, anche nell'ambito della consulenza automatizzata, la profilatura del cliente si fonda su dati affidabili sulle condizioni individuali forniti dal cliente. In particolare, anche i partecipanti che, pur non avendo un consulente dedicato, si connotano per un profilo più sofisticato intuiscono sia la tipologia di dati da fornire («anagrafica prima, patrimonio, casa, affitto, redditi (...), famiglia (...) entrate, uscite», «propensione al rischio») sia la relazione tra qualità dei dati forniti e qualità del consiglio ricevuto («ma dipende dalla bontà dei dati che fornisci»). Qualcuno immagina che la piattaforma sia in grado di raccogliere e aggregare dati non finanziari da molteplici fonti, come i *social network*, per valorizzarli nella logica dell'analisi dei *big data* e che, in ogni caso, al *robo advice* sia necessario mettere a disposizione un set informativo più ampio di quello richiesto da un consulente umano. I profili meno evoluti esprimono, invece, perplessità e disagio rispetto all'ampiezza del set informativo, all'uso di *big data* e alla trasmissione di dati sensibili a soggetti diversi dalla propria banca.

Riquadro 2

La percezione dei costi della consulenza

In linea con le evidenze dell'Osservatorio CONSOB, la quasi totalità degli investitori che ricevono consulenza non è consapevole del fatto che il servizio ha un costo e, nella maggior parte dei casi, non sarebbe disposto a pagarlo. Tra coloro che, invece, sono consapevoli di pagare per il servizio ricevuto, la maggior parte non conosce l'entità del costo sostenuto né le modalità di retribuzione del consulente. Qualcuno ritiene che il cliente paghi solo se le *performance* dell'investimento consigliato sono positive, altri ritengono che il consulente guadagni su tutte le operazioni che fa eseguire per conto del cliente e, comunque, in ogni caso. La modalità più auspicata è una remunerazione commisurata ai rendimenti del cliente, perché in grado di allineare gli interessi del professionista con quelli dell'investitore («*sul guadagno sarebbe ottimo perché hai la certezza che sta lavorando per te*»; «*e sarebbe un incentivo*»; «*sarebbe giusto che anche loro perdessero qualcosa se io perdo*»), sebbene qualcuno auspichi un correttivo che tenga conto del fatto che il consulente non può essere ritenuto interamente responsabile in ogni caso delle *performance* di portafoglio («*ma se il mercato va male non è colpa sua*»; «*potrebbe essere un fisso dato dalla banca*»). Rimane comunque una certa reticenza a discutere del tema (verosimilmente perché il costo del servizio è percepito come una perdita secca), tanto che qualcuno non avverte l'esigenza di ricevere un'informazione chiara («*non lo voglio vedere, non mi piace, non è un libero professionista*»); in altri casi si è disponibili a pagare e a ricevere un'informazione dettagliata solo a certe condizioni («*ma a me non dà fastidio se fanno più degli altri – se le performance sono migliori di quelle degli altri (NdR)*»). Tra gli investitori che scelgono in autonomia, la percezione dei costi associati alla sottoscrizione di un prodotto e all'investimento in generale non è omogenea: tra i profili meno sofisticati c'è chi sostiene di non pagare nulla ovvero fa genericamente riferimento a 'costi bancari'.

Questa diversità di opinioni si coglie anche rispetto alla percezione dei possibili costi della consulenza automatizzata. Alcuni intervistati si rendono conto che anche una piattaforma di *robo advice* ha un costo e che il modello ibrido è necessariamente più costoso di quello 'puro'. Altri, soprattutto tra coloro che non sono assistiti da un consulente dedicato, hanno difficoltà a prefigurare un modello di *pricing* che sia sostenibile per il *provider* e per il cliente.

In particolare, nel corso dell'intervista vengono indicate diverse soluzioni:

- una percentuale fissa sul patrimonio investito, magari decrescente al crescere del patrimonio («*ma il costo si può abbassare o annullare o in base a quel che investi... non so fino a 20.000 euro non paghi; paghi da 100.000 euro*»);
- una percentuale sulla *performance* dell'investimento, solo se la *performance* è positiva («*hai potenziale notevole a dare questa garanzia, se guadagni tu guadagno io*»);
- una commissione fissa maggiorata di una percentuale sulla *performance* positiva dell'investimento («*una cifra fissa che va fatta pagare... se no non guadagnano nulla, un minimo (...) se i mercati crollano per sei mesi non è l'algoritmo che non ha funzionato, che fanno chiudono?*»);
- una commissione inclusa nelle commissioni sui prodotti sottoscritti («*ci saranno commissioni di prodotto di entrata*»);
- nulla, in contropartita dei dati personali forniti al *robo advice* («*magari una questione di dati... li rivendono... oggi la risorsa più preziosa sono i dati*»).

Il livello emotivo tende nella maggiore parte dei casi a scoraggiare l'adesione al modello: vi concorrono la mancanza di un riferimento umano relativamente stabile nel tempo (a fronte della propensione a costruire un rapporto empatico con il consulente), la percezione di essere obbligati a decidere in autonomia, l'insicurezza dettata dalla bassa cultura finanziaria.

Il livello razionale/funzionale orienta soprattutto i profili più evoluti o disillusi dal servizio tradizionale all'accettazione della consulenza automatizzata, percepita come un modello credibile, affidabile e per certi versi vantaggioso.

La Tavola successiva riassume i tre livelli di valutazione del *robo advice* emersi dai *focus groups* (Tav. 6; si veda la Tav. A3 in Appendice per gli stralci di conversazione più significativi).

Tav. 6 – I livelli di valutazione del *robo advice*

fattori attitudinali

attitudine all'innovazione e al progresso non solo nel settore finanziario

interesse per le novità

scarsa propensione a fornire informazioni personali

propensione alla diversificazione degli investimenti

fattori emotivi

preferenza per l'interazione con il consulente umano

necessità di assistenza da parte di un referente fisico in caso di difficoltà

desiderio di comprendere, chiedere e avere spiegazioni

preferenza per un interlocutore fisico con una sede chiaramente individuabile

assenza della pressione commerciale esercitata dal consulente umano/dallo sportellista

desiderio di poter individuare facilmente il responsabile di eventuali errori

timore di dover operare in autonomia e di compiere errori

sfiducia verso le app, la rete, la sicurezza informatica

fattori funzionali e razionali

basse soglie patrimoniali di accesso

fruibilità e accessibilità del servizio del *robo advisor*

«meccanicità» dell'algoritmo, oggettività del consiglio ricevuto

standardizzazione dei portafogli-modello

utilità del *robo advice* come strumento per il controllo e il monitoraggio dell'investimento

3.4 Le evidenze delle interviste individuali in profondità

I clienti di *robo advisor* percepiscono la consulenza automatizzata come un servizio 'nuovo' abbastanza da risultare interessante per investitori non completamente soddisfatti dalle esperienze passate, attratti dalla facile accessibilità delle piattaforme digitali e dall'oggettività di algoritmi che si sostituiscono al giudizio discrezionale di un essere umano.

Al contempo, gli interessati riconoscono al modello ibrido il vantaggio di incentivare la sperimentazione sebbene ciò non implichi necessariamente abbandonare – almeno in una prima fase – l'istituto bancario di riferimento.

Le interviste individuali in profondità hanno coinvolto quattro investitori, utenti di uno dei principali *providers* di servizi di gestione di portafoglio automatizzata attivi sul mercato italiano.

I soggetti intervistati sono accomunati da numerose caratteristiche quanto a fase del ciclo di vita, principali tratti socio-demografici e motivazione all'acquisto di servizi finanziari in rete.

In particolare, si tratta di individui di età compresa tra i 25 e i 45 anni e con un profilo socio-economico elevato (un giornalista *free lance*, un docente universitario, un neolaureato in medicina, una professionista in *digital innovation*). Tutti dichiarano una scarsa propensione al rischio, ad eccezione di un intervistato che afferma di essere disposto ad assumere più rischi (in linea con il profilo rilevato dal *robo advisor*).

Gli intervistati non si attribuiscono una cultura finanziaria elevata – pur avendo registrato ottimi risultati al test di cui al precedente paragrafo 3.2 – né ritengono di essere investitori esperti (alcuni sono neofiti in materia). Tuttavia, essi si mostrano curiosi e dichiarano di volersi informarsi e approfondire, per comprendere quale opzione di investimento è più adeguata alle proprie esigenze e decidere consapevolmente senza affidarsi ciecamente al proprio *advisor*.

Tutti gli intervistati, infine, avvertono la necessità di investire i propri risparmi su un orizzonte temporale medio-lungo (3-5 anni) sebbene per esigenze diverse (ad esempio, spese future legate alla presenza di figli di età inferiore a 10 anni, accantonamento previdenziale, impiego di risorse precedentemente destinate al rimborso di un mutuo).

Tra gli elementi che hanno orientato i quattro investitori a fruire dei servizi di consulenza automatizzata (nessuno parla di *robo advice*) si individuano fattori attitudinali, emotivi e funzionali/razionali, che si combinano tra loro su più livelli (Tav. 7).

In primo luogo, rilevano l'attitudine generazionale e culturale all'innovazione e la percezione della necessità di gestire in maniera proattiva le proprie disponibilità finanziarie. La ricerca di modalità operative innovative, efficaci e personalizzate orienta verso il mondo digitale in più ambiti («io ormai faccio tutto online, anche la spesa») e la proposta di una *start-up* attiva nel campo degli investimenti appare attraente per le sue caratteristiche intrinseche.

