

Servizi di investimento

Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie

di Edoardo Guffanti

La nozione del servizio di consulenza in materia di investimenti, introdotta da D.Lgs. n. 164/2007 in attuazione delle Direttive MiFID, presenta diversi elementi di distinzione rispetto a quella elaborata dalla Consob a partire dai primi anni novanta. Nonostante l'apparente chiarezza della definizione di tale servizio, l'individuazione degli esatti confini della fattispecie "consulenza" è apparsa sin dall'inizio non del tutto agevole. Proprio, la presenza di aree di incertezza ha reso opportuno l'intervento del CESR, il quale - nell'ambito delle iniziative di Livello 3 - ha chiarito a livello interpretativo alcuni aspetti di particolare rilevanza.

Premessa

Con l'entrata in vigore del D.Lgs. n. 164/2007, in attuazione delle Direttive MiFID, la consulenza in materia di investimenti ha cessato di essere un servizio accessorio ed è oggi nuovamente inclusa fra i servizi di investimento, la cui prestazione è riservata alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio (nel prosieguo, per brevità, "intermediari"), ai consulenti finanziari e alle società di consulenza finanziaria.

A ben guardare, per il nostro Paese si tratta di un ritorno al passato: il legislatore italiano, già all'inizio degli anni 90 (con la L. 2 gennaio 1991, n. 1), aveva contemplato la consulenza fra le attività di intermediazione mobiliare riservate alle Sim e alle banche, in ragione dell'idoneità del servizio in esame ad influenzare le decisioni di investimento degli investitori. Il declassamento di tale attività a semplice servizio accessorio - avvenuto successivamente con il D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. Decreto Eurosim) - e la conseguente sottrazione alla riserva di attività furono la conseguenza del recepimento della Direttiva n. 93/22/CEE, che ricomprendeva, appunto, tale attività nell'elenco dei "servizi accessori".

Il ritorno della consulenza nel novero dei servizi di investimento, reso necessario dalla «sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate» (Considerando 3 della Direttiva MiFID 1) non ha determinato, di per sé, impatti significativi sugli intermediari abilitati: questi, infatti, erano già tenuti ad osservare nella prestazione del servizio (accessorio) di consulenza le medesi-

me regole di condotta disposte per la prestazione dei servizi di investimento.

I profili di novità sono, invece, da ricercarsi altrove e, in primo luogo, nella nozione stessa del servizio.

Il servizio di consulenza: la nozione

La (nuova) qualificazione giuridica della consulenza, quale autonomo servizio di investimento, ha mutato la relazione tra questo servizio e gli altri servizi (tipicamente, il servizio di collocamento): da un sistema nel quale la consulenza (incidentale) era un servizio accessorio, funzionale al collocamento (o alla ricezione e trasmissione di ordini, o alla negoziazione), si è passati ad un sistema nel quale essa assume i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente, perdendo i connotati di attività strumentale alla "vendita" di strumenti finanziari. Si è, quindi, passati da una logica incentrata sullo specifico "prodotto" commercializzato ad una logica incentrata sulla consulenza resa al cliente.

Alla nuova qualificazione si aggiunge anche una diversa definizione del servizio di consulenza rispetto al passato. L'art. 1, comma 5-septies, D.Lgs. n. 58/1998 (di seguito, "TUF"), il quale - riprendendo il testo della MiFID, stabilisce che per «consulenza in materia di investimenti» si intende «la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario».

In base a tale definizione risulta chiaro come l'impostazione della MiFID, ora riflessa nel TUF, è profon-

damente diversa rispetto a quella precedente (1): vi è un'unica definizione del servizio - imperniata sulla prestazione di una raccomandazione personalizzata volta a suggerire un investimento relativo ad uno specifico strumento finanziario - cui si ricollega l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza.

Di qui, la necessità di un'ampia definizione in grado di ricomprendere non soltanto la consulenza erogata dall'intermediario e quella richiesta dal cliente, ma anche la consulenza c.d. "incidentale" (2), e ciò al fine di non privare della protezione - rappresentata dall'obbligo di valutare l'adeguatezza - le raccomandazioni insite nello svolgimento di un altro servizio.

Attualmente, quindi, per aversi consulenza è innanzitutto necessario che venga resa una raccomandazione, e non una semplice informazione relativa ad un'operazione su uno strumento finanziario (3). Dunque, l'intermediario non deve limitarsi a riportare dei fatti e/o degli eventi, per quanto rilevanti questi possano essere, ma deve esprimere un consiglio, una proposta, ovvero un giudizio e/o una valutazione sulla rilevanza dei fatti e/o eventi ai fini delle scelte di investimento del cliente.

La personalizzazione

Il primo requisito necessario per aversi consulenza è che la raccomandazione sia *personalizzata*. Al riguardo, è la MiFID stessa e, poi, il TUF, a precisare che tale requisito si ha quando la raccomandazione è presentata come adatta al cliente o quando la stessa viene fornita tenendo in considerazione le caratteristiche personali del cliente.

