

Comunicazione n. DIN/9076005 del 18-8-2009

Inviata a ...

Oggetto: Richiesta di elementi informativi riguardanti l'attività di "consulenza in materia di investimenti"

Si fa seguito alla nota del ..., con cui la S.V. ha chiesto chiarimenti circa la riconducibilità o meno al servizio di consulenza in materia di investimenti delle attività di seguito descritte, *«esercitat[e] da una persona fisica o da uno studio associato o da un soggetto collettivo (persona giuridica o società di persone) tramite un Sito Web»*:

a) nella prima fattispecie prospettata, l'attività consisterebbe nel *«fornire, con carattere di continuità, ... segnali operativi discrezionali o generati da appositi trading system aventi ad oggetto specifici e ben individuati valori mobiliari e strumenti finanziari ..., indicando specificamente il prezzo di acquisto o di vendita, lo stop loss, il target profit»*. I *«segnali operativi»* verrebbero forniti *«tramite il sito Web, ... l'utilizzo di e-mail, ... l'utilizzo di sms»*. Al cliente verrebbero, inoltre, forniti *«report sull'andamento dei mercati, di singoli valori mobiliari e strumenti finanziari, quotati o non quotati, attraverso l'utilizzo dell'analisi tecnica e fondamentale; consigli/analisi/raccomandazioni su operazioni già effettuate dagli abbonati; valutazioni, analisi, giudizi, consigli su qualsiasi prodotto finanziario, anche di natura assicurativa, di natura strutturata etc, presente sul mercato nazionale ed internazionale; risposte a eventuali quesiti dei soggetti registrati»*;

b) nella seconda fattispecie prospettata, l'attività consisterebbe *«nell'indicare dei portafogli modello di investimento»*, suddivisi in base alla tipologia di rischio (basso, medio, elevato). Nell'ambito di tali portafogli, verrebbero indicati i pesi non solo delle singole *asset class*, ma anche *«degli specifici valori mobiliari e strumenti finanziari di ogni asset class»*. Verrebbe, inoltre, monitorato costantemente l'andamento dei portafogli, *«ai fini di suggerire eventuali modifiche di asset allocation tattica»*.

Entrambe le attività verrebbero svolte, previa sottoscrizione di un apposito abbonamento e rilascio di una *password* di accesso al sito, a favore del *«pubblico dei risparmiatori indistinto, di cui non si tiene conto delle caratteristiche di adeguatezza dell'operazione consigliata»*. Sia il servizio di *trading* sia quello di *asset allocation*, strategica e tattica, vengono espressamente qualificati come *«non personalizzat[i]»*.

In proposito, si osserva quanto segue¹.

A seguito delle modifiche al quadro legislativo di riferimento, introdotte dalla normativa di recepimento della MiFID (d.lgs. n. 164/2007), la consulenza in materia di investimenti è stata ricondotta fra i "servizi e attività di investimento" (cfr. art. 1, comma 5, d.lgs. n. 58/1998 – di seguito anche "il TUF" –), il cui esercizio professionale nei confronti del pubblico è riservato a soggetti abilitati².

¹ Per maggiori dettagli sulle caratteristiche del servizio di investimento in esame si rinvia anche alle "prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti", che formano parte integrante del documento "Nuovo Regolamento Intermediari — esiti della consultazione" pubblicato sul sito CONSOB (30 ottobre 2007).

² Al riguardo si rammenta che, prima del recepimento della suddetta normativa comunitaria, l'attività in esame era annoverata fra i servizi accessori, il cui esercizio non era dunque soggetto a riserva. La consulenza, dunque, poteva esser svolta liberamente da chiunque, sia in forma individuale che in forma societaria. Nel caso in cui il servizio venisse svolto da intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, la consulenza era assoggettata, in via generale, alle regole di condotta dettate dal TUF; ciò non era, invece, previsto per il caso in cui l'attività fosse svolta da soggetti diversi dagli intermediari autorizzati.

L'art. 1, comma 5-septies, del TUF fornisce una definizione di tale servizio di investimento, precisando 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**. 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 distribuzione³».

