

RAFFAELE LENER

**LA CONSULENZA
DIGITALIZZATA**



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	CARMINE DI NOIA, CONSOB
ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - co Editor
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	EUGENIO GIAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	CLEMENS KOOL, Maastricht University
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - co Editor
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università degli Studi di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLISIA, Sapienza, Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - co Editor	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

ANTONIO FAZIO, GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCINELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RAFFAELE LENER

LA CONSULENZA DIGITALIZZATA

GENNAIO 2021



SOMMARIO

Capitolo 1

LA CONSULENZA NEL FINTECH7

- 1.1 Premessa. Cosa si intende per Fintech..... 7
- 1.2 I c.d. *Big Data* 10
- 1.3 *Blockchain* e *Distributed Ledger Technologies* (DLT) 10
- 1.4 DLT e infrastrutture di negoziazione..... 12
- 1.5 Le criptovalute nella giurisprudenza 15
- 1.6 Criptovalute e criptoattività nella lettura della Commissione UE..... 20

Capitolo 2

IPOTESI DI REGOLAZIONE29

- 2.1 Gli strumenti di *soft law* 29
- 2.2 La “democrazia” dell’algoritmo 31
- 2.3 La ricerca della *neutralità* tecnologica 34
- 2.4 Il limitato impatto della legge n. 12/2019 sui contratti
del mercato finanziario 36

Capitolo 3

LA CONSULENZA DIGITALIZZATA39

- 3.1 *Delocalizzazione* della consulenza..... 39
- 3.2 L’assenza di interazione umana 41
- 3.3 L’algoritmo..... 42

Capitolo 4

DISCIPLINA DELLA CONSULENZA DIGITALIZZATA

E TUTELA DEL CLIENTE45

- 4.1 Le diverse modalità di offerta del servizio..... 45
- 4.2 Il rapporto con il cliente 58
- 4.3 *Suitability assessment* e consulenza digitale. 64
- 4.4 Cenni alla tutela della privacy 70

Capitolo 5

IL “CONTROLLO” DELL’ALGORITMO73

- 5.1 L’algoritmo è pericoloso? 73
- 5.2 Il difficile controllo dell’algoritmo 75

1

LA CONSULENZA NEL FINTECH

1. Premessa. Cosa si intende per Fintech

Sono una decina di anni che anche in Italia la scienza giuseconomica si interroga sull'eterogeneo fenomeno del Fintech. Tuttavia non c'è, e forse non ha neppure senso cercarla, una definizione universalmente riconosciuta del fenomeno, idonea a racchiudere in sé le variegate modalità in cui esso si manifesta. Ci dobbiamo accontentare di una mera esegesi letterale della locuzione, che peraltro si limita a indicare la sussistenza di un collegamento applicativo-funzionale tra tecnologia (*Tech*) e finanza (*Fin*).

In realtà il Fintech è per sua natura fenomeno in continua evoluzione, non racchiudibile in un *contenitore* e non definibile in modo statico.

Questo fenomeno rappresenta, infatti, lo sviluppo e il progredire di 'metodologie' con le quali si costruiscono e si offrono al pubblico servizi finanziari.

L'area dei servizi finanziari si è invero dimostrata particolarmente fertile

per le nuovissime tecnologie; sono infatti pochi i servizi che non si sono “evoluti” in senso *tecnologico*; anche quelli in cui l’attività intellettuale umana e il contatto personale erano tradizionalmente ritenuti essenziali hanno subito fortissimi cambiamenti.

Si pensi alla nascita dei primi “consulenti robot”, i *c.d. robo-advisor*, o allo sviluppo su scala sempre più ampia di piattaforme che, grazie alla rete internet, facilitano l’incontro di imprese e finanziatori, dando vita alle varie fattispecie di “*crowdfunding*”.

Proprio i fenomeni collegati al *crowdfunding* costituiscono esempio paradigmatico. Nel giro di poco più di cinque anni, grazie all’avvento della tecnologia *blockchain*, questi sono riusciti ad evolversi così tanto che si ha l’impressione di non riuscire a comprenderli con sufficiente rapidità da poterli regolare *prima* che diventino obsoleti. È infatti già possibile constatare che nel momento in cui, ad esempio, si è riusciti a regolare in modo che si pensava “definitivo” l’*equity crowdfunding*, questo già si mostra in via di superamento.