In secondo luogo, l'avvicinamento alla consulenza automatizzata risponde al bisogno di cercare soluzioni alternative al modello tradizionale, dal quale non si sono ancora prese le distanze. Tutti i soggetti intervistati, infatti, pur essendo diventati

clienti di un *robo advisor*, continuano a servirsi di un intermediario bancario²⁹ di cui tuttavia hanno messo in discussione ruolo ed efficacia a causa di esperienze dirette o indirette (dei genitori) non completamente soddisfacenti³⁰. In generale, il servizio tradizionale appare troppo oneroso a fronte degli scarsi risultati conseguiti: i costi contenuti del *robo advice* rappresentano quindi un fattore critico di successo per questa tipologia di clienti.

Tav. 7 – I *drivers* della domanda di consulenza automatizzata

fattori attitudinali

attitudine all'innovazione e al progresso non solo nel settore finanziario

interesse per le novità

fattori emotivi

semplicità percepita della piattaforma e del modello di servizio

possibilità di interagire con il consulente umano

sintonia generazionale con il *team* del *robo advisor*

passaparola (testimonianza e consiglio del gruppo sociale di riferimento)

fattori funzionali e razionali

percezione della necessità di gestire in maniera «proattiva» le proprie disponibilità finanziarie

ricerca di soluzioni alternative al modello tradizionale risultato insoddisfacente

fruibilità e accessibilità del servizio del *robo advisor*

costo del servizio del *robo advisor*

«meccanicità» dell'algoritmo, oggettività del consiglio ricevuto

standardizzazione dei portafogli-modello

Un altro aspetto rilevante è costituito dalle modalità di fruizione del servizio: se recarsi in filiale per incontrare il professionista è «faticoso», la possibilità di operare *online*, attraverso un'identità digitale, e interagire a distanza con l'*advisor*, senza necessità di contatto fisico, rendono molto attraente la consulenza automatizzata. La semplicità della piattaforma e del modello di servizio, inoltre, alimenta la percezione di una consulenza trasparente, che rende agevole la comprensione del consiglio ricevuto e permette di scegliere con consapevolezza.

L'affidamento a un *robo advisor*, inoltre, è espressione di una preferenza per la «meccanicità» dell'algoritmo e la standardizzazione dei portafogli-modello rispetto all'esperienza e alla discrezionalità del professionista. Quest'ultima, infatti, si associa

29 Uno degli intervistati sta valutando l'opportunità di chiudere gli investimenti sottoscritti con una banca tradizionale e una polizza vita sottoscritta dai propri genitori per investire tutte le proprie risorse seguendo i consigli del *robo advisor*.

30 Secondo i dati CONSOB del 2019, più del 60% degli investitori serviti da consulenza dichiara di seguire sempre la raccomandazione di investimento ricevuta, mentre meno del 5% si rivolge sempre a una fonte diversa per una *second opinion* (CONSOB, anni vari). Gli esiti delle interviste in profondità sembrano suggerire che il *robo advice* possa intercettare una nicchia di investitori particolarmente propensi a non accontentarsi dell'interazione con un unico interlocutore.

alla sensazione che il consulente fisico non agisca sempre nel miglior interesse del cliente (per errore, scarsa competenza e/o scarsa professionalità).

La standardizzazione del servizio e dei portafogli modello agisce anche sul piano emotivo e psicologico, poiché risulta credibile e alimenta la fiducia del cliente. Tale effetto potrebbe essere legato anche al cosiddetto *choice overload*, ossia alla propensione degli individui a preferire le alternative che comprendono meglio, a prescindere dalla loro adeguatezza, quando il numero delle opzioni di scelta è troppo elevato (Chernev et al., 2015). Dover individuare un portafoglio modello tra i pochi disponibili, semplificando l'insieme delle alternative di scelta, potrebbe mitigare il rischio di *choice overload*³¹.

Il fattore umano, tuttavia, non è un elemento di totale disvalore. Il *robo advisor* prescelto dagli intervistati, infatti, è un modello ibrido, che offre pertanto la possibilità di interagire e confrontarsi con consulenti fisici. Tale possibilità resta un elemento importante per la scelta e la fidelizzazione anche per profili più propensi a operare senza il supporto dell'intermediario, soggetti giovani in una prospettiva di «virtualizzazione» dei rapporti. In questo contesto, la 'sintonia generazionale' con il *team* del *robo advisor* è tra i *driver* della domanda più rilevanti: i soggetti intervistati apprezzano il fatto di poter interagire alla pari con persone della propria generazione, con cui condividono uno stile comunicativo molto informale.

Gli intervistati contattano il servizio clienti in fase di monitoraggio del portafoglio, sottoscritto, per sciogliere dubbi, porre domande o per la necessità di un confronto («*vista la situazione politica attuale ultimamente controllo abbastanza spesso*»; «*mi sono confrontata con loro sull'opportunità di chiudere la polizza vita e magari spostare su (...) [il robo advisor i cui clienti sono stati intervistati, NdR] il capitale*»).

In alcuni casi, tra i fattori sottostanti la scelta del *robo advisor* sembra giocare un ruolo il passaparola nell'ambito del gruppo sociale di riferimento: l'investitore sceglie il *robo advisor* dopo aver ascoltato i consigli di amici e conoscenti («*me ne aveva parlato una mia collega che stimo molto, su questi temi è molto competente e peraltro il suo compagno lavora a Londra, nella City ...sapeva che volevo fare degli investimenti e mi ha parlato di (...) [il robo advisor i cui clienti sono stati intervistati, NdR]*») ovvero lo suggerisce ai propri cari perché è soddisfatto della propria esperienza («*proprio ieri sera ho convinto il mio fidanzato, che rispetto a questi temi è del tutto disinteressato, a diventare anche lui cliente*»).

31 Grazie alle più innovative strategie di comunicazione e di interazione, l'impatto di distorsioni cognitive e *bias* comportamentali può essere contenuto anche nell'ambito della consulenza tradizionale. Il consulente finanziario che agisce nel miglior interesse del cliente e nell'ottica lungimirante di instaurare una relazione proficua per entrambi dovrebbe adoperarsi per innalzare la capacità dell'investitore di sottrarsi all'emotività e agli errori di percezione che possono condizionare pesantemente le sue scelte e il suo rapporto con il consulente stesso. Nella prospettiva di un'applicazione sempre più diffusa dell'intelligenza artificiale e in linea le tecniche più avanzate di *nudging* non si può escludere, tuttavia, lo sviluppo di piattaforme in grado di orientare efficacemente il cliente verso comportamenti nel suo migliore interesse, attraverso procedure automatizzate e interfaccia grafiche opportunamente disegnate (Finametrica, 2015).

3.5 La percezione della consulenza: opinioni a confronto e quadro di sintesi

I livelli di valutazione del *robo advice* emersi dai *focus groups* e i *drivers* della domanda di consulenza automatizzata individuati nel corso delle interviste in profondità consentono di trarre interessanti conclusioni in merito alla propensione ad affidarsi a un *robo advisor* per colmare esigenze non ancora soddisfatte o non ancora espresse degli investitori.

Un primo livello di analisi riguarda la percezione del servizio di consulenza in sé per gli individui che non sono utenti di *robo advice*. La tavola che segue lascia emergere importanti differenze nella percezione della relazione con l'esperto maturata, rispettivamente, dagli investitori assistiti da un consulente dedicato e da quelli che decidono come investire interagendo con il personale dell'intermediario di riferimento (Fig. 7).

Fig. 7 – Le percezioni sulla consulenza finanziaria degli investitori partecipanti ai *focus groups*

| | clienti assistiti da un consulente dedicato | clienti non assistiti da un consulente dedicato | |
|-------------------------------|---|---|---|
| ruolo del consulente | competenza | competenza | ✓ |
| | conflitto di interessi | conflitto di interessi | ✓ |
| scelta del consulente | fiducia | sfiducia | ! |
| | reputazione banca | casualità | ! |
| | empatia | | ! |
| | stabilità | informal advice | ! |
| | turnover | occasionalità | ! |
| interazione con il consulente | difficoltà | turnover | ! |
| | periodicità | difficoltà | ! |
| | attenzione all'informazione | occasionalità | ! |
| costi della consulenza | conoscenza approssimativa | informalità | ! |
| | disinteresse | disinformazione | ! |
| aspettative per il futuro | necessità | disinteresse | ! |
| | | | ! |
| | | incompetenza | ! |
| | | disattenzione | ! |
| | | personalizzazione | ! |

Fonte: elaborazione degli autori. La figura pone a confronto i livelli di valutazione del servizio di consulenza dai due *focus groups* (Tav. 4). I riquadri blu identificano i fattori che incoraggiano la propensione alla consulenza; i riquadri rossi quelli che, al contrario, la disincentivano. I simboli ✓ e ! si riferiscono, rispettivamente alla rilevazione di un allineamento tra i fattori indicati dai due gruppi di soggetti o, in ogni caso, all'assenza di criticità e alla rilevazione di un disallineamento o, in ogni caso, di un elemento che può costituire oggetto di riflessione.

Entrambi i gruppi lamentano il *turnover* e le difficoltà connesse alla scelta dell'esperto a cui rivolgersi, ma tra gli elementi che incidono negativamente sulla percezione del servizio da parte del secondo gruppo rilevano, in particolare, l'incompetenza del personale dell'intermediario, l'occasionalità della relazione e la scarsa personalizzazione dei consigli ricevuti.

Un secondo livello di analisi consente di estrapolare i fattori attitudinali, emotivi e funzionali-relazionali alla base delle propensioni verso la consulenza automatizzata da parte dei partecipanti all'indagine (Fig. 8).

