

SCHEDE DI APPROFONDIMENTO

I SERVIZI E LE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO. ALCUNE NOZIONI.

1. LA NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO E QUELLA PER CONTO TERZI. CONTINUITÀ E NOVITÀ RISPETTO AL REGIME VIGENTE.

1.1 IL QUADRO NORMATIVO NAZIONALE

L'art. 1, comma 5, del TUF menziona tra i servizi di investimento la "negoiazione per conto proprio" (lett. a) e la "negoiazione per conto terzi" (lett. b).

Il TUF, come già la corrispondente disciplina comunitaria, non fornivano alcuna definizione che consentisse di dare un preciso contenuto alle nozioni in questione, sicchè la dottrina aveva potuto interrogarsi sul perimetro dei due servizi e, in particolare, della negoziazione per conto proprio, che, anche per ragioni storiche, presentava maggiori aree di incertezza. La stessa Consob aveva fornito, con apposite comunicazioni, propri indirizzi interpretativi.

In particolare, la Consob ha avuto modo di precisare la differenza tra l'attività di negoziazione per conto proprio (servizio di investimento) rispetto all'attività di investimento del proprio patrimonio: *"la caratteristica essenziale dell'attività svolta dagli intermediari negoziatori in proprio" è la "mess[a] a disposizione del pubblico degli investitori" del portafoglio di valori mobiliari detenuto dalla società "per soddisfare, tramite compravendite, le loro esigenze di investimento o disinvestimento".* Da tale *proprium* discende che l'attività *"di investimento delle proprie disponibilità finanziarie in valori mobiliari ... non costituisce, ai sensi delle disposizioni vigenti, attività di intermediazione mobiliare. Essa infatti non ha nulla a che vedere con l'attività di negoziazione per conto proprio ... in quanto le compravendite di valori mobiliari avverrebbero sempre ad iniziativa della società e non su richiesta e nell'interesse del pubblico degli investitori"*¹. In altra occasione e sotto altro profilo, con riferimento all'operatività di una società sul mercato telematico dei titoli di Stato, la Consob ha precisato che solo ove l'attività di negoziazione sull'MTS *"venga svolta strumentalmente alla esecuzione di ordini di clienti, ancorchè qualificati, essa costituisce attività di intermediazione mobiliare"*².

¹ Comunicazione n. DAL/RM/95003079 del 19 aprile 1995.

² Comunicazione n. BOR/RM/95000704 del 24 gennaio 1995. Su tale impostazione - volta a distinguere, sul piano concettuale e giuridico, l'operatività sui mercati dalla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio - si registrava peraltro l'opinione di chi, in dottrina, riteneva che i soggetti ammessi alle negoziazioni sui mercati dovessero essere considerati comunque "negoziatori per conto proprio".

Nel quadro antecedente alla MiFID, secondo tali orientamenti, tratto tipico e caratterizzante il servizio (di negoziazione per conto proprio) era la direzione dell'attività ai terzi, la disponibilità a far fronte a esigenze di negoziazione dei clienti.

1.2. LA DISCIPLINA DELLA MiFID

Con riferimento alle nozioni in questione, la MiFID enumera in Allegato 1, sezione A i “servizi” e le “attività di investimento”. Tra essi, in linea con la precedente disciplina, vengono menzionati l’“esecuzione di ordini per conto dei clienti” e la “negoziazione per conto proprio”.

Diversamente dalla direttiva 93/22/CEE (ISD), tuttavia, la MiFID presenta poi sia le definizioni di entrambe le nozioni sia un articolato sistema di esenzioni obbligatorie, che coinvolgono in modo particolare la negoziazione in proprio.

Proprio con riferimento alla negoziazione per conto proprio, la menzione delle esenzioni risulta di particolare rilievo in quanto dalla lettura congiunta della definizione e delle esenzioni obbligatorie può ricavarsi la nozione rilevante ai fini della riserva di attività e dell'applicazione delle regole di condotta.

In via generale, può peraltro evidenziarsi, in prima battuta, che l'approccio della MiFID sembrerebbe oggi considerare (e addirittura privilegiare), nella disciplina della negoziazione per conto proprio, il momento dell'impegno di posizioni proprie rispetto a quello della prestazione di un servizio a terzi (clienti dell'impresa di investimento).