Fenomeni siffatti portano a cambiamenti così rapidi che anche le tradizionali tecniche legislative, pur ove basate su una normativa primaria “di principi” integrata da una articolata regolamentazione secondaria attuativa – come nel sistema del Testo unico del 1998 – non possono che cedere il passo a *soft law* o altri strumenti, come le *regulatory sandboxes*, sufficientemente flessibili da permettere anche al legislatore di stare al passo con i tempi.

A prescindere dalle difficoltà di “confinamento” e regolazione del fenomeno, il rapporto tra tecnologia e finanza è ben più risalente rispetto a quanto si tende a credere. Già nel 1967, con l’introduzione degli ATM (*Automatic Teller Machine*), si sono cominciati a vedere i possibili sviluppi dell’integra-

zione tra automazione e finanza¹. Ai commentatori del tempo la disintermediazione “umana” delle operazioni di prelievo contante suscitò interrogativi molto simili a quelli che oggi pongono fenomeni quali le *cripto-valute* o il *robo-advice*².

Oggi ci sono studiosi che provano a ricostruire *ex post*, in modo inevitabilmente arbitrario, una sorta di percorso evolutivo della tecnologia applicata all’industria finanziaria³, distinguendo fra una fase caratterizzata ancora da un approccio “di tipo analogico”, in cui si ricorre a tecnologie elementari di comunicazione quali il telegrafo o il telefono (1866-1967), una fase successiva, che inizia appunto con i ricordati primi ATM, nella quale si sviluppa una sempre maggiore integrazione dei servizi bancari e finanziari con il mezzo informatico-telematico (1967-2008), e infine il periodo contemporaneo, in cui la prestazione “telematica” di servizi finanziari non è più esclusiva di banche e intermediari del settore, ma è aperta a operatori industriali, sino a poco tempo fa ritenuti estranei al mercato finanziario, quali Google o Amazon ad esempio, che riescono a entrare in mercati caratterizzati *in principio* dalla riserva di attività a favore di soggetti vigilati e iscritti a un albo grazie a nuovi paradigmi tecnologici.

Questo ingresso incontrollato indubbiamente preoccupa, ma nella dottrina, principalmente angloamericana, non manca chi parla, al riguardo, di un processo di “democratizzazione” dell’offerta di servizi creditizi e di investimento, individuando proprio in questa apertura del mercato derivante dal Fintech una risposta alla crisi finanziaria del 2008⁴.

1 Cfr. T. LERNER, *Mobile Payment*, Wiesbaden, 2013, p. 3.

2 Cfr. M. GIORGI, *Automazione, big data e integrazione funzionale: la necessità di nuova ermeneutica giuridica dei servizi di consulenza finanziaria*, in R. LENER, *Fintech. Diritto, tecnologia e finanza*, Roma, 2018, p. 62 ss.

3 ARNER, BARBERIS, BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, ottobre 2015 *University of Hong Kong, Faculty of Law, Research Paper no. 2015/047*.