Tratti caratterizzanti la nozione sono, dunque:

- 1) che la raccomandazione sia “**personalizzata**”, ossia «presentata come adatta per il cliente» ovvero «basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente» stesso. Tale elemento distingue la consulenza “servizio di investimento” dalla prestazione di raccomandazioni generali, le quali formano invece oggetto, insieme alla ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria, di un servizio accessorio (cfr. art. 1, comma 6, lett. f), TUF). Al riguardo, si precisa che, ai fini della configurabilità del servizio di consulenza, è sufficiente che la raccomandazione sia «presentata» come adatta per quel cliente o basata sulle sue caratteristiche personali. Resta, dunque, una distinzione fra la configurazione della fattispecie “consulenza” e la *disciplina* della stessa (incentrata, come noto, sulla necessaria valutazione di adeguatezza delle raccomandazioni fornite). In altri termini, se un consiglio (avente ad oggetto uno specifico strumento finanziario) viene “presentato” come adatto al cliente, si avrà una fattispecie di “consulenza”, salvo poi verificare se questa è stata svolta correttamente, nel rispetto dei doveri di articolata conoscenza del cliente e della conseguente valutazione di adeguatezza delle operazioni consigliate (e dunque se è stata osservata la disciplina del servizio);
- 2) che l'oggetto di tale raccomandazione personalizzata sia costituito da un **determinato** strumento finanziario. Tale elemento distingue il servizio di investimento dalla cd. “consulenza generica”, la quale riguarda un **tipo** di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, ecc.) e non uno strumento specifico. Nell'ambito della consulenza generica, che non costituisce servizio di investimento, può essere ricondotta anche l'attività di *financial planning*, nella misura in cui la stessa non si traduca nella raccomandazione di singoli strumenti finanziari.

Nel caso in esame, le attività descritte si sostanziano in raccomandazioni che possono avere ad oggetto anche specifici strumenti finanziari. La riconducibilità o meno delle stesse alla fattispecie “consulenza in materia di strumenti finanziari” è, peraltro, subordinata all'accertamento dell'ulteriore requisito della “personalizzazione”: le raccomandazioni in questione integreranno gli estremi del servizio di investimento qualora, in concreto, risultino presentate come adeguate al cliente, o comunque basate sulle caratteristiche del singolo cliente.

Come indicato, l'esercizio professionale, nei confronti del pubblico del servizio di consulenza in materia di investimenti è riservato, ai sensi dell'art. 18, comma 1, del TUF, alle imprese di investimento e alle banche⁴.

³ In proposito, si richiama il 79° considerando della direttiva 2006/73/CE, ai sensi del quale «la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di “consulenza in materia di investimenti” di cui alla direttiva 2004/39/CE».

⁴ Il citato art. 18, al comma 2, TUF prevede che il servizio di consulenza possa essere prestato professionalmente nei confronti del pubblico anche dalle SGR nonché dalle società di gestione armonizzate, qualora autorizzate nello Stato membro d'origine.

Peraltro, ai sensi dell'art. 18-*bis* del TUF (rubricato “consulenti finanziari indipendenti”) la riserva di attività sopra descritta «*non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze⁵, sentite la Banca d'Italia e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti*». Il legislatore, peraltro, ha subordinato l'esercizio del servizio in esame all'iscrizione in un apposito albo di nuova istituzione. L'albo sarà tenuto da un costituendo Organismo, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti dovranno essere nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. L'art. 18-*bis*, comma 5, TUF rimette alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei principi e dei criteri relativi, fra l'altro, alla formazione di tale albo e alle condizioni, nonché alle modalità di iscrizione allo stesso⁶.

Analogamente, ai sensi dell'art. 18-*ter* del TUF (recentemente introdotto per effetto dell'art. 2 della legge n. 69 del 18 giugno 2009 e rubricato “società di consulenza finanziaria”) «*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 o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti*». Anche in questo caso, l'esercizio dell'attività è subordinato all'iscrizione in un'apposita sezione dell'albo dei consulenti finanziari indipendenti.

CONSOB

L. Spada F. Macaluso

⁵ Cfr. decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 dicembre 2008 n. 206.

⁶ Si segnala che è in fase di adozione il Regolamento Consob che darà attuazione a tale previsione normativa. In proposito, si richiama il documento di consultazione “regolamento di attuazione dell'articolo 18-bis, del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari” pubblicato sul sito Consob.