Fig. 8 – Fattori alla base della propensione verso la consulenza automatizzata

| | clienti di <i>robo advisor</i> | clienti di intermediari tradizionali | |
|---------------------------------------|---------------------------------------|---|---|
| fattori attitudinali | innovazione | innovazione | ✓ |
| | curiosità | curiosità | ✓ |
| | | riservatezza | ! |
| | | diversificazione | ✓ |
| fattori emotivi | semplicità | | ✓ |
| | interazione | interazione | ! |
| | | supporto | ! |
| | | apprendimento | ! |
| | | fisicità | ! |
| | | pressione commerciale | ✓ |
| | sintonia generazionale | | X |
| | passaparola | | X |
| | | responsabilità | ! |
| | | autonomia | ! |
| | cybersecurity | ! | |
| fattori funzionali e razionali | proattività | | ! |
| | | utilità | ✓ |
| | fruibilità | fruibilità | ✓ |
| | costo | soglia di accesso | ! |
| | oggettività | oggettività | ✓ |
| | standardizzazione | standardizzazione | ! |
| | soluzione all'insoddisfazione | insoddisfazione senza soluzione | ! |

Fonte: elaborazione degli autori. La figura pone a confronto i *drivers* della domanda di consulenza automatizzata individuati nel corso delle interviste in profondità degli investitori che già fruiscono del servizio (Tav. 7) con i livelli di valutazione del *robo advice* emersi dai *focus groups* (Tav. 6). I riquadri blu identificano i fattori che incoraggiano la propensione alla consulenza automatizzata; i riquadri rossi quelli che, al contrario, la disincentivano; i riquadri tratteggiati rimandano a fattori non esplicitamente emersi nel corso dei *focus groups*, ma dedotti nel corso dell'analisi delle evidenze. I simboli ✓, ! e X si riferiscono, rispettivamente: alla rilevazione di un allineamento tra i fattori indicati dai due gruppi di soggetti o, in ogni caso, all'assenza di criticità; alla rilevazione di un disallineamento o, in ogni caso, di un elemento che può costituire oggetto di riflessione; alla rilevazione di un fattore esogeno rilevante su cui non è possibile intervenire.

I fattori attitudinali, come già detto, rivelano un certo grado di apertura verso il *robo advice*, anche da parte dei partecipanti ai *focus groups*. Gli unici a manife-

stare delle resistenze sono coloro che, nel gruppo degli investitori non assistiti da un consulente dedicato, dichiarano di avere remore a fornire al professionista informazioni in merito alla propria situazione finanziaria, ai propri obiettivi e alle proprie preferenze per il rischio ('riservatezza' in Fig. 8).

In merito ai fattori emotivi, si rileva che la possibilità di interagire con un professionista prevista nei modelli ibridi di *robo advisor* rassicura coloro che ne sono già clienti, ma non appare sufficiente a colmare le ansie manifestate dagli investitori che si rivolgono agli intermediari tradizionali. Questi ultimi mostrano una forte affezione per la relazione umana, assegnando un valore al supporto del professionista sia nel corso della relazione sia nelle fasi negative del mercato, quando si chiede di essere rassicurati. In altri termini, anche se delusi dall'esperienza pregressa con i dipendenti della banca, il cosiddetto *human touch* continua ad avere un peso rilevante. L'interazione umana rimane quindi un fattore critico di successo (che in prospettiva potrebbe essere sempre più valorizzato – anche nella comunicazione – dagli attuali *providers* di servizi finanziari *online*).

Il timore di 'dover fare da sé', come si è detto, scoraggia il ricorso al *robo advice* e al tempo stesso rivela una scarsa conoscenza del quadro di tutele previste per l'investitore che fruisce di consulenza MiFID e del fatto che tali tutele permangono anche nel caso in cui il servizio sia prestato tramite piattaforme digitali.

Tra i fattori funzionali e razionali, il costo del servizio non è chiaramente percepito dagli investitori tradizionali come un elemento discriminante che può orientare la scelta tra un consulente umano e un *robo advisor*. Ciò può derivare sia dalla scarsa conoscenza delle caratteristiche del *robo advice* sia dalla mancata ponderazione dei costi del servizio tradizionale (che in molti casi si ritiene sia gratuito). È verosimile ritenere che l'applicazione delle prescrizioni previste dalla MiFID II in merito alla *disclosure* dei costi stimolerà una maggiore considerazione del costo del servizio, che potrebbe diventare uno dei fattori rilevanti nella scelta del consulente.

La segnalazione, da parte di alcuni investitori, della standardizzazione della raccomandazione come un elemento negativo del *robo advice* sottende una tendenza a identificare l'automazione con la scarsa personalizzazione del servizio e rimanda alla già rilevata limitata consapevolezza delle caratteristiche del servizio di consulenza da parte degli investitori: la confusione tra consulenza generica e consulenza MiFID, unita alla mancata percezione dei costi del servizio, possono indurre a sopravvalutare il livello di personalizzazione del consiglio ricevuto dall'intermediario tradizionale. Un'informativa più saliente sul servizio offerto consentirebbe agli investitori di comprendere appieno il valore aggiunto della consulenza avanzata ed evoluta e di confrontare le proposte di più intermediari (anche attivi *online*).

Infine, la scarsa soddisfazione associata all'interazione con gli intermediari tradizionali è divenuta lo stimolo a ricercare soluzioni alternative (quali il *robo advice*) per i clienti di *robo advisors*, mentre non ha sortito lo stesso effetto per i partecipanti ai *focus groups*. Tale differenza si associa di certo a una più elevata propensione culturale al cambiamento da parte dei clienti di *robo advice* e verosimilmente a una maggiore attitudine allo *shopping around*.

Riferimenti bibliografici

- ASIC - Australian Securities and Investments Commission (2016), Regulatory Guide 255, Providing digital financial product advice to retail clients
- ASIC - Australian Securities and Investments Commission (2019), Financial advice: mind the gap, Report 614, March 2019
- Assoreti (2019), Relazione annuale 2018
- Atrigna, T. (2012), Commento sub art. 1, co. 5-septies, in Testo Unico della Finanza, Tomo I, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, Utet
- Bachmann, K. e T. Hens (2014), Investment competence and advice seeking, Working Paper
- Benartzi, S. e R.H. Thaler (1995), Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle, Quarterly Journal of Economics, 110, pp. 73-92
- Benartzi, S. e R.H. Thaler (2001), Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans, in American Economic Review, 91, pp. 79-99
- Bluethgen, R., A. Gintschel, A. Hackethal e A. Müller (2008), Financial Advice and Individuals Investors' Portfolio, disponibile al link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968197
- Bucher-Koenen, T. e J. Koenen (2015), Do seemingly smarter consumers get better advice? (February 26), Max Planck Institute for Social Law and Social Policy Discussion Paper No. 01-2015, disponibile al link Ssrn: <http://ssrn.com/abstract=2572961> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2572961>
- Burnmark (2017), Digital wealth, April 2017
- Calcagno, R. e C. Monticone (2013), Financial literacy and the demand for financial advice, Journal of Banking and Finance, 50, pp. 363-380
- Chernev, A., U. Böckenholt e J. Goodman (2015), Choice overload: A conceptual review and meta-analysis, Journal of Consumer Psychology, 25 (2), pp. 333-358
- Collins, M.J. (2012), Financial advice: A substitute for financial literacy?, in Financial Services Review, 21, pp. 307-322
- CONSOB (anni vari), Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>

- CONSOB, Università degli Studi Roma Tre, OCF - Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, FINER (2018), La relazione consulente-cliente, Addendum al Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento_caratelli_20181022.pdf/217874d3-2e0a-428d-a567-61dd95bf2881
- CONSOB, Università degli Studi Roma Tre, OCF - Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, GfK Eurisko (2017), La relazione consulente-cliente, Addendum al Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane
- CSA - Canadian Securities Administrators (2015), Staff Notice 31-342 Guidance for Portfolio Managers Regarding Online Advice
- Curry, L.A., I.M. Nembhard e E.H. Bradley (2009), Qualitative and mixed methods provide unique contributions to outcomes research. *Circulation*, 119(10), pp. 1442-1452
- Dawson, S., L. Manderson e V.L. Tallo (1993), A manual for the use of focus groups, *Methods for social research in disease*, International Nutrition Foundation for Developing Countries (INFDC), Boston, MA, USA
- de Mari, M. (2008), La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, pp. 393 e ss.
- Debbich, M. (2015), *Why financial advice cannot substitute for financial literacy?*, Banque de France Working Paper
- ESAs - European Supervisory Authorities - Joint Committee (2015), Discussion Paper on automation in financial advice, JC 2015 080, 4 December 2015
- ESAs - European Supervisory Authorities - Joint Committee (2016), Report on automation in financial advice, JC SC CP FI/2016/24, 3 November 2016
- ESMA - European Securities and Markets Authority (2018), Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 06/11/2018 | ESMA35-43-1163 IT, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594bad-d-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2
- FCA - Financial Conduct Authority (2019a), Evaluation of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review. Call for input, May 2019
- FCA - Financial Conduct Authority (2019b), Investment platforms market study. Final report, MS17/1.3, March 2019
- FCA - Financial Conduct Authority (2019c), Business Plan 2019/20
- Ferguson, B. (2017), *Robo advice: an FCA perspective*, Speech by Bob Ferguson, Head of Department, Strategy & Competition Division, Financial Conduct Authority