L'art. 4, n. 6, della MiFID definisce infatti la “negoziazione per conto proprio” in modo estremamente ampio, come la “*contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie*”. La lettera della definizione, se assunta di per sé, sembrerebbe idonea a ricomprendere entro l'area riservata la stessa attività di investimento del proprio patrimonio come sopra individuata.

Come anticipato, l'ampiezza della definizione è tuttavia temperata dall'articolato sistema delle esenzioni, previsto nell'art. 2 della MiFID. In tale contesto, assume particolare rilievo l'art. 2, lett. d), il quale stabilisce che la direttiva non si applica “*alle persone che non prestano servizi di investimento ... diversi dalla negoziazione per proprio conto a meno che siano market-maker o negozino per conto proprio in modo organizzato, frequente e sistematico al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, fornendo un sistema accessibile ai terzi al fine di avviare negoziazioni*”.

Del resto, il considerando n. 8, in connessione con l'esenzione sopra citata, chiarisce che “*le persone che amministrano mezzi propri (patrimonio)*” non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva.

Dalla lettura combinata della definizione di cui all'art. 4, n. 6, e dell'esenzione di cui all'art. 2, par. 1, lett. d), pare quindi trarsi la conclusione che la negoziazione per conto proprio, nell'ottica della riserva di attività, rileva nella misura in cui essa si traduce nell'attività del market maker ovvero nell'attività di internalizzazione degli ordini, le cui nozioni sono pure specificate nella direttiva.

Il “market maker”, in particolare, è un negoziatore la cui peculiare funzione viene individuata nel fornire liquidità al mercato, attraverso la disponibilità continua a negoziare in proprio, proponendo prezzi da esso definiti. Uno dei tratti caratterizzanti del market maker risulta conseguentemente l'assenza di clienti “diretti”, essendo la disponibilità di questa figura di negoziatore indirizzata al mercato nel suo complesso ed essendo il suo ruolo tipicamente collegato al funzionamento dei mercati.

La seconda nozione di rilievo nell'esame della figura del negoziatore per conto proprio si trae dalla definizione di “internalizzatore sistematico”, che è inteso come *“un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”* (art. 4, par. 1, n. 7). Nell'esame dell'ultima figura menzionata è opportuno enucleare due diversi aspetti caratterizzanti, quello dell'internalizzazione degli ordini e quello della sistematicità di tale operatività.

L'aspetto dell'internalizzazione fa riferimento alla circostanza che l'impresa di investimento, ricevuto l'ordine di un cliente, lo esegua ponendosi in contropartita diretta e quindi impegnando posizioni proprie. L'aspetto della sistematicità acquisisce invece una sua rilevanza soprattutto nell'ottica della disciplina “del mercato” in quanto da esso discendono specifici obblighi di trasparenza.

La negoziazione per conto proprio, quindi, almeno nella configurazione dell'attività di internalizzazione implica due momenti parimenti essenziali:

- eseguire ordini di clienti;
- porsi in contropartita diretta della propria clientela.

La definizione contenuta nello schema di decreto legislativo di recepimento della MiFID riflette ora tale articolazione della “negoziazione per conto proprio”, la quale è definita come *“l'attività di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker”* (nuovo, futuro art. 1, comma 5-bis).

Al riguardo, il quadro complessivamente descritto consente di evidenziare due innovazioni rispetto alla nozione vigente di negoziazione per conto proprio:

- da un lato, viene incluso nella nozione il *market maker*, soggetto che, pur in assenza di clienti diretti, esprime una disponibilità continua sui mercati ad acquistare e vendere strumenti finanziari a prezzi da esso definiti;
- dall'altro, l'internalizzazione dell'ordine del cliente si considera un attributo, una modalità di “esecuzione degli ordini dei clienti”. L'intermediario che intenda porsi

in contropartita diretta con il cliente deve pertanto essere autorizzato alla “esecuzione di ordini” e, contestualmente, alla “negoziazione per conto proprio”.

