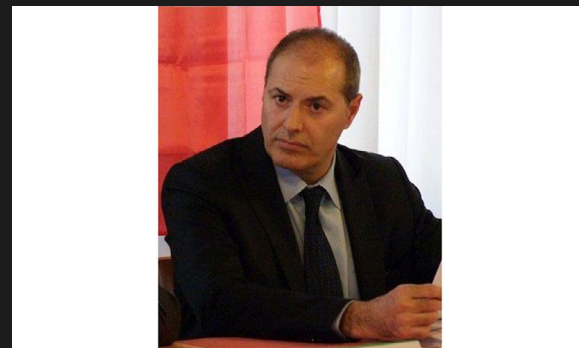


ATTUALITÀ

I nuovi intermediari: “i Neobroker”

19 Novembre 2025

Enea Franza, Responsabile Ufficio COP e Ufficio Camera di
Conciliazione ed Arbitrato, Consob



Enea Franza, Responsabile Ufficio COP e Ufficio Camera di Conciliazione ed Arbitrato, Consob *

> **Enea Franza**

Enea Franza è Direttore dell'Ufficio Consumer Protection e dell'Ufficio Camera di Conciliazione ed Arbitrato della Consob. Dottore commercialista e revisore legale. È stato presidente e membro di collegi sindacali di Enti e Società di interesse nazionale.

* Le opinioni nell'articolo sono espresse a titolo personale e non coinvolgono l'Ente per cui l'autore lavora.

Negli ultimi anni, l'emergere dei neobroker ha trasformato profondamente il modo in cui gli investitori accedono ai mercati finanziari, introducendo un modello digitale di intermediazione che riduce i costi, semplifica le operazioni e amplia la partecipazione dei piccoli risparmiatori. Con il termine "neobroker" si intendono comunemente piattaforme digitali che permettono l'accesso a strumenti finanziari – azioni, ETF, criptovalute, talvolta opzioni – attraverso app mobili intuitive, con apertura del conto rapida e commissioni basse o nulle, in netta contrapposizione al modello tradizionale di brokeraggio che implica filiali fisiche, consulenza personalizzata e struttura di costi più elevata.

Tra i principali esempi di neobroker a livello globale si annovera Robinhood Markets Inc., fondata nel 2013 negli Stati Uniti, che ha introdotto per prima il modello di *zero-commission trading*, divenendo simbolo della democratizzazione dell'investimento e catalizzatore del boom del retail trading durante la pandemia di Covid-19. Robinhood ha ispirato numerose piattaforme analoghe in Europa e in Asia, e rappresenta ancora oggi uno dei casi di studio più analizzati per il suo impatto sui comportamenti d'investimento dei millennial e per l'uso spinto della *gamification*. Un altro attore globale è eToro, fondata in Israele nel 2007 ma con forte presenza in Europa, nota per il modello di *social trading*, che consente agli utenti di replicare automaticamente le strategie di altri investitori; la piattaforma combina elementi di rete sociale e di trading, e ha contribuito a diffondere l'idea di investimento collaborativo.

In Europa, il panorama dei neobroker è particolarmente dinamico. In Germania spiccano Trade Republic e Scalable Capital, due tra i pionieri del modello europeo di intermediazione digitale a basso costo. Trade Republic, fondata a Berlino nel 2015, offre negoziazione di azioni, ETF e derivati con commissioni fisse estremamente ridotte, ed è divenuta in pochi anni uno dei principali player europei, superando i due milioni di clienti nel 2023. Scalable Capital, nata come piattaforma di robo-advisory, ha poi ampliato la propria offerta includendo un neobroker integrato, con un modello "freemium" che consente il trading gratuito per ETF selezionati e piani di accumulo automatizzati. Altri esempi europei significativi includono Degiro (Paesi Bassi), che si è distinto per l'integrazione di funzionalità di trading professionale in un'interfaccia semplificata e a basso costo, e Revolut, la fintech britannica originariamente focalizzata sui servizi bancari digitali, che ha successivamente aggiunto il trading azionario e di criptovalute.

all'interno della propria app, divenendo così un caso ibrido tra banca digitale e neobroker¹.