- Filotto, U. (a cura di, 2014), *La banca diretta. Comportamenti e aspettative dei clienti tra banca online e banca tradizionale*, Bancaria Editrice
- Filotto, U. e P. Mottura (2013), *Quando le banche saranno dirette?*, *Bancaria*, 10, pp. 2-18
- Finametrica (2015), *The Robo Revolution, Robo advice market commentary and analysis a cura di P. Resnik e S. Erskine*, November
- FINRA - Financial Industry Regulatory Authority (2016), *Report on Digital Investment Advice*, March 2016
- FMA - New Zeland Financial Markets Authority (2018), *Financial Advisers (Personalised Digital Advice) Exemption Notice*
- Gentile, M., N. Linciano e P. Soccorso (2016), *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*, CONSOB, *Quaderno di Finanza n. 83*
- Guffanti, E. (2011), *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società* pp. 555 e ss.
- Hackethal, A., M. Haliassos e T. Jappelli (2012), *Financial Advisors: A case of babysitters?*, *Journal of Banking and Finance*, 36(2), pp. 509-524
- Ignition House e Critical Research (2018), *The changing shape of the consumer market for advice: Interim consumer research to inform the Financial Advice Market Review (FAMR)*, August 2018
- IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2016), *Final Report, Update to the Report on the IOSCO Automated advice tools survey, FR15/2016*, December 2016
- IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2017), *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017
- Krueger, R.A. (1994), *Focus group. A Practical Guide for Applied Research*. London-Beverly Hill Sage
- Lener, R., N. Linciano e P. Soccorso (a cura di, 2019), *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, Gruppo di lavoro CONSOB-Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa-Università Bocconi-Università di Pavia-Università di Roma 'Tor Vergata'-Università di Verona, *Quaderni FinTech*, CONSOB
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2008), *Planning and financial literacy: how do women fare?*, *American Economic Review*, 98(2), pp. 413-417
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2009), *How ordinary consumers make complex economic decisions: financial literacy and retirement*, NBER WP no. 15350
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2011), *Financial literacy and planning: implications for retirement well-being*, in *Financial literacy: implications for retirement security*

- and the financial marketplace, 17-39, edited by O.S. Mitchell and A. Lusardi, Oxford and New York: Oxford University Press
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2014), The economic importance of financial literacy: theory and evidence, *Journal of Economic Literature*, 52(1), pp. 5-44
- Lusardi, A., O.S. Mitchell e V. Curto (2010), Financial literacy among the young, *Journal of Consumer Affairs*, 44(2), pp. 358-380
- NMG Consulting (2014), The motivations, needs and drivers of non-advised investors. A qualitative research report, <https://www.fca.org.uk/publication/research/non-advised-investors-research-paper.pdf>
- Oprandi, N.C. (2000), *Focus group*. Breve compendio teorico-pratico, emme&erre libri
- Paracampo, M.T. (2016), Robo advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, pp. 256 e ss.
- Paracampo, M.T. (2018), L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione, *Rivista di Diritto Bancario*, n. 8, pp. 1-12, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/m.t._paracampo_ladeguatezza_della_consulenza_finanziaria_automatizzata_2018.pdf
- Sabatini, D. (2012), La relazione Banca-Investitore: cambiamenti in atto e prospettive future, intervento al Convegno 'Conoscere l'investitore: la rilevazione della tolleranza al rischio finanziario', Roma, 23 novembre 2012
- Sciarrone-Alibrandi, A. (2009), Il servizio di 'consulenza in materia di investimenti': profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, pp. 383 e ss.
- SEC - Securities and Exchange Commission (2016), FinTech Forum. The evolving financial marketplace della Securities and Exchange Commission, Transcript del 14 novembre 2016, <https://www.sec.gov/spotlight/fintech/transcript-111416.pdf>
- SEC - Securities and Exchange Commission (2017), Guidance Update, February 2017, n. 2/2017
- Sfameni, P. e A. Giannelli (2015), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, Egea
- Sist, F., C. Giannotti e M. Caratelli (2017), La consulenza finanziaria nel nuovo scenario: il contributo del digitale e del Fintech, *Bancaria*, 11, pp. 72-79
- Thaler, R.H. (1981), Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency, *Economic Letters* 8, pp. 201-207
- Thaler, R.H. (1985), Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science*, 4(3), pp. 199-214, disponibile al link: <http://www.jstor.org/stable/183904>

- Towers Watson (2014), Advice Gap Analysis: Report to FCA
- van Bavel, R. e F.J. Dessart (2018), The case for qualitative methods in behavioural studies for EU policy-making, JRC Science for Policy Report, Joint Research Centre
- van Bavel, R., N. Rodríguez-Priego e I. Maghiros (2015), Seven Points to Remember when Conducting Behavioural Studies in Support of EU Policy-making, Joint Research Centre
- van Rooij, M., A. Lusardi e R. Alessie (2011), Financial literacy and stock market participation, *Journal of Financial Economics*, 101(2), pp. 449-472
- Veltri, G.A., J. Lim e R. Miller (2014), More than meets the eye: The contribution of qualitative research to evidence based policy making, [Editorial] *Innovation*, 27(1), pp. 1-4

1 La definizione di consulenza per l'identificazione dei campioni-target

Consulenza in materia di investimenti (MiFID I e MiFID II): raccomandazione riferita a specifici prodotti finanziari e fondata sulla valutazione delle caratteristiche di uno specifico cliente (o proposta come tale).

Non rientrano pertanto nella definizione di consulenza MiFID: raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di *asset allocation* finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitori-tipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti.

Consulenza automatizzata/robo advice: il requisito dell'automazione ricorre, in particolare, se lo strumento automatico è utilizzato direttamente dal cliente senza intervento umano da parte dell'intermediario (o con un intervento molto limitato) e se le informazioni fornite dal cliente sono elaborate da un algoritmo che sulla base delle stesse elabora una raccomandazione di investimento (ESAs, 2016).

A seconda dell'intensità dell'automazione del servizio, è possibile individuare due modelli di *robo advice*:

- i. il *modello puro* si caratterizza per l'automazione del servizio offerto in tutte le sue fasi (dalla raccolta di informazioni sul cliente all'elaborazione delle stesse ai fini della valutazione di adeguatezza, dall'*asset allocation* alla *portfolio selection*, dalla formulazione della raccomandazione alla negoziazione e al *portfolio rebalancing* fino ad arrivare al *customer relationship management*);
- ii. il *modello ibrido*, invece, combina e/o alterna l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore.

In entrambi i casi, il servizio è diretto all'investitore *retail* e quindi è qualificabile come B2C (*business to consumer*).

2 La traccia per i *focus groups* (*discussion guide*)

INTRODUZIONE

Presentazione del lavoro di gruppo

- **Presentazione del moderatore e dell'Istituto**
- **Annuncio del tema del colloquio:** parleremo di consulenza finanziaria, della vostra esperienza con la consulenza finanziaria e di come vedete l'evoluzione della consulenza finanziaria nei prossimi anni. Ci interessano molto le vostre opinioni e le vostre esperienze...qualunque esse siano... che siano positive o negative...dire pure liberamente tutto quello che si pensa
- **Presentazione degli intervistati**
 - nome, età, professione, composizione familiare
 - 1 / 2 aggettivi per definirsi come investitori

1. APPROCCIO E ATTITUDINI VERSO IL TEMA DELLA GESTIONE DEL DENARO

- Libere associazioni → se vi dico GESTIONE DEL RISPARMIO cosa vi viene in mente ... immagini... parole... sensazioni... emozioni... le prime cose che vi vengono in mente... senza pensarci troppo
- E se parliamo di INVESTIMENTI? cosa viene in mente?
- Completiamo delle frasi → sempre alla lavagna
 - ✓ Nella gestione del denaro/del budget familiare sono...
 - ✓ Risparmiare mi fa sentire...
 - ✓ INVESTIRE per me significa....
 - ✓ INVESTIRE mi fa sentire...
 - ✓ INVESTIRE oggi...
 - ✓ Per decidere come investire è importante...
- Giro di tavolo: presso quale banca/banche si hanno soluzioni di gestione del risparmio/di investimento e da quanto tempo
- rispetto a 3/5 anni fa è cambiato il vostro atteggiamento verso i temi della gestione del risparmio? Come? Perché?
 - ✓ ...per es. in tema di gestione del risparmio... delle risorse economiche familiari... Quali fenomeni/eventi hanno determinato questo cambiamento?
 - ✓ E in tema di investimenti?
- Gli orientamenti attuali nella gestione del risparmio /degli investimenti:
 - La strategia seguita → due /tre parole chiave o un motto per spiegare l'idea che sta alla base del proprio approccio alla gestione del denaro/all'investimento e le "regole d'oro" che vengono seguite per decidere come muoversi in questo momento
 - Approfondire se non emerso per → composizione del portafoglio/tipologia di prodotti sottoscritti, attitudine verso il rischio, orizzonte temporale
 - Che cosa ci si aspetta dalle proprie strategie di gestione del denaro/dai propri investimenti? Quali gli obiettivi perseguiti?
- Il processo di decisione delle soluzioni di gestione del risparmio/dell'investimento
 - Come decidono quali soluzioni sottoscrivere come e in che cosa investire... la composizione del portafoglio... i prodotti/le soluzioni da mettere in portafoglio...gli eventuali switch?