Mentre il primo profilo descritto (attività quale *market maker*) innova in modo sostanziale la disciplina nazionale (che, come detto, non riconosceva l’esistenza di un negoziatore per conto proprio in assenza di clienti), il secondo introduce una differenza puramente formale: gli intermediari che, avvalendosi della sola autorizzazione alla negoziazione per conto proprio, potevano eseguire ordini dei clienti in contropartita diretta, necessitano nel nuovo sistema di essere autorizzati anche al servizio di “esecuzione degli ordini per conto dei clienti”.

Posto quindi che il servizio di investimento della negoziazione per conto proprio nel sistema italiano vigente risulta già ricomprendere il momento dell’esecuzione (in contropartita diretta) degli ordini acquisiti dai clienti, la disciplina transitoria (contenuta nello schema di decreto legislativo al quale il presente documento fa riferimento) prevede che gli intermediari già autorizzati alla prestazione di tale servizio (negoziazione per conto proprio) si intendano autorizzati, a partire dal 1° novembre 2007, sia alla negoziazione per conto proprio sia alla “esecuzione di ordini per conto dei clienti”.

La modifica, che riguarda un numero limitato di intermediari (quelli cioè autorizzati alla sola negoziazione “per conto proprio” ma non “per conto terzi”), ha quindi carattere puramente formale ed evita anche potenziali disparità di trattamento nell’operatività transfrontaliera degli intermediari italiani i quali, ove autorizzati alla sola “negoziazione per conto proprio”, avrebbero potuto incontrare difficoltà in altre giurisdizioni, in prospettiva, nell’ “esecuzione di ordini” ricevuti da clienti.

2. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI.

La trattazione dell'argomento rende opportuna una preliminare ricostruzione dell'evoluzione normativa, nazionale ed europea, relativa al servizio di consulenza, al fine di evidenziare analogie e differenze rispetto al "nuovo" servizio di consulenza così come ora disciplinato dalla MiFID e dalla disciplina di "livello 2".

L'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 includeva la "*consulenza in materia di valori mobiliari*" tra le "attività di intermediazione mobiliare" (oggi, servizi di investimento). L'esercizio di tale attività era pertanto riservato a sim e banche ed era subordinato al rilascio di apposita autorizzazione.

La direttiva 93/22/CEE, diversamente dalla pregressa scelta italiana, ha classificato l'attività di consulenza in esame tra i servizi accessori e non tra i servizi di investimento. Conseguentemente, all'atto del recepimento della direttiva, il decreto legislativo n. 415/1996 ha ricompreso la consulenza tra i servizi accessori, scelta successivamente confermata dall'art. 1, comma 6, lett. f) del decreto legislativo n. 58/1998 (testo unico della finanza).

La recente direttiva 2004/39/CE include ora la "*consulenza in materia di investimenti*" tra i servizi (e le attività) di investimento.

2.1. IL QUADRO NORMATIVO NAZIONALE

La classificazione della consulenza tra i servizi accessori (dir. 93/22/CEE; d. lgs. n. 415/1996; TUF) ha determinato la conseguenza che il servizio in questione potesse essere svolto liberamente da chiunque, non essendo soggetto a riserva di attività né, conseguentemente, a specifica autorizzazione: "*la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari è pertanto libera e può esplicarsi sia in forma individuale che in forma societaria; nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti diversi dagli intermediari autorizzati non sono tenuti al rispetto della disciplina delineata dal decreto legislativo n. 58/1998 e dai regolamenti attuativi previsti dal medesimo decreto*" (comunicazione Consob n. DI/99023323 del 26 marzo 1999).

Qualora, tuttavia, il servizio fosse prestato dagli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento – nei limiti di cui si dirà nel prosieguo – la consulenza, rientrando tra i servizi accessori, era quindi assoggettata, in via generale, alle regole di condotta dettate dal testo unico e dal regolamento n. 11522/1998³. Tale trattamento differenziato in ordine allo svolgimento della medesima attività da parte di soggetti diversi (intermediari ovvero altri soggetti) ha trovato giustificazione, nella disciplina

³ L'art. 11 della direttiva 93/22/CEE prevedeva che "*Se opportuno, gli Stati membri applicano [le norme previste per la prestazione dei servizi di investimento] anche ai servizi accessori di cui all'allegato, sezione C*".

emanata dalla Consob, nella “*superiore capacità di attrazione del pubblico di cui [gli intermediari] ... godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività. La tutela che gli investitori ricevono nella fruizione dei servizi di investimento si estende per tale ragione anche ai servizi accessori*” (comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999).