È irrilevante, a tal fine, che una raccomandazione, *presentata come adeguata* per il cliente, sia effettivamente adeguata. Dunque, la semplice presentazione di una raccomandazione come adeguata configura il requisito necessario (seppur di per sé non sufficiente) per aversi consulenza. Data la forte dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, il cliente deve poter fare affidamento sulle raccomandazioni che gli vengono presentate come adatte per lui. L'escludere dalla fattispecie "consulenza" le raccomandazioni non adeguate sarebbe, quindi, in contrasto con la finalità di tutelare l'investitore, e ciò in quanto verrebbero meno le tutele previste dall'ordinamento in relazione a detto servizio di investimento. Ovviamente, l'eventuale inadeguatezza del consiglio configurerebbe una violazione sanzionabile di una norma di condotta (i.e. l'obbligo di valutare l'adeguatezza), ma non farebbe venir meno la natura consulenziale della raccoman-

dazione. Una diversa soluzione, da un lato, porterebbe ad elevare una regola di condotta ad elemento necessario della fattispecie (4) e, dall'altro, determinerebbe l'esclusione delle raccomandazioni non adeguate dalla nozione di consulenza, con la conseguente non applicazione dell'obbligo di verifica dell'adeguatezza, posto proprio a tutela dell'investitore. Ne consegue che anche il rilascio di una raccomandazione, presentata al cliente come adatta seppur, in realtà, inadeguata, configura la prestazione del servizio di consulenza (5).

Note:

(1) Nell'assenza di una definizione normativa del "servizio di consulenza", la ricostruzione della fattispecie fu realizzata, in via interpretativa, dalla Consob. Secondo la ricostruzione della Commissione, il servizio (accessorio) di consulenza consisteva, in linea generale, «nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso». Più in dettaglio, tale servizio era caratterizzato:

- «dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore»;
- dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- dall'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;
- dalla circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato".

Una siffatta attività era considerata la consulenza "in senso proprio" e distinta dalla "consulenza incidentale".

(2) La c.d. "consulenza incidentale" si sostanzialmente, infatti, nel fornire informazioni e indicazioni circa un determinato prodotto o servizio, in sede di vendita o collocamento dello stesso: si riteneva che questa attività non configurasse un'autonoma attività di consulenza, bensì una generica attività strumentale al collocamento del servizio o del prodotto in questione.

(3) Sono informazioni che non configurano, di per sé, una raccomandazione: la quotazione di prezzi di azioni; la fornitura di informazioni su emittenti, la spiegazione delle condizioni contrattuali che regolano un investimento; il raffronto tra i benefici ed i rischi di un investimento rispetto ad un altro; la redazione e la pubblicazione di tabelle che mostrano i rendimenti di certi investimenti rispetto a determinati criteri; l'invio di avvisi (c.d. *alert*) al verificarsi di determinati eventi (es. il raggiungimento di un *target price*).

(4) In questi termini, A. Sciarrone Alibrandi, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, 2010, 605; F. Parrella, *La consulenza in materia di investimenti*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della Mifid in Italia*, 2010, 184 ss. Ritiene, invece, che «una raccomandazione non adeguata, non adatta al cliente manchi del requisito della personalizzazione»; F. Tedeschi, *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in www.dirittobancario.it, 5. Nello stesso senso, De Mari, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, 402, il quale ritiene che la valutazione di adeguatezza rileverebbe altresì sul piano della ricostruzione della fattispecie.

(5) Nel mese di aprile 2010, il CESR ha pubblicato una serie di (segue)

Specularmente, l'obbligo di fornire, nell'ambito del servizio di consulenza, soltanto "raccomandazioni adeguate" sussiste allorché l'intermediario desidera fornire ad un investitore una raccomandazione personalizzata. Considerato che non è sufficiente a rendere personalizzata una raccomandazione il solo fatto di essere rivolta ad un dato investitore, devono essere "adeguate" soltanto le raccomandazioni effettivamente *personalizzate*, stante la loro maggiore efficacia persuasiva (6).

Il requisito della personalizzazione, nei termini sopra indicati, impedisce di far rientrare nella nozione di consulenza tutte quelle raccomandazioni che, pur avendo ad oggetto un determinato strumento finanziario, sono generali, ossia rivolte ad un soggetto imprecisato e, per tale ragione, rese senza considerare le caratteristiche del destinatario della raccomandazione stessa. È il caso delle raccomandazioni standardizzate dirette al pubblico indistinto mediante, ad esempio, un quotidiano, una rivista, un sito internet o qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in (v. considerando n. 79 della Direttiva di secondo livello). In proposito, è utile sottolineare che - nonostante l'infelice formulazione della Direttiva (7) e, conseguentemente, dell'art. 1, comma 5-septies del TUF - una raccomandazione personalizzata, diretta ad uno specifico investitore, non cessa di configurare il servizio di consulenza per il solo fatto di essere trasmessa al destinatario tramite un canale di distribuzione (es. un sito web). Pertanto, configura attività di consulenza il fornire raccomandazioni in merito ad uno specifico strumento finanziario, che siano basate sulla considerazione delle caratteristiche del cliente, anche se quest'ultimo le ottiene tramite internet (es. accedendo ad un'area a sé riservata del sito web dell'intermediario). Correttamente intesa, la norma si limita a ribadire un concetto già desumibile dalla definizione stessa di raccomandazione e, cioè, che una comunicazione destinata al pubblico (e, in quanto tale, non personalizzata), e diffusa tramite canali di distribuzione, non è una raccomandazione *personalizzata*. In altri termini, una raccomandazione fornita tramite canali di distribuzione configura una "consulenza" se, e nella misura in cui, abbia i requisiti richiesti dall'art. 1, comma 5-septies per essere considerata una raccomandazione personalizzata.