- Le fonti di informazione/che orientano nella decisione → approfondire soprattutto le fonti di informazione/di orientamento diverse dal consulente/gestore bancario (es. passaparola, stampa, forum/blog, siti specializzati... - il ruolo della consulenza professionale viene approfondito dopo)
 - Capacità di autonomia di decisione vs delega al gestore bancario/consulente finanziario
- ATTENZIONE!! SEGURE IL FLUSSO DI PENSIERO/L'ESPERIENZA DEGLI INTERVISTATI E DISTINGUERE SE NECESSARIO TRA GESTIONE DEL RISPARMIO/SOLUZIONI DI GESTIONE DEL RISPARMIO**
- Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti di questo processo decisionale? Potrebbe essere migliorato? Come? Cosa manca per avere un processo più efficace?
 - Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti dei vostri investimenti? perché date questo voto? → comprendere bene le motivazioni

2. L'ESPERIENZA CON LA CONSULENZA FINANZIARIA

Se vi dico CONSULENZA / CONSULENZA FINANZIARIA cosa vi viene in mente? ...immagini...parole...sensazioni...emozioni...le prime cose che vi vengono in mente...senza pensarci troppo

Il ruolo del gestore bancario/consulente finanziario oggi

- ✓ Che tipo di figura è? che ruolo ha? come lo definirebbero sulla base della loro personale esperienza con questa figura?
 - ✓ Breve esplorazione delle singole esperienze → storicità del rapporto con la figura di riferimento attuale ... come è stato impostato il rapporto con questa figura... frequenza dei contatti... l'approccio del gestore bancario/consulente finanziario... eventuali tool/strumenti utilizzati dal consulente...
 - ✓ I contenuti della consulenza offerta → es. "manutenzione" periodica del portafoglio, individuazione dei prodotti/delle soluzioni più adatti alle esigenze del cliente, supporto nella pianificazione finanziaria personale...
 - ✓ Quanto sono soddisfatti del servizio di consulenza fruito? Il gestore bancario/consulente finanziario risponde alle loro esigenze?
- La percezione del costo del servizio e del valore aggiunto
 - Disponibilità a pagare e elasticità rispetto a fattori connessi al modello di servizio, all'ammontare investito, al tempo dedicato al cliente dal consulente, etc.
 - Chi non ha una vera figura di riferimento /un rapporto stretto con il gestore bancario
 - sente il bisogno di una forma di consulenza / una figura consulenziale? → Se sì con quali aspettative? Se no perché?
 - 2/3 buone ragioni per ricorrere alla consulenza finanziaria e 2/3 ragioni per non ricorrere alla consulenza finanziaria
 - Eventuali esperienze pregresse di consulenza finanziaria → valutazione e bilancio, plus e minus, ragioni che hanno portato interrompere il rapporto di consulenza
 - aspettative rispetto al servizio offerto, qualcosa del tipo ... vi aspettate maggiormente una relazione finalizzata a rassicurare, indirizzare, sostenere, chiarire, spiegare, ecc. ovvero un interlocutore che massimizzi il risultato (rendimento/rischio, ecc.) date le conoscenze/obiettivi del risparmiatore, probabilmente entrambi ma quale priorità
 - Aspettative rispetto allo scambio informativo (per me è importante farmi conoscere dal consulente? come mi aspetto che il consulente rilevi le informazioni che mi riguardano?)
 - Aspettative rispetto alla personalizzazione del servizio

3. LE PREFIGURAZIONI DELL'EVOLUZIONE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

- Nella vostra esperienza avete percepito cambiamenti nel servizio di consulenza offerta?
 - E come sono cambiati i bisogni dei clienti bancari verso la consulenza? Che cosa si chiede oggi alla consulenza finanziaria? quali i gap attuali che andrebbero risolti? Come/in che direzione?
 - Come pensano che si evolverà la consulenza finanziaria? → prefigurazioni di scenari, nuovi modelli, nuovi approcci
- Attenzione!!** Prestare attenzione se emergono accenni/opinioni rispetto a sistemi automatizzati/robo advice e come se ne parla spontaneamente o ai possibili effetti sul mondo della consulenza delle recenti regolamentazioni del settore

4. LA CONSULENZA AUTOMATIZZATA: CONOSCENZA E PERCEZIONE

Conoscenza

- Se vi dico sistemi automatizzati di consulenza/advicerobo advice....consulenza automatizzatacosa vi viene in mente? le prime cose che vi passano per la testa ... aggettivi...sensazioni....immagini...modelli/sistemi conosciuti
 - Ne hanno sentito parlare? Cosa sanno di questo tipo di sistemi? → verificare il livello di conoscenza all'interno del gruppo e da quali canali/fonti/esperienze deriva la conoscenza, se si conoscono i provider /le iniziative di robo advice in Italia e i diversi modelli (es. con o senza assistenza umana)
- ATTENZIONE!!** Cercare di capire che cosa si ha in mente se si parla esplicitamente di *robo advice*...di FinTech....di app....di piattaforme ... di algoritmi...
- Eventuali esperienze dirette o indirette (es. esperienze di colleghi/amici...) ed opinioni al proposito
 - Percezione della consulenza automatizzata/Robo advice → si raccolgono le opinioni, idee, gli eventuali stereotipi che emergono sulla base del confronto nel gruppo

Valutazione sollecitata

Si legge a gruppo intero una definizione generale della robo-advice/consulenza automatizzata

- Prime reazioni e commenti
- Completiamo delle frasi
 - È un servizio Diamo qualche aggettivo
 - È un servizio adatto a
 - È un servizio non adatto a ...
 - È un servizio interessante perché...
 - È un servizio non interessante perché...
- Likes e dislikes
- Il target elettivo → età, genere, quale tipo di investitore è ...con quali esigenze/bisogni, obiettivi di investimento, livello socio-economico, livello di patrimonio investito, perché sceglie un servizio di robo advice ... con quali obiettivi ...
- A chi invece non piace questo tipo di servizio ... a quale tipo di investitore...
- Se aveste qui davanti a voi una banca/un provider che offre questo servizio che cosa gli chiedereste? → tutti i dubbi, le domande, le curiosità che gli rivolgereste (utilizzare la lavagna per favorire il flusso di pensiero
- Come immaginate che funzioni un servizio di questo tipo? Lo immaginate come un servizio della vostra banca vs di un altro provider...? Immaginate di esservi registrati su una piattaforma che offre questo tipo di servizio.... come sarà impostata? Che tipo di passaggi richiederà di fare?... come verrà fornita la

consulenza? Che tipo di contenuti...che tipo di indicazioni...come potrete effettuare la selezione dei titoli da acquistare Come si procederà all'acquisto dei titoli...

- 2/3 buone ragioni per utilizzare un servizio di consulenza automatizzata/robo advice e 2/3 buone ragioni per non utilizzare un servizio di questo tipo
- Ritengono che sia un'evoluzione del mondo della consulenza interessante?
- I vantaggi e gli svantaggi intravisti per sé
- Disponibilità ad utilizzare un servizio di consulenza automatizzata → se la vostra banca offrisse questo tipo di servizio sareste disposti ad utilizzarlo? perché sì? perché no?

ATTENZIONE!! Approfondire bene i drivers ed i freni dell'interesse

- Eventuali condizioni che potrebbero favorire il loro avvicinamento ad un servizio di consulenza automatizzata
- Aggiungerei qualcosa sul piano della fiducia. Scelte complesse, anni di crisi quali elementi vi spingono a fidarvi di un consulente con dietro una banca ecc ovvero di una piattaforma digitale? (presentando i due servizi in maniera molto imparziale). L'obiettivo è declinare la scelta sul piano della fiducia dei risparmiatori

Si leggono uno alla volta le descrizioni dei diversi modelli

- **valutazione monadica** → dopo la lettura della descrizione di ciascun modello verificare
 - commenti ed opinioni
 - likes e dislikes
 - credibilità, affidabilità
 - target elettivo
 - livello di capacità attrattiva dell'interesse
 - drivers e freni dell'interesse
 - punti di forza e punti di debolezza rispetto al servizio di consulenza di cui si usufruisce attualmente
 - capacità di soddisfare le condizioni prefigurate per un possibile avvicinamento al mondo della robo advice
 - bilancio → vantaggi e svantaggi intravisti per sé
 - ottimizzazione/condizioni necessarie per renderla più interessante per sé
- il confronto tra le diverse descrizioni
 - quale quella più attrattiva per loro e perché?
 - quale quella meno attrattiva e perché?
 - quale quella che appare più facile da utilizzare/da avvicinare?

Le reazioni agli stimoli concreti → descrizione del portafoglio modello

Questa fase serve ad aggiungere qualche stimolo esemplificativo concreto, al di là di concetti descrittivi per offrire anche una visione delle diverse direzioni già in atto nel mondo fintech

Una volta mostrati gli stimoli si verifica:

- opinioni reazioni, commenti
- c'è qualcosa che ha sorpreso?
- Quanto questi esempi sono lontani dalle loro prefigurazioni spontanee circa un servizio di consulenza automatizzata/robo advice? In che cosa sono invece vicini a quanto da loro immaginato/conosciuto?
- Sono esempi interessanti? Perché sì? Perché no?
- cosa ha colpito in positivo, cosa in negativo?

- dubbi, domande, cose poco chiare
- cambia qualcosa nella propria percezione del mondo della consulenza automatizzata/ robo advice? cosa? che cosa aggiungono questi stimoli alla propria percezione?
- Hanno trovato elementi che potrebbero attrarre il loro interesse? Quali?
- Quali elementi invece non convincono?

Riflessioni finali (a discrezione del moderatore se utile)

Ora che ci siamo confrontati su questi temi ascoltando le diverse opinioni ed esperienze proviamo a fare una riflessione finale

- Pensate che la consulenza automatizzata/robo advice si diffonderà nel nostro Paese? Con quali tempi?
- Vi sembra un'evoluzione interessante per il mondo della consulenza? come cambia la consulenza?
- Vantaggi o svantaggi per gli investitori?
- Quali i fattori che potrebbero favorirla e quali quelli che potrebbero penalizzarla?
- I tre principali aspetti su cui le banche/i provider finanziari dovrebbero lavorare per favorire l'adozione della consulenza automatizzata/ robo advice
- Pensate che avrà maggior presa su alcune fasce/tipologie di investitori e quali? vs avrà una diffusione più generalizzata? Perché?

5. IL TEST FINALE DI CONOSCENZE FINANZIARIE

A conclusione dei lavori sottoporre agli intervistati un breve questionario da compilare individualmente e in autonomia.