4 Per queste riflessioni ancora GIORGI, *Automazione*, cit., p. 63 ss.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure.*
Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*
a cura di Raffaele Lener
- Q. 2/2016 *L'Asset Allocation in presenza di tassi di interesse negativi*
Nicola Borri, Enrico Maria Cervellati, Domenico Curcio, Antonio Fasano
- Q. 3/2016 *Risoluzione delle crisi bancarie e tutela dei depositi nella Unione Europea*
AA.VV.
- Q. 1/2017 *La probabilità (di default) non esiste.*
Discorso sopra la comparabilità delle misure di rischio
Simone Casellina, Giuseppe Pandolfo
- Q. 2/2017 *Le riforme del mercato del tabacco in Italia e in Grecia: verso un calendario fiscale.*
Marco Spallone, Stefano Marzoni, Alessandro Pandimiglio.
- Q. 3/2017 *I metodi di risoluzione delle controversie (ADR).*
L'Arbitro per le Controversie Fiscali (ACF): primi passi e prospettive.
A cura di Raffaele Lener e Alberto Franco Pozzolo.
- Q. 4/2017 *Il Microcredito: una "speciale" forma tecnica di finanziamento.*
Mariantonietta Intonti.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1/2018 *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*
Pina Murè, Marco Spallone
- Q. 2/2018 *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*
Raffaele Lener
- Q. 3/2018 *Quanta e quale educazione finanziaria per l'Italia? Un'analisi comportamentale*
Fabrizio Ghisellini
- Q. 4/2018 *A Bloomberg Terminal Primer*
Nicola Borri
- Q. 1/2019 *Un'analisi economica del comparto Lotterie in Italia: evidenza empirica e prospettive future*
Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio, Marco Spallone
- Q. 2/2019 *Partenariato pubblico-privato, concessioni e gestione dei rischi*
Biancamaria Raganelli
- Q. 3/2019 *Il settore del vaping in Europa. Tra innovazione, fiscalità e regolamentazione*
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio
- Q. 4/2019 *La Ricerca della Sostenibilità: uno Studio sulle Fondazioni Bancarie*
Mario La Torre, Sabrina Leo, Mavie Cardi
- Q. 1/2020 *Tutela del cliente e "giurisprudenza" ABF*
Rassegna ragionata
Giuseppe Leonardo Carriero, Raffaele Lener (a cura di)
- Q. 2/2020 *Il mercato dei giochi in Italia: dinamiche recenti e confronto internazionale*
Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio, Marco Spallone
- Q. 1/2021 *La consulenza digitalizzata*
Raffaele Lener

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Quaderno n. 1 /2021

Supplemento al n. 1-2 / 2021 di Rivista Bancaria - Minerva Bancaria

Direttore responsabile Giovanni Parrillo

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma

e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -

Fax +39 06 83700502

e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero degli Autori e non impegna la Direzione della Rivista

È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione

Finito di stampare nel mese di gennaio 2021 presso “Press Up” - Roma



COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

RAFFAELE LENER

Professore ordinario dal 1994, insegna diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tor Vergata. Insegna anche diritto commerciale presso la Luiss Guido Carli. In precedenza ha insegnato nelle Università di Perugia e Bari.

Già componente del collegio romano dell'ABF, è attualmente componente dell'ACF e membro del Comitato di Vigilanza dell'OCF. Fa parte del Giuri di Assoreti ed è stato responsabile dell'ufficio legale di Assogestioni dal 1986 al 1996.

È vicepresidente dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE).

Avvocato in Roma dal 1987, è stato dal 1998 al 2018 partner dello studio Freshfields Bruckhaus Deringer, per poi fondare lo studio Lener & Partners.

Ha fatto parte del collegio dei liquidatori del gruppo EFIM (1996/2006) e da ultimo è stato commissario straordinario di Carige, su nomina BCE (2019/20).

La **Consulenza Digitalizzata** di **Raffaele Lener**, ordinario di diritto dei mercati finanziari nell'Università di Roma Tor Vergata, guida il lettore nel complesso mondo dell'offerta telematica di servizi finanziari. Si va dalla nascita dei primi "consulenti robot", i c.d. *robo-advisor*, allo sviluppo su scala sempre più ampia di piattaforme che, grazie alla rete internet, facilitano l'incontro di imprese e finanziatori, anche dando vita a variegata fattispecie di "crowdfunding". I cambiamenti nel settore sono così rapidi che **le tradizionali tecniche legislative non possono che cedere il passo a soft law o altri strumenti, come le regulatory sandboxes**, sufficientemente flessibili da permettere anche al legislatore di stare al passo con i tempi.

Oggi la prestazione "telematica" di servizi finanziari non è più esclusiva di banche e intermediari del settore, ma è aperta a operatori industriali, ad esempio dei Big Data e del commercio: i nuovi paradigmi tecnologici hanno consentito di aprire varchi in mercati caratterizzati *in principio* dalla riserva di attività a favore di soggetti vigilati e iscritti a un albo.

Il Quaderno affronta lo sviluppo del Fintech fino alle criptovalute e le criptoattività; le ipotesi di regolazione e gli effetti delle ultime normative, come la legge n. 12/2019, che ha inciso sui contratti del mercato finanziario; la consulenza digitalizzata e gli algoritmi; la tutela del cliente; il difficile controllo dell'algoritmo.

€ 15,00