Sono stati inoltre evidenziati in numerose comunicazioni⁴ i seguenti requisiti e le seguenti caratteristiche, che erano ritenuti tipicamente concorrenti alla definizione del servizio di consulenza:

- a) esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso;
- b) posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- c) inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;
- d) circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato.

La consulenza, come servizio accessorio, veniva così nettamente distinta dalle singole prestazioni consulenziali, la cui abilitazione è insita nell'attività di negoziazione e di raccolta ordini [o di collocamento]. Il fornire singole indicazioni di investimento è infatti attività che “*si contraddistingue, in primo luogo, per il fatto di essere prestata dall'intermediario negoziatore o raccoglitore di ordini [o collocatore] in stretta connessione con una specifica domanda in tal senso formulata, di volta in volta da parte della clientela. Inoltre, le relative indicazioni incontrano un limite obiettivo nelle caratteristiche delle operazioni richieste in via principale (o, meglio, dei valori mobiliari oggetto di tali operazioni) alle quali quelle suggerite in alternativa dall'intermediario devono risultare legate – è da ritenere – da un rapporto di similarità*”.

Si è in sostanza ritenuto pertanto che le “*prestazioni consulenziali [fossero] potenzialmente insite in ogni attività di intermediazione mobiliare*” (comunicazione Consob del 23 maggio 1994, citata) e che tali prestazioni dovessero essere distinte dal servizio di consulenza, allora menzionato dall'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 (servizio principale) e, successivamente, dall'art. 1, comma 6, lett. e) del Tuf (servizio accessorio).

Sul punto, non a caso, il regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991 precisava, in materia di negoziazione, che “*la struttura organizzativa competente all'esercizio delle attività di [negoziazione e raccolta ordini] può ... fornire ai clienti su richiesta degli*

⁴ Cfr., tra le altre, la comunicazione Consob BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994.

⁵ Circa la “strutturale indipendenza” del consulente tale caratteristica era probabilmente da ricollegare alla circostanza che la consulenza in senso proprio forma oggetto di un'autonoma e specifica attività nella quale essa si esaurisce, senza una diretta e inscindibile strumentalità rispetto ad altri servizi prestati dall'intermediario al medesimo cliente (caratteristica invece della consulenza incidentale).

stessi indicazioni circa singole operazioni” (art. 24, comma 3) e tale previsione veniva confermata dal successivo regolamento n. 8850/1994 (art. 18, comma 3).

* * *

Da quanto precede, è pertanto possibile tracciare, in modo sintetico, il confine che può essere individuato tra una consulenza “**in senso proprio**” e una “**consulenza incidentale**” nell’ordinamento nazionale finora vigente.

La consulenza “in senso proprio” era la “*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*”, ricompresa tra i servizi accessori di cui all’art. 1, comma 6 del TUF (si rammenta, che, nel vigore della legge n. 1/1991 la consulenza “in senso proprio” rientrava tra i servizi di investimento). La Consob ne aveva evidenziato alcuni elementi caratterizzanti tra cui, in particolare, un rapporto “personalizzato”; la posizione di strutturale indipendenza⁵ del consulente rispetto agli investimenti consigliati ovvero l’inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare. La prestazione di tale servizio da parte degli intermediari richiedeva sempre la conclusione di un contratto scritto e ad esso si applicavano sempre tutte le regole di condotta previste dal Tuf per lo svolgimento dei “servizi accessori”.

La seconda figura (“consulenza incidentale”) era quella ritenuta potenzialmente insita nella prestazione di ogni servizio di investimento. Rispetto alla consulenza-servizio accessorio, quella “incidentale” presentava pertanto una portata strutturalmente meno ampia e doveva ritenersi assorbita nella disciplina riguardante, in via generale, i servizi principali: in questo quadro erano quindi applicabili gli obblighi di operare con diligenza, trasparenza e correttezza nell’interesse dei clienti; di acquisire e fornire informazioni adeguate; di svolgere, in termini generali, una gestione indipendente, sana e prudente (cfr. art. 21 Tuf; art. 26 ss. regolamento intermediari). Erano pure applicabili, tra le altre, le disposizioni in materia di conflitto di interessi.