1. Cosa le suggerisce l'espressione "rischio finanziario"? MASSIMO 3 RISPOSTE

- Variabilità dei risultati
- Elevata esposizione all'andamento generale del mercato
- Possibilità di perdere tutto o parte del capitale investito
- Possibilità di non essere in grado di disinvestire o di doverlo fare a condizioni sfavorevoli in caso di necessità
- Possibilità di ottenere un risultato inferiore alle attese
- Possibilità di rimanere vittima di comportamenti scorretti dell'intermediario proponente
- Possibilità di non aver compreso perfettamente le caratteristiche del prodotto
- Possibilità di non essere in grado di seguire l'andamento dell'investimento
- Possibilità che le tutele previste dalla regolamentazione non siano sufficienti
- Possibilità che le procedure per un eventuale risarcimento danni siano costose e inefficaci

2. Quale delle seguenti affermazioni descrive meglio la sua comprensione dei seguenti concetti attinenti alle decisioni di investimento?

- Relazione tra rischio e rendimento
- Diversificazione
- Inflazione
- Tasso di interesse semplice
- Rischio di credito
- Rischio di mercato
- Rischio di liquidità

- 1 Non ne ho mai sentito parlare
 - 2 Ne ho sentito parlare ma non lo comprendo fino in fondo
 - 3 Ne ho sentito parlare e l'ho compreso
3. Un investimento con un alto tasso di rendimento atteso è verosimile che si caratterizzi per...
- un livello di rischio elevato
 - lo stesso livello di rischio di altri investimenti
 - un livello di rischio basso
 - non saprei
 - preferisco non rispondere
4. A suo avviso, la seguente affermazione "Generalmente investire 1000 euro in una sola azione di una sola società è un investimento meno rischioso dell'investire 1000 euro in 10 azioni di società diverse", è vera o falsa?
- Vera
 - Falsa
 - Non so
 - Preferisco non rispondere
5. Supponga di versare 100 euro su un conto corrente a zero spese che garantisce un tasso di rendimento pari al 2% l'anno. In assenza di versamenti e prelievi nel corso dell'anno, a quanto ammonterà la cifra sul conto corrente alla fine dell'anno una volta avvenuto il pagamento degli interessi?
- più di 102 euro
 - esattamente 102 euro
 - meno di 102 euro
 - non saprei
 - preferisco non rispondere
6. Immagini di vincere 1.000€ alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000€ non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare:
- più cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - le stesse cose che può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - meno cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - non so
 - preferisco non rispondere
7. Come definirebbe il rischio di mercato di un investimento finanziario?
- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
 - il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
 - il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
 - non saprei
 - preferisco non rispondere

8. Come definirebbe il **rischio di credito** di un investimento finanziario?
- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
 - il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
 - il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
 - non saprei
 - preferisco non rispondere
9. Come definirebbe il **rischio di liquidità** di un investimento finanziario?
- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
 - il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
 - il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
 - non saprei
 - preferisco non rispondere

3 La traccia delle interviste individuali in profondità (*discussion guide*)

INTRODUZIONE

Presentazione del moderatore e dell'Istituto

Annuncio del tema del colloquio: parleremo di consulenza finanziaria, della sua esperienza con la consulenza finanziaria e con la consulenza automatizzata in particolare e di come vede l'evoluzione della consulenza finanziaria nei prossimi anni

Ci interessano molto le sue opinioni e la sua esperienza...qualunque esse siano...che siano positive o negative...dica pure liberamente tutto quello che si pensa

Presentazione dell'intervistato

- nome, età, professione, composizione familiare
- un soprannome o 1 / 2 aggettivi per definirsi come cliente bancario
- la banca/le banche/i provider finanziari presso cui si effettuano investimenti → comprendere qual è il servizio di consulenza automatizzata/robo advice di cui si avvale l'intervistato e se fruisce anche di un servizio di consulenza "tradizionale"

1. APPROCCIO E ATTITUDINI VERSO IL TEMA DELLA GESTIONE DEL DENARO

Attenzione!! Se già in questa fase emergessero riferimenti alla robo advice cercare di comprendere il lessico dell'intervistato e quale terminologia utilizza (consulenza automatizzata vs robo advice vs altro...)

Parliamo di investimenti...

- Libere associazioni → Se dico GESTIONE DEL RISPARMIO cosa le viene in mente ...immagini...parole...sensazioni...emozioni...le prime cose che vengono in mente...senza pensarci troppo
- E se parliamo di INVESTIMENTI? cosa viene in mente?
- Completiamo delle frasi → sempre alla lavagna
 - ✓ Nella gestione del denaro /del budget familiare sono...
 - ✓ INVESTIRE per me significa....
 - ✓ INVESTIRE oggi...
 - ✓ Per decidere come investire è importante...
- rispetto a 3/5 anni fa è cambiato il suo atteggiamento verso i temi della gestione del denaro? ... in tema di gestione del budget familiare ... di gestione del risparmio... di approccio agli investimenti ... Come? Perché? Quali fenomeni/eventi hanno determinato questo cambiamento?
ATTENZIONE!! Sollecitare a tenere distinti i 3 step (gestione denaro/pianificazione economica familiare → risparmio → investimento)
- Gli orientamenti attuali nella gestione del risparmio /degli investimenti:
 - La propria strategia → due /tre parole chiave o un motto per spiegare l'idea che sta alla base del suo approccio alla gestione del risparmio/all'investimento e le "regole d'oro" che vengono seguite per decidere come investire in questo momento
 - Approfondire se non emerso per → composizione del portafoglio/tipologia di prodotti sottoscritti, attitudine verso il rischio, orizzonte temporale, autonomia di decisione vs delega
 - Che cosa ci si aspetta dai propri investimenti? Quali gli obiettivi perseguiti?

- Da 1 a 10 quanto è soddisfatto dei suoi investimenti? perché dà questo voto? → comprendere bene le motivazioni

2. L'ESPERIENZA CON LA CONSULENZA FINANZIARIA E CON IL ROBO ADVICE

- Perché ha deciso di avvalersi della consulenza automatizzata? → lasciar rispondere spontaneamente e poi approfondire il percorso che ha portato a scegliere il servizio
 - ✓ fonti informative/come si è venuti a conoscenza di questo modello di advisory
 - ✓ approfondimento di informazioni/sentito dire, passaparola, confronto con la propria banca/provider...
 - ✓ le motivazioni più "personali" → insoddisfazione per la precedente esperienza di consulenza, curiosità, tema del costo, soglia di accesso al servizio, comodità...

Attenzione!! Se non già emerso provare a capire il lessico dell'intervistato, quale definizione utilizza (consulenza automatizzata vs robo advice vs altro)
- Le esperienze precedenti di consulenza finanziaria o eventuali esperienze coesistenti con il servizio di consulenza automatizzata/robo- advisory
 - Con quali banche?
 - Che tipo di relazione/rapporto si aveva/si ha con il gestore bancario/consulente finanziario? Che ruolo aveva/ha? quali i contenuti della consulenza offerta (es. "manutenzione" periodica del portafoglio, individuazione dei prodotti/delle soluzioni più adatti alle esigenze del cliente, supporto nella pianificazione finanziaria personale...)
 - Livello di soddisfazione per il servizio di consulenza ricevuto e motivazioni
 - Motivazioni della conclusione del rapporto di consulenza precedente
 - Per i rapporti di consulenza "tradizionale" ancora in essere vs la consulenza automatizzata/robo advice → a quale tipo di bisogno/esigenza rispondono, differenze di scopi/obiettivi tra le due dimensioni, i principali punti di forza e di debolezza dell'uno e dell'altro modello
 - L'interazione con il provider finanziario
 - ✓ frequenza, attraverso quali canali, momenti in cui è importante (es. nel pre-vendita/selezione del prodotto ...nei momenti di turbolenza del mercato, per il monitoraggio post-vendita.... Etc)
 - ✓ livello di fiducia nelle diverse fasi per il consulente umano e della sua discrezionalità vs la apertura ad affidarsi ad un algoritmo
- Completiamo delle frasi
 - La consulenza automatizzata robo advice è un servizio diamo qualche aggettivo
 - È un servizio adatto a
 - È un servizio non adatto a ...
 - È un servizio interessante perché...
- Sulla base della sua esperienza quali sono i punti di forza e quali i punti di debolezza della consulenza finanziaria oggi? → differenziare tra consulenza "tradizionale" e consulenza automatizzata/robo advice
- Se dovesse raccontare ad una persona che non ne sa niente che cos'è un servizio di consulenza automatizzata robo advice, come funziona, come è strutturato... che cosa direbbe? e quali aspetti sottolineerebbe?
- 2/3 buone ragioni per ricorrere alla consulenza finanziaria e 2/3 buone ragioni per non ricorrere alla consulenza finanziaria
- 2/3 buone ragioni per ricorrere alla consulenza automatizzata/robo advice e 2/3 buone ragioni per non ricorrervi

- (se non emerso) Approfondimento sul target elettivo della consulenza automatizzata/robo-advisory e l'investitore tipo a cui non piace la consulenza automatizzata/robo advice
- Esplorazione in dettaglio dell'esperienza dell'intervistato con il servizio di consulenza automatizzata/robo advice
 - Da quanto tempo si utilizza
 - Come e perché è stato scelto il provider del servizio? Erano stati valutati altri modelli/provider?
 - Prima di avvicinarsi alla consulenza automatizzata che cosa se ne sapeva, cosa ne pensava?
 - Aveva dubbi/perplexità? Quali? Come sono stati superati?
 - Quali sono stati gli elementi che hanno convinto a provare questo servizio?
 - stile di utilizzo (es. frequenza, per quali operazioni/funzioni...)
 - 1 voto da 1 a 10 per indicare il livello di soddisfazione per questo servizio e motivazioni
 - Ci sono spazi di miglioramento? come?
 - Consiglierebbe questo servizio ad un suo amico/conoscente? Perché sì? Perché no? con quali argomentazioni?
- Conoscenza dei diversi modelli/approcci di consulenza automatizzata / robo advice e percezione relativa