Nel contesto italiano, il mercato dei neobroker è più giovane ma in rapida crescita. Tra gli operatori locali più rilevanti si può citare Directa Sim, fondata a Torino nel 1995, che pur essendo nata prima della "stagione dei neobroker", rappresenta un precursore di questo modello per la sua strategia digitale e per aver introdotto in Italia la negoziazione online per clienti retail con costi ridotti. Oggi Directa mantiene una posizione consolidata, con una piattaforma completamente online e un'offerta di piani di investimento flessibili. Accanto a essa, si sono affermati nuovi intermediari digitali come Fineco Bank, che, pur essendo una banca a tutti gli effetti, offre un modello di trading online avanzato con caratteristiche vicine a quelle dei neobroker, e Young Platform, che opera prevalentemente nel segmento delle criptovalute, offrendo un'interfaccia intuitiva e piani educativi rivolti ai giovani investitori. Anche Moneyfarm, con sede a Milano e Londra, rappresenta una realtà significativa: pur nascendo come piattaforma di gestione patrimoniale automatizzata (robo-advisor), il suo modello ibrido di consulenza digitale e basso costo la colloca in prossimità dell'universo neobroker.

Il modello in esame ha contribuito in maniera sostanziale al processo di democratizzazione dell'investimento, inteso come ampliamento dell'accesso agli strumenti finanziari a categorie di utenti tradizionalmente escluse dai mercati. In particolare, l'introduzione di piattaforme digitali basate su logiche di automazione e sull'impiego di interfacce intuitive ha reso possibile la partecipazione di individui privi di pregresse competenze tecniche o esperienze operative nel settore finanziario. Tale trasformazione si è accompagnata a una progressiva riduzione delle barriere economiche e informative, grazie alla possibilità di effettuare operazioni con capitali iniziali modesti e alla diffusione di soluzioni che favoriscono la trasparenza e la semplificazione dei processi decisionali. Si pensi, ad esempio, alla possibilità di investire importi minimi — anche inferiori ai cento euro — in portafogli automatizzati, strumenti derivati

¹ Oltre ai casi citati, è opportuno menzionare Freetrade (Regno Unito), Public.com (Stati Uniti) e Saxo Bank (Danimarca), che hanno interpretato in modo differente il concetto di brokeraggio digitale. Freetrade, ad esempio, propone un modello di trading senza commissioni per investitori retail, finanziandosi attraverso sottoscrizioni mensili opzionali; Public.com, invece, unisce componenti di social network e di educazione finanziaria, mirando a costruire una comunità di investitori informati; Saxo Bank, pur essendo una realtà storica, ha evoluto la propria infrastruttura per offrire una piattaforma interamente digitale rivolta a investitori sofisticati, dimostrando come il modello neobroker possa convivere anche con modelli tradizionali di intermediazione.

semplificati o azioni frazionate, offerte da piattaforme di trading online e applicazioni di investimento retail. In questo senso, il modello in questione ha reso l'attività di investimento più accessibile e inclusiva, promuovendo una partecipazione finanziaria più ampia e diversificata.

Detto ciò, la diffusione dei neobroker solleva questioni rilevanti — riguardanti sia il comportamento degli investitori retail, sia la qualità dell'esecuzione degli ordini, sia la struttura di business delle piattaforme stesse — che meritano un'analisi rigorosa. In primo luogo, come suggerito, i neobroker si caratterizzano per un modello di costo fortemente ridotto, o addirittura azzerato per la singola operazione, grazie all'efficienza tecnologica, alla standardizzazione dei servizi e all'uso esclusivo o quasi esclusivo di piattaforme mobili. È emerso che questi soggetti tendono a generare ricavi attraverso canali alternativi rispetto alle commissioni tradizionali: ad esempio, la pratica nota come *payment for order flow* (PFOF) — cioè, il pagamento ricevuto da market maker o sedi di esecuzione per instradare gli ordini. Per inciso tale modello operativo comporta un conflitto di interesse intrinseco in quanto l'intermediario può essere incentivato a instradare gli ordini non sulla base della migliore esecuzione per il cliente, ma in base al pagamento più elevato ricevuto².