Il requisito della personalizzazione è normalmente assente anche nelle cosiddette *buy list*, redatte periodicamente dagli intermediari e messe a disposizione della clientela. Ciò in quanto tali comunicazioni non sono rivolte ad uno specifico cliente, quanto piuttosto a tutti i clienti che usufruiscono di

un dato servizio di investimento (8). Questa affermazione non può, però, considerarsi valida in assoluto, essendo possibile individuare delle specifiche circostanze nelle quali una *buy list* diviene una raccomandazione personalizzata: è questo il caso di una lista redatta tenendo in considerazione le specifiche caratteristiche di un insieme ristretto ed omogeneo di clienti ai quali la stessa viene, poi, presentata per definire delle operazioni di investimento.

L'oggetto delle raccomandazioni

Con riguardo al secondo requisito del servizio di consulenza, ossia l'oggetto delle raccomandazioni, l'art. 1, comma 5-septies, TUF precisa che esso deve essere uno specifico strumento finanziario.

Resta, così, esclusa l'attività di c.d. *asset allocation*, essendo relativa a tipologie di strumenti, e non a specifici strumenti (9). Quest'ultima attività, indi-

Note:

(segue nota 5)

chiarimenti relativamente al servizio di consulenza (Q&A: *understanding the definition of advice under MiFID*; Ref. CESR/10-293), al termine di una consultazione iniziata nell'ottobre del 2009 (Ref. CESR/09-665). Tale documento rientra nel novero delle attività di "Livello 3", volte ad assicurare omogeneità nell'interpretazione della disciplina comunitaria vigente, e non rientra quindi nel più ampio processo di vera e propria revisione della MiFID. Il CESR ha chiarito che una raccomandazione presentata come adatta al cliente è una raccomandazione personalizzata che, ricorrendo anche gli altri presupposti, si qualifica come consulenza, e ciò indipendente dal fatto che la raccomandazione sia inadeguata per il destinatario; v. punto 48, ref. CESR/10-293. L'effettiva inadeguatezza configura violazione di un dovere da parte del consulente, ma non impedisce di qualificare il consiglio come una raccomandazione personalizzata fornita nell'ambito del servizio di consulenza.

(6) Come correttamente osservato, «l'obbligo di valutare l'adeguatezza non si accompagna a qualsiasi raccomandazione fornita a un cliente, ma costituisce una regola di condotta da osservare quando si voglia rappresentare la raccomandazione come a lui adatta», così F. Parrella, *op. cit.*, 186.

(7) Nell'ambito del processo di revisione delle Direttive MiFID, il servizio di consulenza e, più precisamente, la deroga prevista dall'art. 52 della Direttiva MiFID 2 - relativa alle raccomandazioni fornite tramite canali di comunicazione - è stata oggetto di un attento esame, che ha evidenziato l'opportunità di una riscrittura di tale deroga. Correttamente intesa (v. anche punto 66, Q&A: *understanding the definition of advice under MiFID*), l'esimente vale solo per le raccomandazioni destinate al pubblico e, in quanto tali, non personalizzate (i.e. le "raccomandazioni generali"). Specularmente, sono - e restano - raccomandazioni personalizzate quelle presentate come adatte per uno specifico cliente o basate sulle caratteristiche specifiche dello stesso e fatte pervenire allo stesso tramite un canale di distribuzione (es. pagina web, e-mail).

(8) V. CESR, v. Q&A: *understanding the definition, cit.*, punto 63.

(9) In questo senso, E. Carluccio, *L'attività di consulenza nel risparmio gestito: profili finanziari e normativi*, in S. Adamo (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, 2010, 169; P. Fiorio, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in www.ilcaso.it.

cata dal Considerando 81 della Direttiva MiFID 2 quale “consulenza generica”, è sottratta alla riserva di attività e può, quindi, essere prestata anche da soggetti diversi dagli intermediari abilitati. Tale conclusione, desumibile dalla definizione del servizio e dal citato Considerando, è stata recentemente confermata dal CESR (10), il quale ha precisato che una raccomandazione relativa ad una c.d. *asset class* si qualifica come consulenza generica e rientra nella nozione di consulenza soltanto laddove l'intermediario indichi al cliente un particolare strumento finanziario all'interno di tale *asset class*.

Ciò, si badi, non significa che ove tale attività di consulenza generica sia prestata da una SIM (od un altro soggetto abilitato) siano inapplicabili le regole di condotta, che invece continuano a trovare applicazione. Pertanto, se una SIM (o un altro soggetto abilitato) fornisce una consulenza generica ad un cliente presentandola come adatta per il destinatario, e tale consulenza non fosse in realtà adeguata, la SIM violerebbe l'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti.

L'art. 52 della Direttiva MiFID 2 precisa poi che la raccomandazione deve proporre la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:

- a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;
- b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

Non rientra, quindi, nel perimetro dell'attività di consulenza il fornire raccomandazioni personalizzate relative a servizi di investimento. Depone in tal senso, in aggiunta al richiamato art. 52, anche l'art. 1, comma 5, TUF il quale prevede espressamente che i servizi di investimento sono tali “quando hanno per oggetto strumenti finanziari”. Pertanto, una raccomandazione personalizzata relativa ad un servizio di investimento (es. gestione di portafogli) non rientra nell'ambito del servizio di consulenza (11) e può essere resa anche da un soggetto non abilitato quale, ad esempio, un *family office*.