3. LE PREFIGURAZIONI DELL'EVOLUZIONE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

- Sulla base della sua esperienza come pensa che si evolverà la consulenza finanziaria? → prefigurazioni di scenari, nuovi modelli, nuovi approcci
- Come vede nel futuro la consulenza automatizzata/robo advice? Ha potenzialità per una maggiore diffusione?
- Eventuali condizioni che potrebbero favorire l'avvicinamento degli investitori ad un servizio di consulenza automatizzata/ robo advice o ad un servizio di consulenza tradizionale (in caso non sia mai stato fruito o sia stato abbandonato)
- Ci sono spazi di miglioramento e aspettative ancora da soddisfare? → approfondire per:
 - Relazione → aspettative per una relazione finalizzata a rassicurare, indirizzare, chiarire, spiegare...
 - Vs l'obiettivo dell'interlocutore di massimizzare il risultato (rendimento, rapporto rendimento/rischio) sulla base della conoscenza degli obiettivi/profilo di rischio dell'interlocutore
 - Quanto è importante (quanto si è consapevoli che sia importante) farsi conoscere dall'interlocutore? come ci si aspetta che il consulente rilevi le informazioni sul cliente?
 - Quali le priorità tra i diversi desiderata?
 - Aspettative di personalizzazione del servizio e aspettativa/percezione che anche un robo advice possa rispondere a questo desiderata (vs il minore costo viene legittimato nella percezione con l'idea di una minore/non personalizzazione che un robo non particolarmente sofisticato può offrire)
- (se utile/se la conoscenza dell'intervistato è limitata e per i modelli non già usufruiti) la valutazione dei diversi approcci alla consulenza automatizzata/ robo advice (modelli completamente automatizzati...modelli ibridi... modelli centrati su portafogli modello...)

Si leggono uno alla volta le descrizioni dei diversi modelli →

- ❖ valutazione monadica → dopo la lettura della descrizione di ciascun modello verificare
 - commenti e opinioni
 - likes e dislikes
 - credibilità, affidabilità
 - target elettivo
 - livello di capacità attrattiva dell'interesse

- drivers e freni dell'interesse
 - punti di forza e punti di debolezza rispetto al servizio di robo advice di cui si usufruisce attualmente
- ❖ il confronto tra le diverse descrizioni
 - quale quella più attrattiva per loro e perché?
 - quale quella meno attrattiva e perché?
 - quale quella che appare più facile da utilizzare/da avvicinare?
- le reazioni agli stimoli concreti (mostrare gli stimoli solo se si tratta di esempi diversi dal servizio usufruito dall'intervistato)

Una volta mostrati gli stimoli si verifica:

- opinioni reazioni, commenti
- c'è qualcosa che ha sorpreso?
- Sono esempi interessanti? Perché sì? Perché no? Si ritrova sulla base della sua esperienza?
- cosa ha colpito in positivo, cosa in negativo?
- dubbi, domande, cose poco chiare
- cambia qualcosa nella propria percezione del mondo della consulenza automatizzata/robo - advisory? cosa? che cosa aggiungono questi stimoli alla propria percezione?

4. RIFLESSIONI FINALI

- Quali i fattori che potrebbero favorire la diffusione della consulenza automatizzata/ robo advice nel nostro Paese e quali quelli che potrebbero penalizzarla?
- I tre principali aspetti su cui le banche/i provider finanziari dovrebbero lavorare per favorire la diffusione della consulenza automatizzata/ robo advice
- Pensa che avrà maggior presa su alcune fasce/tipologie di investitori e quali? vs avrà una diffusione più generalizzata? Perché?

5. IL TEST FINALE DI CONOSCENZE FINANZIARIE

A conclusione dei lavori sottoporre agli intervistati un breve questionario da compilare individualmente e in autonomia.

1. Cosa le suggerisce l'espressione "rischio finanziario"? MASSIMO 3 RISPOSTE

- Variabilità dei risultati
- Elevata esposizione all'andamento generale del mercato
- Possibilità di perdere tutto o parte del capitale investito
- Possibilità di non essere in grado di disinvestire o di doverlo fare a condizioni sfavorevoli in caso di necessità
- Possibilità di ottenere un risultato inferiore alle attese
- Possibilità di rimanere vittima di comportamenti scorretti dell'intermediario proponente
- Possibilità di non aver compreso perfettamente le caratteristiche del prodotto
- Possibilità di non essere in grado di seguire l'andamento dell'investimento
- Possibilità che le tutele previste dalla regolamentazione non siano sufficienti
- Possibilità che le procedure per un eventuale risarcimento danni siano costose e inefficaci

2. Quale delle seguenti affermazioni descrive meglio la sua comprensione dei seguenti concetti attinenti alle decisioni di investimento?
- Relazione tra rischio e rendimento
 - Diversificazione
 - Inflazione
 - Tasso di interesse semplice
 - Rischio di credito
 - Rischio di mercato
 - Rischio di liquidità
- 1 Non ne ho mai sentito parlare
2 Ne ho sentito parlare ma non lo comprendo fino in fondo
3 Ne ho sentito parlare e l'ho compreso
3. Un investimento con un alto tasso di rendimento atteso è verosimile che si caratterizzi per...
- un livello di rischio elevato
 - lo stesso livello di rischio di altri investimenti
 - un livello di rischio basso
 - non saprei
 - preferisco non rispondere
4. A suo avviso, la seguente affermazione "Generalmente investire 1000 euro in una sola azione di una sola società è un investimento meno rischioso dell'investire 1000 euro in 10 azioni di società diverse", è vera o falsa?
- Vera
 - Falsa
 - Non so
 - Preferisco non rispondere
5. Supponga di versare 100 euro su un conto corrente a zero spese che garantisce un tasso di rendimento pari al 2% l'anno. In assenza di versamenti e prelievi nel corso dell'anno, a quanto ammonterà la cifra sul conto corrente alla fine dell'anno una volta avvenuto il pagamento degli interessi?
- più di 102 euro
 - esattamente 102 euro
 - meno di 102 euro
 - non saprei
 - preferisco non rispondere
6. Immagini di vincere 1.000€ alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000€ non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare:
- più cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - le stesse cose che può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - meno cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
 - non so
 - preferisco non rispondere

7. Come definirebbe il **rischio di mercato** di un investimento finanziario?

- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
- il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
- il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
- non saprei
- preferisco non rispondere

8. Come definirebbe il **rischio di credito** di un investimento finanziario?

- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
- il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
- il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
- non saprei
- preferisco non rispondere

9. Come definirebbe il **rischio di liquidità** di un investimento finanziario?

- il rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente, ovvero di farlo perdendo molto rispetto alla somma investita
- il rischio che l'emittente non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale a scadenza
- il rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato
- non saprei
- preferisco non rispondere

4 La descrizione della consulenza automatizzata (*robo advice*)

«La robo advice o consulenza automatizzata è un servizio di consulenza finanziaria, utilizzabile online, che in modo più o meno automatizzato fornisce al risparmiatore/investitore consigli e soluzioni di investimento a costi più bassi di quelli di una banca tradizionale. Questi sistemi offrono una gestione patrimoniale anche a chi non ha grandi patrimoni dando accesso al mondo della consulenza finanziaria anche a chi ha pochi capitali da investire (bastano in molti casi anche solo 100 euro).

Questo tipo di servizi richiede una normale competenza di internet (capacità di usare un normale sito web).

Come funzionano? Ci si iscrive sul sito web della società, si inseriscono i dati patrimoniali, personali e di investimento (es. orizzonte temporale, propensione al rischio, ...), l'algoritmo (creato da un team di esperti) li elabora, e viene offerto un portafoglio «tipo» a base di Etf e prodotti pre-confezionati, che rappresenta la soluzione ideale per il profilo del cliente in cui investire.

Le aziende che offrono oggi un servizio di robo advice/consulenza automatizzata possono proporre diversi gradi di mix tra elementi di automatizzazione ed elemento umano rispetto ai diversi step del processo. Per esempio in alcuni casi l'automazione è completa, il cliente utilizza la piattaforma effettuando tutti i passaggi da solo (es. la profilazione, la scelta della proposta sulla base della raccomandazione di investimento elaborata, la conclusione del contratto, ...), non è previsto un sistema di assistenza «umana» per la consulenza, il monitoraggio nel tempo dell'investimento e la raccomandazione per un eventuale ribilanciamento del portafoglio sono effettuati dalla piattaforma. In altri casi il processo è in parte automatizzato (es. iscrizione alla piattaforma, profilazione), ma è previsto un consulente che entra in relazione con il cliente 2-3 volte l'anno per verificare con lui lo stato degli investimenti e un servizio di assistenza (tramite telefono o email) per risolvere i dubbi e le richieste del singolo cliente.»