Inoltre, la struttura operativa di questi broker è spesso "lean", ovvero opera con costi e organizzazione molto snelli: riduce i costi fissi non mantenendo filiali fisiche estese, uffici grandi o una forza lavoro ampia, automatizza la maggior parte dei processi come apertura conto, trading e assistenza tramite app e piattaforme digitali, e ha una minore complessità organizzativa con pochi livelli gerarchici e decisioni rapide, concentrandosi su un numero limitato di prodotti o servizi principali. Questo modello permette prezzi più bassi ma implica meno supporto umano e meno protezione personalizzata. Inoltre, i neobroker offrono una gamma di strumenti più limitata, concentrandosi su azioni quotate su mercati principali, ETF e alcuni derivati semplici, mentre mancano fondi comuni complessi, prodotti struttura-

² L'European Securities and Markets Authority (ESMA) afferma che «*in most cases it is unlikely that the receipt of PFOF ... would be compatible with MiFID II*» (la direttiva europea sui mercati finanziari) proprio a motivo di tali rischi. In Italia, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) nel suo 32-esimo "Quaderno Giuridico" segnala espressamente che «*talora l'assenza di commissioni è resa possibile da politiche di remunerazione basate ... sul payment for order flow*». Per inciso, va comunque evidenziato che, sebbene gli ordini possano essere istradati verso venue meno liquide, per ottenere i maggiori guadagni, pur sempre l'intermediario è tenuto a garantire la best execution per l'investitore.

ti, soluzioni pensionistiche avanzate e strumenti di investimento personalizzati, il che significa che chi ha esigenze particolari non può trovare tutto ciò che serve in una sola piattaforma. I servizi di consulenza sono semplificati o assenti: i neobroker non offrono consulenza finanziaria personalizzata come i broker tradizionali ed eventuali servizi guidati si riducono a strumenti digitali come suggerimenti automatici di portafoglio, alert, notifiche push o guide generiche, per cui chi non ha sufficiente alfabetizzazione finanziaria potrebbe fare scelte rischiose senza rendersi conto delle implicazioni. In sintesi, i neobroker sono progettati per essere snelli, digitali, economici e user-friendly, rendendoli accessibili e veloci, ma più rischiosi per investitori inesperti perché offrono una gamma limitata di prodotti, forniscono consulenza minima o assente e il modello “lean” significa meno supporto umano e strumenti di mitigazione dei rischi.

In secondo luogo, il profilo dell’investitore che utilizza neobroker appare differente rispetto al tradizionale investitore retail. Studi quantitativi mostrano che gli utenti di queste piattaforme tendono ad essere più giovani, meno esperti in materia di investimenti, più propensi al rischio e con una frequenza operativa più elevata. Per esempio, uno studio del 2022 pubblicato su *Junior Management Science* ha mostrato che i clienti dei neobroker sono prevalentemente giovani, adottano strategie di investimento a breve termine e non rivolte tipicamente alla pensione, e che il design dell’applicazione — semplice, immediata, “giocosa” — esercita un’influenza significativa sul comportamento di trading³. Analogamente, una survey longitudinale tedesca ha rilevato che gli utenti delle app di trading hanno scarsa alfabetizzazione finanziaria e spesso fraintendono il modo in cui la piattaforma guadagna⁴.

Un terzo aspetto riguarda l’effetto comportamentale e la *gamification* implicita nel modello dei neobroker: le interfacce mobili, la notificazione in tempo reale, le metriche visive immediate, la facilità con cui si può inviare un ordine con un solo tocco concorrono a trasformare l’esperienza di trading in un’attività più vicina al gioco che all’investimento pianificato. Questo ha implicazioni rilevanti, perché induce un aumento della frequenza degli scambi (trading attivo), un’attenzione al breve termine, una

³ “Blessing or Curse? The Influence of Neobrokers on the Investment Behavior of Young Investors” di Maximilian Janussek, pubblicato su *Junior Management Science* (vol. 7, n. 5, 2022, pp. 1375-1399). Vedi https://jums.academypublishing.com/wp-content/uploads/2022/12/MA_Janussek.pdf

⁴ https://data.mendeley.com/datasets/jv36jsfd8v/1?utm_source=chatgpt.com

minore pianificazione strategica e – in alcuni casi – una performance inferiore rispetto a investitori più tradizionali e disciplinati. La gamification, come già rilevato, è stata evidenziata anche dalla CONSOB nel contesto della “gamification degli investimenti finanziari”, segnalando come i neobroker abbiano facilitato comportamenti potenzialmente impulsivi⁵.

Dal punto di vista del mercato e della microstruttura degli scambi, è emersa la questione dell’esecuzione degli ordini da parte dei neobroker: la European Securities and Markets Authority (ESMA) ha osservato che molte piattaforme di questo tipo eseguono lotti di clientela al dettaglio su “piccole venue” meno liquide rispetto ai mercati principali, con la conseguenza di *spread* più ampi e potenziali costi impliciti maggiori per l’investitore. Ciò significa che, sebbene le commissioni siano basse o nulle, l’effettivo prezzo di esecuzione potrebbe risultare meno favorevole, riducendo in termini pratici il beneficio percepito. Inoltre, la profilazione e il *routing* degli ordini possono generare conflitti di interesse, ad esempio quando la piattaforma viene remunerata per indirizzare ordini verso sedi specifiche anziché massimizzare il risultato per il cliente. Il rapporto “Inception Paper – Neobrokers” di BETTER FINANCE pubblicato in data 29 marzo 2024⁶ segnala chiaramente che i modelli di incentivo basati su inducement contrattuali con provider di ETF o fornitori di listini possono condurre a raccomandazioni di strumenti non ottimali per l’investitore.

Un ulteriore tema rilevante è quello dell’inclusione finanziaria: i neobroker possono essere letti come strumenti di democratizzazione dell’accesso ai mercati di capitale per fasce della popolazione che in precedenza erano escluse da tali opportunità (investitori giovani, con capitali modesti, utenti digitali). Le cifre ne danno testimonianza: ad esempio, un’analisi ha rilevato che le principali app di investimento hanno accumulato oltre 130 milioni di download globali fino a febbraio 2023⁷. D’altra parte, però, l’acces-

⁵ Il quaderno giuridico numero 32 della Consob analizza la gamification degli investimenti finanziari cioè l’uso di meccaniche di gioco nelle piattaforme di trading online e nei social media e mette in evidenza come queste tecniche influenzino in modo particolare gli investitori retail portandoli a scelte più impulsive e rischiose per effetto di notifiche premi e dinamiche competitive. Lo studio cita casi come quello di GameStop e Robinhood e propone aggiornamenti normativi per rafforzare la tutela degli investitori di fronte alle nuove forme digitali di investimento. Vedi: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset_publisher/pWAo8NvyjOZ1/content/qg32/11973?utm_source=chatgpt.com

⁶ https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/BF-Neobrokers-Inception-Paper-v1-2024_.pdf

⁷ https://finbold.com/investing-apps-downloads-statistics/?utm_source=chatgpt.com

so aumentato non si traduce automaticamente in risultati migliori o in una maggiore consapevolezza finanziaria. A ben vedere, infatti, l'alfabetizzazione finanziaria rimane bassa tra molti utenti, il che solleva preoccupazioni circa il potenziale di perdita finanziaria e di comportamenti imprudenti. Sul punto, lo studio "The Role of Trading Apps in Shaping Investment Behavior" ha evidenziato una correlazione tra uso di app di trading e maggiore assunzione di rischio e frequenza di trading, concomitante con livelli ridotti di alfabetizzazione finanziaria.

Sul piano regolamentare, la crescita dei neobroker ha attirato l'attenzione degli organismi di vigilanza, che stanno valutando come garantire la protezione degli investitori retail, la trasparenza dei modelli di business e la qualità dell'esecuzione. La CONSOB, come si è visto, ha segnalato la questione della gamification e del PFOF. A livello europeo è in corso l'esame di misure più stringenti, ad esempio verso il divieto o restrizione del *payment for order flow* per i clienti al dettaglio. Inoltre, la frammentazione dei mercati e il routing verso "piccole venue" pongono problemi di trasparenza e qualità del risultato per l'investitore.