Per le stesse ragioni sono escluse dal perimetro della fattispecie anche le raccomandazioni personalizzate relative a prodotti che non rientrano nel novero degli strumenti finanziari. Si pensi, ad esempio, ai prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione. Tuttavia, l'evidente fungibilità esistente

tra tali prodotti finanziari e gli strumenti finanziari ha reso opportuna l'estensione, nell'ordinamento italiano, dell'obbligo di verifica dell'adeguatezza anche ai consigli di investimento relativi a tali prodotti (v. art. 25 *bis*, TUF). In questa prospettiva, la scelta operata dal legislatore nazionale amplia la tutela degli investitori italiani (quando le relative raccomandazioni siano rese da soggetti abilitati), ma - come già detto - non estende il perimetro della fattispecie rispetto alla definizione comunitaria (12).

L'ampiezza della gamma

Chiarito che la consulenza si sostanzia nel rilascio di raccomandazioni personalizzate relative ad uno specifico strumento finanziario, vi è un ulteriore elemento sul quale concentrare l'attenzione, ossia la necessità, o meno, che la consulenza sia relativa ad un insieme sufficientemente ampio di strumenti finanziari. Ci si potrebbe chiedere, infatti, se per fornire il servizio di investimento un intermediario, un consulente finanziario o una società di consulenza finanziaria debba poter formulare le raccomandazioni avendo a disposizione un insieme ampio e variegato di soluzioni di investimento tra cui individuare quella più consona al profilo del proprio cliente.

La risposta all'interrogativo è negativa. La consulenza può avere ad oggetto anche soltanto i prodotti emessi e/o collocati dall'intermediario. Una chiara conferma in tal senso si ritrova nella disciplina sui promotori finanziari che prevede la possibilità che gli intermediari possono utilizzare promotori fi-

Note:

(10) Nonostante l'apparente chiarezza della definizione, l'individuazione degli esatti confini della fattispecie “consulenza” è apparsa sin dall'inizio non del tutto agevole. La presenza di aree di incertezza - stante anche l'importanza centrale della consulenza nell'impostazione della MiFID (che ne ha giustificato il re-inserimento nell'alveo dei servizi di investimento) - ha reso opportuno l'intervento del CESR nell'ambito delle iniziative di Livello 3 (“Q&A: *understanding the definition*, cit.).

(11) Sul punto, v. La risposta alla domanda n. 434, fornita dalla Commissione Europea, la quale partendo dalla norma richiamata nel testo, conclude: «*Therefore, the recommendation of the services of portfolio management is not to be considered as investment advice, because it is not related to a particular financial instrument*». Il testo è disponibile su <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm>.

(12) Del resto, il fatto che il perimetro disegnato dalla Direttiva non sia, sotto questo profilo, pienamente soddisfacente (poiché esclude alcune rilevanti operazioni di investimento, normalmente accompagnate da consulenza) è dimostrato dal dibattito attualmente in corso sui Packaged Retail Investment Products (cd. PRIps); v. *Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative*. Il testo è disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/prips_en.htm.

nanziari per prestare consulenza ai clienti rispetto ai soli strumenti finanziari proposti dall'intermediario. Inoltre, non pare possibile rinvenire nella definizione di consulenza alcun elemento che implichi la necessità che il consulente valuti un ampio insieme di strumenti finanziari. Questo profilo, ormai chiarito anche in sede comunitaria dal CESR (13), pone in evidenza la differenza tra l'attuale nozione di consulenza e quella in passato elaborata dalla Consob (14). La diversa matrice giuridica e storica delle due definizioni di consulenza - quella comunitaria e quella preesistente italiana - deve essere tenuta presente al fine di non incorrere nell'errore di attribuire al servizio di consulenza, definito dalla MiFID, caratteristiche e attributi che, seppur presenti nella nostra tradizione interpretativa, gli sono estranei.

Se, da un lato, è innegabile che per il cliente finale una consulenza indipendente (intendendosi per tale quella non limitata ai prodotti della casa) abbia una valenza diversa e maggiore rispetto alla consulenza relativa ai soli prodotti emessi o collocati dall'intermediario, dall'altro, è altrettanto vero che nell'attuale sistema normativo l'investitore viene tutelato mediante l'informativa pre-contrattuale, e non l'obbligo per il consulente di valutare un ampio insieme di strumenti finanziari. In questa prospettiva, la delimitazione dell'universo dei titoli da consigliare alla clientela dovrà essere chiaramente illustrata al cliente nell'ambito del contratto per la prestazione dei servizi di investimento. La Direttiva MiFID prevede, infatti, che gli intermediari finanziari devono fornire in tempo utile prima della conclusione del contratto di consulenza informazioni in merito alle caratteristiche del servizio offerto. In questo modo, il cliente - informato sulla portata ed estensione del servizio e, quindi, sulla valenza delle raccomandazioni - è messo nelle condizioni di poter selezionare il proprio consulente (anche) in base alle caratteristiche del servizio offerto, ovvero di soppesare le raccomandazioni personalizzate ricevute dal distributore di un dato prodotto che limita la propria consulenza agli strumenti finanziari dallo stesso collocati.