5 Le evidenze dei *focus group*. Stralci di conversazione

Tav. A1 – La consulenza finanziaria. Stralci di conversazione

| | clienti assistiti da un consulente dedicato | clienti non assistiti da un consulente dedicato |
|---------------------------------|--|---|
| il ruolo del consulente | <p>«per me è importante che non propongano solo i loro prodotti – della loro banca, NdR»</p> <p>«(...) sono arrivato prima all'appuntamento e mi ha fatto piacere che questo ragazzo, giovane (...) aveva da-vanti a sé un foglio per fare i calcoli e mi ha dato fiducia che stesse a studiare. Ho visto professionalità (...) è venuto incontro alla mia esigenza... invece tante volte propongono quello che va bene a loro»</p> <p>«ci conosciamo da tanto, ormai siamo diventati amici, lo invitiamo anche a cena»</p> | <p>«[il consulente dovrebbe consigliare, NdR] l'azione migliore per lui [il cliente, Ndr] e non vendere il prodotto che in quel momento è spinto dalla banca»</p> |
| la scelta del consulente | <p>«se [la banca di appartenenza, NdR] è un colosso è difficile che fallisca, ci sono meno probabilità»</p> <p>«A parte la provenienza, per me è molto importante il rapporto con la persona, a pelle. Mi era capitata un'altra persona, tramite amici, una cena, e non mi è piaciuto l'atteggiamento, le promesse»</p> <p>«sono disperata perché il mio consulente vorrebbe andare in pensione e non saprei a quel punto a chi affidarmi. Ha un figlio che lavora con lui, ma non ha la stoffa del padre. Non so come farò quando lascerà»</p> | <p>«Consulenza francamente no, mi fido più del mio commercialista che naviga in borsa»</p> <p>«Mi faccio consigliare da un amico che so che vale e poi vado in banca oppure faccio l'operazione dall'home banking»</p> <p>«Mio padre si è rivolto sempre alla stessa persona per 30 anni, adesso non è più così»</p> <p>«C'è tanta rotazione e non sai a chi rivolgerti; non è facile individuare la persona che ti possa seguire per tot anni»</p> <p>«un po' a pelle, un po' a fiducia»</p> |
| l'interazione con il consulente | <p>«mesi fa mi dice di fare una pensione (...), dice che è ottima. Guardo su internet, tutti ne han detto peste e corna. Ho visto i risultati e mi è bastato. Ho letto anche di una discussione tra un banker e uno del settore, ma non ho capito nulla. (...) ma è difficile informarsi su internet».</p> <p>«[la pensione integrativa, NdR] comunque non l'ho fatta. Le recensioni mi han spaventato»</p> <p>«(...) questa cosa è importante, la conoscenza. Non solo a livello di soldi ma abitudini, interessi, obiettivi, ti devi fidare»</p> <p>«io gli dico quello che voglio fare»</p> | <p>«la sportellista mi aveva detto che anche lei aveva fatto lo <i>switch</i>»</p> <p>«non trovi mai il consulente che ti dice 'aspetta a vendere', aspetta periodi migliori»</p> <p>«ma non vedo quali altre informazioni dovrei dare, oltre alla cifra e per quanto tempo voglio investire»</p> |
| l'evoluzione del servizio | <p>«almeno gli ultimi [consulenti, NdR] (...) ascoltano»</p> <p>«una volta c'era solo la banca, ora in banca discuti e ti dicono 'Se non le sta bene, cambi!', Non c'è più il direttore ad accoglierti»</p> <p>«ora di sicurezze non c'è nulla, il mondo è diverso»</p> | <p>«è per l'incompetenza della banca se siamo nel mondo delle criptovalute o degli investimenti nelle valute, vedo i miei colleghi che giocano con le valute come fosse burraco»</p> |

Tav. A2 – La consulenza automatizzata nella prefigurazione spontanea dei partecipanti

| | clienti assistiti da un consulente dedicato | clienti non assistiti da un consulente dedicato |
|----------------|--|---|
| cos'è | <p>«un consulente virtuale, quello che andrei a dire un consulente in banca, lui lo fa tramite una serie di domande ed estrapola il prodotto migliore»</p> <p>«mi viene in mente un programma...metto tutto e lui gestisce i soldi»</p> | <p>«un sistema tipo <i>big data</i>, che analizza tutti i dati possibili e consiglia il prodotto giusto in quel momento»</p> <p>«tipo un app che permette di monitorare gli andamenti o suggerirmi su cosa investire»</p> <p>«un processo di analisi»</p> <p>«magari una simulazione... investo per 10 magari 5 anni come voglio io, dopo un mese (di simulazione – NdR) se interessa guardo e decido»</p> <p>«è un algoritmo che mi dà la mia banca... dietro ci sono persone fisiche»</p> |
| come funziona | <p>«l'algoritmo fa tutto»</p> <p>«pescano i dati dal mercato... un filo diretto»</p> <p>«ti avvisa quando hai qualcosa che sta per scadere... puoi visionare i tuoi titoli»</p> <p>«personalizzato e mi dice mi chiamo tot sarò io...»</p> | <p>«metto, chiedo, imposto un po' di cose»</p> <p>«propone»</p> <p>«sì... e in base alle oscillazioni (di mercato – NdR) lui fa da solo»</p> <p>«i dati li inseriamo noi»</p> <p>«vede le mie disponibilità, liquidità, investimenti precedenti, sa il mio rischio, e suggerisce»</p> |
| chi la propone | <p>«mi piacerebbe se posso vederlo col consulente... facciamo questo, questo robot ha la storicità... una macchina con le informazioni, con un click esce un mondo»</p> <p>«io la vedo come un mezzo per il consulente»</p> <p>«potrebbe essere un'app che può essere vendibile alle banche, un brevetto...mai visto»</p> <p>«sì, per me meglio che sia della mia banca»</p> <p>«io lo vedo esterno alla banca»</p> | |
| dubbi e ansie | <p>«non so... l'algoritmo mi fa stare tranquillo, ma forse si perde un po' tutto l'aspetto umano»</p> <p>«mi mancherebbe la persona fisica (...) lui viene subito, 4 giorni e via (...) voglio sicurezza, se sbaglio a cliccare...»</p> <p>«ma a chi do i miei dati? Dove li prendono?»</p> <p>«ma se non va qualcosa con chi me la prendo?»</p> <p>«a me dà l'idea... mi sembra di dare dei soldi a una macchina, ci sono cose positive e negative... la macchina non sbaglia: fa quello per cui è programmata...»</p> <p>«per fare trading non ci vuole solo logica ma anche istinto: la macchina non ha istinto»</p> <p>«e poi gli <i>hacker</i>?»</p> <p>«mi sembra che ci sia la voglia di eliminare personale... e mi piace se posso guadagnarci io (...) da casa ci ragiono poi sul prodotto, in banca c'è il serpente incantatore»</p> | |

Tav. A3 – I livelli di valutazione del *robo advice*. Stralci di conversazione

| | |
|----------------------|--|
| attitudinale | <p>«anche in medicina stanno creando algoritmi per le diagnosi, possono diagnosticare meglio di un dottore reale... e negli USA i giudici stanno usando gli algoritmi per calcolare il rischio di recidiva» «è la direzione in cui andiamo, mi piacerebbe connettermi, appare un <i>pop-up</i>, ciao sono il tuo <i>robo advisor</i>... magari consiglia meglio di un consulente reale» «potenzialmente può essere interessante devo capire con chi mi interfaccio» «lo vedo come la possibilità di differenziare ulteriormente» «un pezzo da aggiungere solo se è gestito dalla mia banca, non me lo vado a cercare, un modo per diversificare ulteriormente»</p> |
| emotivo | <p>«per me manca elemento umano e il rapporto di fiducia di una persona fisica» «se chiamo ho un dubbio poi lo richiamo ed è un altro.... Come i <i>call centre</i>» «sì ma non è come il consulente che dice... fra due anni cosa vuoi fare... sì non ti conoscono come il consulente...» «sì almeno se sbaglia il consulente sai dove sbattere la testa» «ma nel rapporto con il consulente è una parte bella sapere conoscere... e questo non dà nulla di tutto ciò e dispiace» «in realtà non vedo l'utilità... sembra che si voglia bypassare il consulente... è giusto avere a che fare con qualcuno che spiega» «devo avere la consistenza... la banca entro... la struttura» «per me lo svantaggio è poter non capire» «e poi si capisce? (...) io che non capisco nulla di numeri... cosa capisco io, cosa leggo» «io non potrei da sola» «inserire questi dati... non mi fido... non ho carta di credito, faccio operazioni sicure... non ho nemmeno l'app su cellulare» «e gli hacker?» «mio fratello è laureato in sicurezza informatica... dice stai attento... bastano poche stringhe per cambiare la finalità di un programma» «la vedo più per i giovani»</p> |
| razionale/funzionale | <p>«l'oggettività del consiglio è un vantaggio, se il portafoglio è fatto su algoritmo dovrebbe essere il più vicino alle mie esigenze» «mi fido più di un programma che di una persona... è più razionale un programma che un promotore» «un altro aspetto positivo è che posso partire con un capitale basso» «risparmio di tempo e denaro, e tutti possono investire, è molto democratico» «in banca hai mezz'ora e devi decidere se sottoscrivere o no quando sei lì. Qui invece in casa posso mettermi domenica pomeriggio e vedere, valutare, magari non fare nulla, tornarci il giorno dopo» «è uno strumento anche per avere un controllo... immediato»</p> |

Quaderni FinTech

- 1** – marzo 2018 **Lo sviluppo del FinTech**
Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale
C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza

- 2** – dicembre 2018 **Il FinTech e l'economia dei dati**
Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici
Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori
E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli, G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli

- 3** – gennaio 2019 **La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari**
Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona

- 4** – marzo 2019 **Financial Data Aggregation e Account Information Services**
Questioni regolamentari e profili di business
A. Burchi, S. Mezzacapo, P. Musile Tanzi, V. Troiano

- 5** – luglio 2019 **Marketplace lending**
Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?
A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi

- 6** – dicembre 2019 **Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori**
Evidenze da un'analisi qualitativa
M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso