

CONSULENZA E PROMOZIONE

Cos'è veramente scritto nella normativa

settembre 2009

CONSULENTI INDIPENDENTI

TUF art. 18bis – (consulenti finanziari persona fisica)

art. 18bis comma 1 - “La riserva di attività di cui all’articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento dal Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, di prestare consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.”

TUF art. 18ter – (società di consulenza finanziaria)

art. 18ter comma 1 - “A decorrere dal 1 ottobre 2009, la riserva di attività di cui all’articolo 18 non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni e società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento dal Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, di prestare consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.”

art. 18ter comma 2 - “Il Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, può prevedere il possesso da parte degli esponenti aziendali, dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza.”

TUF art. 18bis – (consulenti finanziari persona fisica)

art. 18bis comma 2 - “E’ istituito l’albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta, in conformità alle disposizioni emanate ai sensi del comma 5, provvede un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze, sentite Banca d’Italia e la Consob.”

TUF art. 18ter – (società di consulenza finanziaria)

art. 18ter comma 3 - “Nell’albo di cui all’articolo 18bis, comma 2, è istituita una sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria (...).”

PROFILO E AMBITO DI ATTIVITÀ

ALBO

PROMOTORI

MIFID Dir 2004/39/CE (1 livello) art.4 n.25 e art. 23 par.1 (definizione e attività “tied agent”)

art. 4 n. 25 - “agente collegato: persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o i servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari e/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti e servizi finanziari.”

art.23 par 1 - “Gli Stati membri possono decidere di permettere alle imprese di investimento di nominare agenti collegati per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini (...), collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese.”

TUF art. 31 comma 2 (promotori finanziari)

art. 31 comma 1 - “Per l’offerta fuori sede, le imprese di investimento (...) si avvalgono di promotori finanziari”

art. 31 comma 2 - “E’ promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della Direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l’offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L’attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto.”

TUF art. 30 comma 1 (Definizione “offerta fuori sede”)

art.30 comma 1 - “Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico: a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale (...)
b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale (...)”

TUF art. 31 – (promotori finanziari)

art. 31 comma 4 - “E’ istituito l’albo unico dei promotori finanziari (...). Alla tenuta dell’albo provvede un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati. L’organismo (...) provvede all’iscrizione all’albo, previa verifica dei necessari requisiti, e svolge ogni altra attività necessaria per la tenuta dell’albo. (...)”

CONSULENTI INDIPENDENTI

Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) Decreto 24/12/2008 n.216 art. 5 (requisiti di indipendenza)

art. 5 comma 1 - "Non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che intrattengono direttamente, indirettamente o per conto terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti, 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."

Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) Decreto 24/12/2008 n.216 art. 5 (requisiti di indipendenza)

art. 5 comma 3 - "Per la prestazione della consulenza in tema di investimenti, gli iscritti all'Albo non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio"

Consob Regolamento attuativo art 18bis TUF (doc. di consultazione 30/6/2009) art. 13 (incompatibilità)

art. 13 comma 1 - "L'attività di consulente finanziario è incompatibile:

(a) con l'esercizio dell'attività di promotore finanziario;

(b) con l'esercizio dell'attività di agente di cambio;

(c) con l'esercizio dell'attività di intermediazione assicurativa (...)

(d) con l'esercizio delle attività di agente in attività finanziaria (...)

(e) con ogni ulteriore incarico o attività che si ponga in grave contrasto con il suo ordinato svolgimento."

INDIPENDENZA

REMUNERAZIONE

INCOMPATIBILITÀ

PROMOTORI

Consob Regolamento intermediari – Delibera 16736 (18/12/2008) art. 104 ("attività dei promotori finanziari")

art. 104 - "I promotori finanziari svolgono compiti ed assolgono gli obblighi loro demandati ai sensi delle disposizioni disciplinanti l'attività dei soggetti abilitati, sulla base e nei limiti dell'incarico loro conferito"

Consob Nuovo Regolamento intermediari - Esito delle consultazioni – Linee di indirizzo (30/10/2007) – Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti

p.5: "(...)la consulenza (anche quella che configura servizio di investimento) può essere esercitata dall'impresa di investimento anche per il tramite dei propri promotori finanziari. In tal senso depone la lettera stessa della MIFID ai sensi della quale (art 23 par.1 le imprese di investimento possono avvalersi di agenti collegati "per promuovere i loro servizi (...) e prestare consulenza rispetto agli strumenti e i servizi finanziari proposti da tali imprese"

Consob Nuovo Regolamento intermediari - Esito delle consultazioni – Linee di indirizzo (30/10/2007) – Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti

p.4: "(...)E' poi necessario che l'intermediario che decide di prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti precisi preliminarmente l'ambito, il set, di prodotti/servizi finanziari sui quali potranno insistere i "consigli di investimento", al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa l'ampiezza del relativo servizio. (...)"

Consob Regolamento intermediari – Delibera 16736 (18/12/2008) art. 108 comma 6 (remunerazione promotore)

art. 108 comma 6 - "Il promotore non può ricevere dal cliente o dal potenziale cliente alcuna forma di compenso ovvero di finanziamento"

Consob Regolamento intermediari – Delibera 16736 (18/12/2008) art. 106 ("attività dei promotori finanziari")

art. 106 (Incompatibilità) - "L'attività di promotore è incompatibile:

(...)

(dbis) con l'esercizio dell'attività di consulente finanziario di cui all'articolo 18bis del Testo Unico;

(...)"

CONSULENZA FINANZIARIA

MIFID Dir 2004/39/CE (1 livello) art.4 par.1 punto 4 (Definizione “consulenza finanziaria”)

art. 4 (Definizioni) par.1 punto 4 - “*consulenza in materia di investimenti: prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari;*”

MIFID Dir 2006/73/CE (2 livello) art. 52 (Definizione “consulenza finanziaria”)

art. 4 (Definizioni) par.1 punto 4 - “*Ai fini della definizione di consulenza in materia di investimenti (...), una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore (o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore).*

Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta a tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare 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.*

Una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico.”

(D.Lgs. n.164/2007 e) TUF art. 1 comma 5 septies e comma 6 punti d ed f (definizione “consulenza finanziaria”)

TUF art.1 comma 5septiest - “*Per consulenza in materia di investimenti si intende la: prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore dei servizi, riguardo ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.”*

CONSULENZA GENERICA

MIFID Dir 2006/73/CE (2 livello) 81° e 82° considerando (Definizione “consulenza generica”)

81° considerando - “*Una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti (...), in quanto la presente direttiva specifica che (...) la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari. (...)”*

82° considerando - “*Gli atti compiuti da un'impresa di investimento che siano preparatori alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa di investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività di investimento.”*

(D.Lgs. n.164/2007 e) TUF art. 1 comma 5 septies e comma 6 punti d ed f (definizione di “servizi accessori”)

TUF art.1 comma 6 punti d e f - “*Per servizi accessori si intendono:*

(...)

(d) *la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria (...);*

(...)

(f) *la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari”*

Consob Nuovo Regolamento intermediari - Esito delle consultazioni – Linee di indirizzo (30/10/2007) – Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti

p. 3 - “*(...) La consulenza generica non costituisce consulenza in senso proprio ai fini della MIFID, ma momento strumentale e preparatorio (potenzialmente) di qualsivoglia servizio di investimento (...).”*

Promotori e consulenti : non è una questione di interpretazione ma di regole e conflitti d'interesse

Le innovazioni in materia di consulenza finanziaria introdotte da MIFID verranno tra breve completate con l'emanazione dei relativi Regolamenti Consob dei quali si è appena conclusa la fase di consultazione. L'impianto regolamentare verrà poi concretamente avviato a fine anno con la prevista istituzione del nuovo Albo dei consulenti finanziari. Si compie così un altro passaggio epocale nel nostro ordinamento, analogo a quello che, nel 1991, legittimò la figura professionale del promotore finanziario. Continuano tuttavia ad apparire sulla stampa interventi che, ancorché redatti da competenti giuristi (cfr. ad esempio F. Bochicchio, MF del 7/7/2009 e 28/8/09; L. Frumento MF del 10/7/2009) non aiutano affatto a cogliere gli elementi di novità, ma rischiano anzi di occultarli. Poiché le novità sono disegnate a tutela degli investitori più deboli ("non qualificati"), è invece necessario uno sforzo di definitiva chiarezza. Le innovazioni introdotte dalla normativa sono infatti di rilevante portata e, in materia di consulenza finanziaria, sono sostanzialmente tre: (1) il promotore finanziario non è un consulente, ma un agente monomandatario; (2) la consulenza finanziaria è un servizio finanziario specifico, autonomo da promozione e collocamento; (3) la consulenza finanziaria si configura in tendenziale conflitto di interessi con il collocamento di prodotti finanziari.

(1) I profili professionali. Il singolo promotore – o tied agent secondo la definizione MIFID (art.23 Dir 2004/39/CE) - non è un consulente. Secondo il TUF (art.31 comma 2) "è promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario esercita professionalmente l'offerta fuori sede. L'attività di promotore finanziario si esercita esclusivamente

nell'interesse di un singolo soggetto abilitato" (impresa di investimento o banca). Come correttamente evidenzia anche la qualifica professionale, il promotore è il soggetto abilitato a "promuovere e collocare" fuori sede strumenti e servizi finanziari (TUF art. 30 e 31), ma non è abilitato ad erogare consulenza in autonomia (cfr. Consob, delibera 16736 art. 104). Il promotore è cioè la figura professionale per il cui tramite una banca o una SIM collocano i propri prodotti ed erogano i propri servizi, tra cui anche eventualmente la consulenza finanziaria. I veri soggetti abilitati alla consulenza sono però la banca e la SIM, che ne assumono piena titolarità, non il promotore, il quale è un agente (o dipendente o mandatario) tenuto - anche nell'attività di consulenza - ad attenersi alle modalità ed alle indicazioni di merito dell'intermediario per cui opera. Il promotore non è quindi un soggetto abilitato ad "elaborare" consulenza, ma solo ad esporla nei modi e nei contenuti che gli vengono dettati dall'intermediario a cui è contrattualmente legato. Il promotore, al contrario del consulente finanziario, può essere remunerato solo dall'intermediario, mai dal cliente (cfr. Consob, del 16736 art 108 c. 6). L'attività caratteristica della figura del promotore è quindi la promozione ed il collocamento di prodotti e servizi finanziari, non la consulenza, non cioè la formulazione "in proprio" di raccomandazioni personalizzate specifiche.

Il consulente finanziario è invece, secondo la recente ridefinizione normativa e regolamentare, una figura professionale molto diversa dal promotore (TUF art 18bis-18ter): il consulente è infatti un libero professionista che non può intrattenere alcun tipo di rapporto contrattuale (di dipendenza, di agenzia, di amministrazione ecc.) con intermediari fi-

nanziari, che non può maneggiare denaro, che non può collocare o promuovere prodotti e servizi di questi ultimi e soprattutto che può essere remunerato esclusivamente dal cliente (MEF D. 24/12/2008 n.216 e art.12-13 Regolamento Consob attuativo art. 18bis).

Queste caratteristiche regolamentari ne definiscono il profilo in modo inequivoco: il consulente è una specie di "avvocato finanziario del cliente", è cioè è colui che aiuta l'investitore a scegliere, mettendo a disposizione di quest'ultimo esclusivamente la propria competenza.

Così come Pubblico Ministero ed Avvocato sono entrambi esperti di diritto, ma svolgono ruoli distinti e contrapposti, anche le figure professionali del promotore e del consulente indipendente sono tenuti al medesimo livello di competenza e maneggiano la medesima materia, ma lo fanno da prospettive diverse e tendenzialmente contrapposte: il ruolo del promotore è quello di "adeguare" al profilo del cliente il menù di prodotti offerti dall'intermediario a cui è legato; il consulente finanziario assiste liberamente l'investitore nel selezionare le soluzioni più "adeguate" a quest'ultimo all'interno dell'universo degli strumenti "promossi e collocati" dai promotori per conto di banche e SIM. Il consulente è cioè la figura che assiste l'investitore nel negoziato con l'intermediario, anche se quest'ultimo è talvolta rappresentato dal promotore. Promotore e consulente siedono quindi figurativamente su due lati opposti del tavolo: il promotore dal lato dell'intermediario, il consulente dal lato del cliente. Non a caso la normativa fa divieto al promotore di ricevere remunerazione dal cliente, mentre fa obbligo al consulente di riceverla esclusivamente da quest'ultimo.

Contrariamente a quanto affermato da molti (cfr. ad es. Bochicchio), la

normativa ha quindi risolto, non accentuato, le ambiguità ancora presenti nella normativa pre-MIFID, prescrivendo confini tassativi tra la figura del promotore e quella del consulente indipendente. Non a caso gli Albi professionali di promotori e consulenti sono tra loro distinti e l'iscrizione all'uno preclude la contemporanea iscrizione all'altro (Regolamento Consob art. 13). E non è neppure vero, come sovente si afferma, che consulenza e collocamento siano complementari e inscindibili e che quindi il promotore non possa "di fatto", nell'esercizio delle attività che gli sono proprie, prescindere dalla consulenza.

(2) La consulenza finanziaria. La nozione di "consulenza in materia di investimenti", come servizio finanziario autonomo, ha infatti acquisito con MIFID una connotazione molto rigorosa: la consulenza finanziaria erogabile solo da soggetti abilitati è infatti quella che ha per oggetto "raccomandazioni personalizzate (...) riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario" (TUF art. 5 septies). Non sono quindi soggette a riserva l'asset allocation, la pianificazione finanziaria, l'analisi finanziaria e le raccomandazioni generali di investimento, le quali mantengono la natura di attività propedeutiche (i c.d. "servizi accessori") ai servizi finanziari in senso stretto. Una definizione così stringente di consulenza finanziaria taglia corto rispetto al diffuso luogo comune che non possa esserci "collocamento" di prodotti finanziari senza consulenza. Secondo MIFID, asset allocation, pianificazione finanziaria e raccomandazioni generali sono propedeutiche e funzionali sia al servizio di "consulenza agli investimenti", sia alle attività di "promozione e collocamento" proprie dei promotori. Poiché asset allocation e pianificazi-

one finanziaria non sono soggette ad alcuna abilitazione, il fatto che esse siano anche parte dell'attività abituale del promotore non conferisce quindi in alcun modo alla figura di quest'ultimo alcuna autonoma titolarità "consulenziale". Quello che la separazione tra promozione e consulenza postulata da MIFID vuole evitare è che la mera vendita di prodotti venga spacciata come "raccomandazione personalizzata" formulata nell'interesse esclusivo del cliente, quando invece risponde agli interessi dell'intermediario (e del promotore).

(3) Conflitti di interesse. La consulenza prevede infatti livelli di tutela dell'investitore più elevati degli altri servizi finanziari ("test di adeguatezza") ed è in questo assimilata dal legislatore alla gestione individuale. Si potrebbe quasi dire che la consulenza è da considerare, nell'accezione di MIFID, una "gestione individuale senza esecuzione". In entrambi i casi si trasferisce infatti sull'intermediario e/o il consulente la totale responsabilità di agire nell'esclusivo interesse dell'investitore e quindi l'obbligo, per l'intermediario o il consulente di attenersi procedure che specifichino in modo non arbitrario "l'interesse del cliente" (test di adeguatezza/contratto) ed il correlato onere di dimostrare di essere sempre stati fedeli ad esso nello svolgimento del mandato (rendicontazione e "tracciabilità"). Nell'attività di offerta congiunta da parte degli intermediari sia di servizi di consulenza, sia di collocamento di prodotti finanziari, i "test di adeguatezza" e la "tracciabilità" dei consigli erogati acquistano necessariamente la valenza di "onere della prova" che l'intermediario non ha abusato del conflitto di interessi di cui è portatore. In questo caso infatti l'intermediario potrebbe potenzialmente consulenziale il cliente sulla

base di considerazioni in contrasto con l'interesse dell'investitore finale, proponendo prodotti propri ovvero prodotti su cui percepisce commissioni più elevate. La normativa vincola l'intermediario a dimostrare di non avere subordinato l'attività di consulenza ai suoi interessi di collocamento. Ben lungi dal rappresentare un superfluo aggravio burocratico, "adeguatezza" e "tracciabilità" appaiono obbligate dalla natura intrinsecamente conflittuale del collocamento rispetto alla consulenza.

Normativamente più semplice (ma evidentemente politicamente non praticabile) sarebbe stata per il legislatore la via di non consentire allo stesso soggetto la contemporanea offerta di consulenza e collocamento, ripristinando l'originario divieto per i promotori di erogare consulenza (cfr. art. Legge n.1 2/1/1991). Gli onerosi adempimenti a cui MIFID ha sottoposto banche e SIM sono il costo inevitabile di una concessione ottenuta dai distributori in sede di discussione legislativa, non una pleonastica vessazione. Basterebbe separare normativamente distributore da consulente per poterne fare del tutto a meno. Il consulente finanziario indipendente è infatti, per definizione, esente da tale rischio in quanto il conflitto d'interesse è già rimosso a monte, nel divieto di operare in qualunque modo per conto di un intermediario e di ricevere commissioni sui prodotti.

Ovviamente la grande maggioranza dei promotori possiede competenze e capacità consulenziali, talvolta di altissimo livello. Il punto è però che anch'essi dovranno presto decidere se essere "pubblico ministero" o "avvocato": dovranno cioè decidere in quale ruolo spendere le proprie competenze e come capitalizzare il patrimonio di fiducia della clientela di cui spesso sono titolari.