Si pone nella stessa prospettiva la proposta della Commissione Europea di modifica della Direttiva MiFID (15) che, volta a rafforzare il dovere di trasparenza degli intermediari, contiene una definizione di consulenza "indipendente". Tema, questo, che merita alcune riflessioni aggiuntive.

L'imparzialità del consulente

Nel paragrafo precedente si è cercato di definire l'esatto perimetro del servizio di consulenza, eviden-

ziando che nell'attuale assetto normativo non è necessario che le raccomandazioni siano fornite agli investitori sulla base di un'analisi di un ampio insieme di strumenti finanziari. Resta, però, un ultimo dubbio da sciogliere, derivante dall'assenza nella definizione del servizio di un qualsiasi riferimento all'indipendenza del consulente, nel senso di imparzialità rispetto agli investimenti consigliati. Ci si potrebbe, quindi, porre l'interrogativo in merito alla sua necessità nell'attuale sistema normativo.

Come sopra ricordato, in passato la Consob aveva evidenziato l'indipendenza dell'intermediario come un tratto qualificante del servizio (allora accessorio) di consulenza. Tale caratteristica era da ricollegare alla circostanza che la consulenza in senso proprio era un'autonoma e specifica attività, e non veniva considerata strumentale rispetto agli altri servizi di investimento prestati dall'intermediario al medesimo cliente (caratteristica qualificante, invece, della c.d. "consulenza incidentale").

L'impostazione adottata in sede comunitaria diverge anche sotto questo profilo dalla tradizione italiana e contempla la possibilità che il consulente non sia imparziale. La scelta iniziale del legislatore comunitario (discutibile o meno che sia) è stata, infatti, nel senso di definire il servizio sulla base del concetto di raccomandazione personalizzata, a prescindere dall'indipendenza del consulente (16). Numerose sono le dimostrazioni di una tale impostazione. Si pensi, ad esempio, alla possibilità che il consulente riceva incentivi dalle società i cui prodotti vengono sottoscritti/acquistati per effetto dell'attività svolta dal consulente. Inoltre, è ben possibile che il servizio di consulenza sia prestato congiuntamente con il servizio di collocamento. Anzi, tale soluzione organizzativa è stata incoraggiata dal-

Note:

(13) In merito all'ampiezza del servizio di consulenza, il CESR ha chiarito che lo stesso non deve necessariamente essere relativo ad un insieme ampio di strumenti finanziari, potendo essere limitato ad un insieme ristretto di strumenti, ovvero a soltanto quelli "della casa". Dunque, l'indipendenza (rispetto all'oggetto della consulenza) non è un requisito necessario dell'intermediario-consulente, fermo restando il dovere di informare in modo chiaro il cliente, prima della prestazione del servizio, in merito all'estensione della gamma dei prodotti oggetto del servizio.

(14) V., *supra*, nota 1.

(15) Commissione Europea, *Review Of The Markets In Financial Instruments Directive (Mifid)*, 2010. Il testo è disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

(16) Sul punto, sia consentito rimandare a E. Guffanti, *Il quadro normativo*, 4 ss., in A. Di Mascio (a cura di), *La consulenza finanziaria*, 2011.

la Consob in sede di attuazione delle Direttive, in considerazione del fatto che - a giudizio della Commissione - il collocamento di strumenti finanziari è, di norma, preceduto dall'erogazione di consulenza nei confronti del cliente (17).

L'attuale disciplina, dunque, non prevede l'imparzialità quale requisito necessario del consulente. Oggi, è quindi possibile erogare il servizio di consulenza anche laddove l'intermediario percepisca un compenso dalle c.d. "società prodotto", ovvero laddove l'insieme degli strumenti finanziari oggetto del servizio sia limitato ai soli prodotti "della casa".

Tuttavia, dopo alcuni anni dall'implementazione della disciplina, è emersa l'opportunità di rendere esplicita l'eventuale indipendenza del consulente, così da distinguere un'attività di consulenza focalizzata essenzialmente sulle esigenze del cliente da un'attività orientata (anche) alla vendita di strumenti finanziari. Per l'investitore una consulenza indipendente ha una valenza diversa. In tale prospettiva, la Commissione Europea propone (18), da un lato, di obbligare i soggetti abilitati al servizio di consulenza a comunicare al potenziale cliente, prima dell'inizio della prestazione del servizio, se le raccomandazioni sono fornite, o meno, sulla base di un'analisi indipendente («... *advice based on a fair analysis of the market...*») e, dall'altro, di prevedere in capo al consulente, che desideri qualificarsi come indipendente, l'obbligo di valutare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato ed il divieto di percepire di incentivi (es. retrocessioni commissionali) dalle società prodotto. Entrambi i presidi sono chiaramente volti alla protezione del cliente finale, il quale deve poter fare affidamento sull'effettiva indipendenza del consulente che si sia qualificato come tale.

L'assenza del requisito dell'imparzialità non significa, però, assenza di tutele per gli investitori, i quali vengono protetti in diversi modi: innanzitutto, imponendo che il cliente sia compiutamente informato prima dell'inizio della prestazione del servizio di consulenza in merito, appunto, al tipo di consulenza fornita, agli eventuali incentivi percepiti dal consulente, ai conflitti di interesse che possono danneggiare il cliente.

In secondo luogo, la tutela si realizza mediante l'obbligo di valutare l'adeguatezza. Resta quindi escluso che il consulente, pur non essendo imparziale, possa suggerire operazioni inadeguate per l'investitore. Tuttavia, non si può trascurare il fatto che - di per sé - il test dell'adeguatezza ha un limite strutturale, che non garantisce un livello di tutela analogo a quello offerto - almeno in linea di principio - dall'imparzialità. Al

consulente non è, infatti, imposto di paragonare lo strumento consigliato con altri strumenti finanziari. Ne consegue che la raccomandazione, pur dovendo essere adeguata - ossia coerente con il profilo finanziario del cliente - non necessariamente ha ad oggetto il prodotto migliore o preferibile rispetto ad altri, ben potendo esserci nel novero degli strumenti offerti, ovvero sul mercato, analoghi strumenti caratterizzati da migliori rendimenti e/o minori costi, ecc. Ovviamente, tanto più ristretto è il novero degli strumenti finanziari oggetto di consulenza, tanto è maggiore il rischio, a parità di altri fattori, che il cliente riceva consigli di investimento adeguati, ma non ottimali. Posto, dunque, che è lecito ritenere la sola verifica di adeguatezza non idonea, di per sé, a garantire all'investitore il medesimo "livello di servizio" che otterrebbe da una consulenza imparziale, si deve però osservare che la disciplina dell'adeguatezza non è pensata né per assicurare l'indipendenza, né per gestire i conflitti di interessi, anche se delle valide procedure per assicurare l'adeguatezza delle raccomandazioni sono senz'altro d'ausilio a tal fine.

Infine, la tutela del cliente rispetto a raccomandazioni distorte è realizzata anche tramite la disciplina sui conflitti di interesse (19), che prevede l'obbligo per il consulente di gestire i conflitti in modo tale da: (a) assicurare che i soggetti rilevanti, impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse, possano agire in modo indipendente, così da evitare (b) che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti. In questo ambito, la politica di gestione dei conflitti di interesse e, più precisamente, le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti devono essere tali da garantire un grado di indipendenza appropriato ai soggetti rilevanti, impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse. L'indipendenza è quindi un mezzo-fine, essendo a sua volta finalizzata ad evitare il pericolo che le raccomandazioni persona-

Note:

(17) Al riguardo, la Consob precisò che - sebbene non fosse (e non sia) escluso, in via astratta, che una servizio di investimento (es. collocamento, ricezione e trasmissione ordini, ecc.) venisse erogato senza essere accompagnato da consulenza - «... può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti», in Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti, 2007, 4.

(18) Commissione Europea, Review Of The Markets In Financial Instruments Directive, *cit.*, 56.

(19) Sul punto, A. Antonucci, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 9.

lizzate fornite ai clienti siano distorte per perseguire altre finalità. Non è questa la sede nella quale formulare approfondite valutazioni in merito agli strumenti ed alle tecniche tramite le quali possa essere raggiunto un sufficiente grado di indipendenza. Al riguardo, ci si limita, pertanto, ad osservare che la disciplina sui conflitti di interesse recupera, almeno in parte, la necessità di indipendenza di giudizio della funzione dedicata alla consulenza in un intermediario polifunzionale. A tal fine, l'intermediario deve adottare misure organizzative tali da rendere la struttura dedicata alla prestazione del servizio di consulenza sufficientemente indipendente.

In sintesi, il combinato disposto delle norme sulla trasparenza pre-contrattuale, sull'adeguatezza e sulla gestione dei conflitti di interessi dovrebbe, nelle intenzioni del legislatore, assicurare un adeguato livello di protezione. Del resto, come già evidenziato da altri autori (20), l'ordinamento di settore «tolle- ra il rischio che la raccomandazione possa essere distorta dall'interesse dell'intermediario a raccomandare gli strumenti finanziari che colloca; anzi, consente la retrocessione al consulente delle commissioni da questi maturate sulla base del rapporto di collocamento in essere con le società che emettono gli strumenti raccomandati», essendo considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente, in circostanze nelle quali questa non sia distorta a seguito della ricezione di dette commissioni (considerando n. 39 della Direttiva di secondo livello).

A ben vedere, tale impostazione comunitaria amplia la nozione di consulenza rispetto a quella presente nel nostro ordinamento prima del recepimento delle Direttive MiFID che, come sopra ricordato (21), faceva invece perno sulla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati.

Resta comunque una significativa differenza tra gli intermediari e i consulenti finanziari (c.d. *fee only*): l'indipendenza necessaria per i primi può essere relativa, ossia appropriata al contesto, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dell'intermediario e del suo gruppo, nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati (art. 25, Regolamento Congiunto); per i secondi l'indipendenza è imposta per il tramite di specifiche limitazioni ed incompatibilità.

I consulenti finanziari (c.d. *fee only*)

Com'è noto, il nostro legislatore si è avvalso di una delle opzioni consentite agli Stati membri dalla Di-

rettiva, ed ha esteso la possibilità di prestare il servizio di consulenza anche a soggetti diversi da quelli abilitati alla prestazione dei servizi di investimento e, segnatamente, ai cc.dd. consulenti finanziari (art. 18 *bis* TUF) e alle società di consulenza finanziaria (art. 18 *ter* TUF). Dunque, è possibile per:

- le persone fisiche, in possesso di specifici requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali ed iscritte nel apposito Albo, e
- le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso di requisiti patrimoniali e di indipendenza ed iscritte in apposita sezione del citato Albo.

prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti, a condizione che tali soggetti non detengano, neppure temporaneamente, somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

La scelta del legislatore si giustifica in considerazione del fatto che il servizio di consulenza - ove sia prestato senza che il consulente detenga denaro o strumenti finanziari di pertinenza della clientela - non pone particolari problemi sotto il profilo della vigilanza prudenziale e di stabilità. I temi rilevanti, sul piano della vigilanza, attengono essenzialmente alla sfera delle regole di comportamento, e degli obblighi più generali di trasparenza, rendendo, quindi, non necessario riservare la prestazione del servizio in via esclusiva agli intermediari.

Il TUF affida alla normativa secondaria la soluzione delle questioni inerenti la prestazione di tale servizio da parte dei consulenti finanziari e delle società di consulenza: da un lato, al Ministro dell'economia e delle finanze, dall'altro alla Commissione nazionale per le società e la borsa. Più in dettaglio, è rimesso al Ministro il compito di definire requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali dei soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza (con diverse formulazioni, peraltro, dell'art. 18 *bis* rispetto all'art. 18 *ter*); mentre alla Consob spetta il compito, in sostanza, di formulare le regole di condotta, di trasparenza, nonché disciplinare la tenuta degli albi (iscrizione; radiazione; incompatibilità, ecc.) (22).

Il Ministero ha provveduto - con D.M. 24 dicembre 2008, n. 206 - all'emanazione del regolamento concernente le materie ad esso affidate dal TUF ("Rego-

Note:

(20) F. Parrella, *cit.*, 191.

(21) V., *supra*, nota 1.

(22) Sul punto, diffusamente, F. Annunziata, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter TUF)*, in *Corr. giur.*, 2010, 285.

lamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari"). L'art. 5 del DM rende esplicito che per i consulenti finanziari il requisito dell'indipendenza assume una diversa, e maggiore, valenza rispetto agli intermediari abilitati. Se, infatti, per questi ultimi l'indipendenza viene assicurata tramite l'insieme di diverse regole di condotta (v. par. 3.1), i consulenti non intermediari sono soggetti a più stringenti disposizioni. Più precisamente, il citato art. 5 sancisce che non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che «intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti». A ciò si aggiunge l'impossibilità per gli iscritti all'Albo di percepire «alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio». Netta è quindi, la distinzione sul punto rispetto alla disciplina sugli incentivi applicabili agli intermediari: questi ultimi possono percepire - al ricorrere di determinate condizioni - anche incentivi monetari dalle società prodotte. L'indipendenza - nei termini sopra indicati - è quindi un requisito necessario per la permanenza dell'iscrizione all'Albo che si aggiunge, integrandolo, al dovere di gestire i conflitti di interessi. In aggiunta ai requisiti previsti dal DM, il Regolamento Consob n. 17130 dispone, infatti, alcune rivelanti previsioni sul piano delle regole di condotta, modellate sulla falsariga delle regole applicabili agli intermediari abilitati (23).

L'attività successiva al rilascio delle raccomandazioni

Entrambe le Direttive, e quindi il TUF, tacciono in merito alla fase successiva al rilascio della raccomandazione e all'(eventuale) investimento da parte del cliente. In assenza di chiare indicazioni, ci si è interrogati in merito alla necessità che il consulente valuti nel tempo gli investimenti raccomandati al cliente. La risposta all'interrogativo è negativa: attualmente, il servizio di consulenza può esaurirsi con il rilascio della raccomandazione personalizzata, senza includere quindi l'attività di assistenza nella fase successiva (c.d. monitoraggio del portafoglio).

Depone in tale senso la definizione stessa del servizio, che non contiene alcun elemento riferibile alla valutazione degli investimenti effettuati dal cliente sulla base delle raccomandazioni ottenute.

Tuttavia, in considerazione del possibile affidamento che i clienti potrebbero fare relativamente, appunto, al monitoraggio da parte del consulente dei loro investimenti (poiché consigliati dal consulente stesso e spesso realizzati per il tramite del medesimo intermediario), è utile inserire nel contratto una chiara descrizione dei contenuti del servizio di consulenza, ponendo in luce il perimetro dello stesso, ossia indicando se lo stesso sia limitato al rilascio della raccomandazione, ovvero includa anche il monitoraggio del portafoglio del cliente.

Proprio il fatto che il cliente potrebbe aspettarsi, nell'ambito del servizio di consulenza, un supporto di medio periodo, esteso alla fase successiva all'effettuazione dell'investimento raccomandato, la Commissione Europea è intervenuta sul punto, mediante una consultazione pubblica conclusa recentemente (24), il cui risultato sarà una proposta di modifica della Direttiva MiFID nel corso di quest'anno.

Nel documento di consultazione, è stato proposto di introdurre l'obbligo:

- a. di comunicare al cliente qualunque modifica di rilievo intervenuta in relazione agli strumenti finanziari raccomandati;
- b. di confermare al cliente, almeno annualmente, che gli strumenti finanziari raccomandati siano ancora adeguati al suo profilo, anche in termini di diversificazione del rischio in relazione all'intero patrimonio investito.

È di tutta evidenza che, qualora tali proposte fossero accolte, il servizio di consulenza non potrebbe più essere limitato al solo rilascio delle raccomanda-

Note:

(23) In quest'ottica, il punto di maggior interesse è rappresentato dalla disciplina dei conflitti di interesse (art. 25 del Regolamento Consob n. 17130), che riprende l'impostazione prevista nella Direttiva MiFID 1: è infatti stabilito che i consulenti finanziari devono identificare i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, e devono gestire tali conflitti, assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Analogamente a quanto previsto per gli intermediari abilitati, anche i consulenti finanziari devono informare i clienti, prima di agire per loro conto, qualora le misure adottate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato. Ciò al fine di consentire loro di assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano.

(24) V., *supra*, nota 14.

zioni, ma dovrebbe necessariamente prevedere un'attività continuativa di supporto al cliente. È tuttavia possibile che la soluzione proposta dalla Commissione sia nel senso di obbligare il consulente soltanto a comunicare al cliente l'esatta estensione del servizio reso, così da consentire una scelta informata del soggetto al quale rivolgersi quale consulente. Ove così fosse, la soluzione comunitaria sarebbe analoga a quanto già avviene, per prassi, nel nostro Paese. È, però, possibile che la Commissione proponga una terza impostazione, limitando l'obbligo di assistenza post-vendita, nei termini sopra indicati, ai soli investimenti la cui scadenza è superiore ad un determinato arco temporale.

La distinzione rispetto alla ricerca in materia di investimenti

L'attività di ricerca in materia di investimenti rappresenta, nell'ambito dei servizi accessori, quello maggiormente affine al servizio di consulenza (25). Essa consiste in ricerche o altre informazioni che raccomandino, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento, riguardante uno o più strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari, compresi i pareri sul valore o il prezzo (attuale o futuro) di tali strumenti, destinate a canali di distribuzione o al pubblico. Più precisamente, affinché tali attività configurino il servizio di ricerca è necessario che siano soddisfatte le due seguenti condizioni:

- le ricerche e/o le informazioni vengano designate o descritte come ricerca in materia di investimenti o con termini analoghi, o vengano presentate come una spiegazione obiettiva o indipendente delle questioni oggetto della raccomandazione;
- se la raccomandazione in questione venisse fatta dall'impresa di investimento ad un cliente, non costituirebbe consulenza in materia di investimenti.

La definizione consente di ravvisare taluni elementi che aiutano a distinguere la ricerca dal servizio di consulenza. Si è detto che nel servizio di consulenza l'attività dell'intermediario (o del consulente finanziario) si sostanzia nel fornire raccomandazioni personalizzate. L'attività di consulenza si distingue, sotto questo profilo, dall'attività di ricerca (anche se questa non è l'unica differenza che corre tra i due servizi): nella prestazione del servizio di consulenza, l'intermediario (o il consulente finanziario) offre ad un cliente un consiglio che è basato sulle sue caratteristiche o che è presentato come adatto per lui. Nel caso dell'attività di ricerca, invece, la raccomandazione è fornita sulla base di un'attività

di analisi e studio che prescinde dalla figura del destinatario, al quale è lasciato il compito di verificare la coerenza della stessa con i propri obiettivi di investimento e, più in generale, con il proprio profilo finanziario. Le raccomandazioni, frutto dell'attività di ricerca, sono quindi generali (nel senso sopra indicato) e destinate ad una molteplicità di destinatari, non necessariamente affini tra loro.

Inoltre, la consulenza si distingue dalla "ricerca" per il fatto che quest'ultima è un'analisi indipendente e/o obiettiva delle questioni oggetto della raccomandazione, tant'è che numerose sono le norme a tutela dell'indipendenza degli analisti (v. art. 27 e 28 Regolamento Congiunto) e della trasparenza (mediante l'evidenziazione gli eventuali rapporti tra analista e emittente gli strumenti finanziari). Proprio per questa ragione, gli intermediari che intendono produrre o divulgare una "raccomandazione" (intesa quale ricerca intesa a raccomandare o a proporre una strategia di investimento relativa a strumenti finanziari) priva dei requisiti di cui sopra, devono specificare chiaramente che tale raccomandazione non rispetta i requisiti volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti. Si vuole, in tal modo, evitare di ingenerare nel destinatario del documento (o dell'informazione) l'erronea convinzione che la strategia di investimento contenuta nella "ricerca" sia stata elaborata sulla base di un'analisi indipendente. In sintesi, la ricerca si distingue dalla consulenza per il fatto di essere generale (ossia non personalizzata) e frutto di un'analisi necessariamente obiettiva.

Chiarito il discrimine tra "raccomandazione personalizzata" e "ricerca", è lecito affermare che la semplice distribuzione di ricerca da parte di un intermediario ai propri clienti non configura la prestazione del servizio di consulenza. Il che, però, non significa che la ricerca non possa essere usata quale mezzo per erogare anche il servizio in esame. Si pensi, ad esempio, al caso in cui la struttura commerciale di un intermediario invii ai propri clienti una ricerca su determinati strumenti finanziari e successivamente prenda contatto telefonico con i destinatari per discutere le caratteristiche ed i pregi dello strumento finanziario oggetto della ricerca.

Nota:

(25) Tra i servizi accessori, vi è un altro servizio che presenta un certo grado di affinità con il servizio di consulenza. Si tratta della consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese. Sul punto, M. De Mari, *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia di investimenti*, in questa *Rivista*, 2009, 401 e ss.