I neobroker rappresentano una delle evoluzioni più rilevanti della finanza personale contemporanea, segnando il passaggio da un modello tradizionale, costoso e complesso, a un ecosistema più aperto, digitale e immediato. Queste piattaforme hanno abbattuto le barriere economiche e operative che per decenni hanno limitato l'accesso ai mercati finanziari, offrendo strumenti di trading a costi ridotti e un'esperienza d'uso intuitiva anche per investitori non professionali. Tuttavia, come sopra cennato, la stessa architettura che rende i neobroker accessibili ne rivela anche le fragilità. L'assenza di un filtro consulenziale, la forte componente di automazione e la struttura di ricavi fondata su modelli come il *payment for order flow* possono generare conflitti di interesse e distorsioni nell'esecuzione degli ordini. L'operatività ad alta frequenza, spesso incentivata da interfacce progettate per stimolare l'interazione continua, amplifica il rischio di comportamenti impulsivi e decisioni prive di un'adeguata valutazione strategica. Per l'investitore retail, utilizzare un neobroker significa entrare in un ambiente in cui la facilità d'uso non coincide necessariamente con la sicurezza o l'efficacia delle scelte finanziarie. Serve dunque un livello più alto di consapevolezza, sia rispetto ai meccanismi di funzionamento delle piattaforme sia in relazione alla propria tolleranza al rischio e agli obiettivi di lungo periodo.

Per le autorità di vigilanza e regolazione, l'affermazione del modello dei neobroker richiede una rifles-

sione approfondita sul bilanciamento tra innovazione tecnologica e salvaguardia dell'investitore. L'ampliamento dell'accesso ai mercati finanziari non può essere interpretato come un obiettivo in sé, ma come una componente di un processo più ampio di democratizzazione della finanza che, per essere effettivo e sostenibile, deve poggiare su tre pilastri fondamentali: la trasparenza, la consapevolezza e la correttezza dell'intermediazione. L'innovazione, infatti, non deve tradursi in un arretramento delle tutele, bensì in una loro ridefinizione coerente con le nuove modalità di interazione digitale. In questo senso, l'attenzione regolatoria dovrebbe concentrarsi su aspetti quali la chiarezza informativa riguardo ai meccanismi di esecuzione degli ordini, la gestione dei potenziali conflitti di interesse insiti nei modelli di remunerazione (come il *payment for order flow*), e la prevenzione di pratiche che, pur formalmente lecite, possano indurre comportamenti speculativi o eccessivamente impulsivi negli investitori retail.

Parallelamente, la democratizzazione dell'accesso ai mercati richiede un rafforzamento sistemico dell'educazione finanziaria, che consenta agli investitori di interpretare in modo critico le dinamiche del trading digitale e di comprendere i rischi connessi a strumenti e piattaforme sempre più sofisticati. La formazione finanziaria, in questa prospettiva, assume la funzione di presidio di stabilità e di protezione preventiva, complementare rispetto all'azione regolatoria ex post.

In prospettiva, la riflessione economico-giuridica potrà contribuire in modo decisivo alla ricostruzione degli effetti di lungo periodo derivanti dalla diffusione dei neobroker, esaminandone le implicazioni tanto sul piano micro-finanziario quanto su quello macro-sistemico. Sul versante individuale, appare opportuno indagare come l'intermediazione digitale incida sui processi di accumulazione di ricchezza, sulla qualità delle strategie di diversificazione e sull'evoluzione delle preferenze di rischio degli investitori retail, in relazione anche ai meccanismi cognitivi e comportamentali che tali piattaforme tendono a sollecitare.

Sul piano sistemico, l'analisi dovrà concentrarsi sugli effetti aggregati del fenomeno in termini di volatilità dei mercati, concentrazione dei flussi di negoziazione, omogeneizzazione dei comportamenti operativi e, più in generale, sulla resilienza complessiva dell'ecosistema finanziario retail. Particolare attenzione merita la potenziale interconnessione tra architetture algoritmiche, incentivi economici e dinamiche di mercato, che potrebbe generare nuove forme di rischio sistemico difficilmente intercettabili dai modelli regolatori tradizionali.

Una comprensione empiricamente fondata e interdisciplinarmente orientata di tali dinamiche risulta essenziale per fornire alle autorità di vigilanza strumenti analitici idonei a una regolazione adattiva e basata sull'evidenza. In questa prospettiva, l'obiettivo non è solo garantire la coerenza dell'innovazione tecnologica con i principi di equità, trasparenza e tutela dell'investitore, ma anche preservare la stabilità e l'efficienza dei mercati in un contesto di progressiva digitalizzazione e disintermediazione finanziaria.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