2.2. LA DISCIPLINA DELLA MiFID

Tanto premesso sull’ordinamento nazionale attualmente vigente, occorre esaminare se e in che misura la disciplina comunitaria della MiFID modifichi tale quadro.

La MiFID, come anticipato, riconduce tra i “servizi e attività di investimento” la “*consulenza in materia di investimenti*”, sottoponendo ad autorizzazione il suo svolgimento abituale a titolo professionale. La scelta è enunciata fin dal 3° considerando, secondo cui la necessità di un’autorizzazione è motivata dalla “*sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate*”. In linea con l’approccio analitico seguito dal legislatore europeo del 2004, la MiFID contiene, anche per la consulenza in materia di investimenti, una specifica definizione. In particolare tale servizio viene definito come la “*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*”.

Avvalendosi dei poteri conferitile dall'art. 4, par. 2, della MiFID, la Commissione Europea ha inoltre ritenuto di chiarire ulteriormente la definizione citata. Con la direttiva di "livello 2", la Commissione ha pertanto precisato sia l'ambito della "raccomandazione personalizzata" sia l'oggetto diretto della raccomandazione prestata al cliente, argomento, quest'ultimo, particolarmente rilevante per i riflessi rispetto al quadro normativo nazionale vigente.

L'art. 52 della direttiva di "livello 2" chiarisce che una *"raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona"*. Non si è in presenza di una raccomandazione personalizzata qualora essa venga *"diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico"*⁶.

L'elemento della **personalizzazione**, nei termini precisati dalla Commissione europea, distingue in particolare la consulenza, quale servizio di investimento, dalla prestazione di raccomandazioni **generali**, le quale formano invece oggetto, insieme alla ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria, di un servizio accessorio⁷.

La caratteristica della personalizzazione si pone peraltro pienamente in linea con l'ordinamento nazionale che già individuava nell'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza dello stesso cliente, uno dei tratti caratteristici dell'attività di consulenza.

Quanto all'**oggetto diretto** della raccomandazione personalizzata, esso viene individuato, dalla nuova disciplina comunitaria, nella realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:

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

⁶ Tale previsione trova riscontro anche nel 79° considerando della stessa direttiva: *"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"*.

⁷ La *"ricerca in materia di investimenti"* e le altre *"forme di raccomandazione generale"* - attività classificate dalla stessa MiFID tra i servizi accessori e ben distinte pertanto dalle raccomandazioni personalizzate che formano oggetto della consulenza - vengono diffusamente disciplinate dalla stessa direttiva di "livello 2", nella parte dedicata ai conflitti di interesse. A conferma di ciò, ed in linea con i sopra menzionati art. 52 e 79° considerando della direttiva di "livello 2", si rileva che *"La prestazione di una raccomandazione generale (vale a dire destinata a canali di distribuzione o al pubblico) in merito ad un'operazione su uno strumento finanziario o un tipo di strumento finanziario costituisce la prestazione di un servizio accessorio di cui all'allegato I, sezione B, punto 5 della direttiva 2004/39/CE e di conseguenza la direttiva 2004/39/CE e le sue protezioni si applicano alla prestazione di tale raccomandazione"* (83° considerando). Sulla disciplina delle raccomandazioni (di carattere generale) e sui relativi obblighi di presentazione, si rinvia altresì alla direttiva n. 2003/125/CE.

strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

L'enfasi posta sul singolo strumento finanziario oggetto della consulenza trova una più chiara giustificazione nell'81° considerando della direttiva di "livello 2", in cui si precisa che *“una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari”*.

Tale precisazione perviene all'esito di un dibattito in ordine all'opportunità di includere la c.d. **consulenza generica** – nella quale può essere fatta rientrare anche l'attività di *“financial planning”*, nella misura in cui essa non si traduce nella raccomandazione di singoli strumenti finanziari – nella nozione di “consulenza in materia di investimenti”, ovvero in alternativa di considerare tale attività come liberamente esercitabile.

La posizione della Commissione europea nella direttiva di livello 2, si colloca su una posizione in qualche misura intermedia. Da una lato infatti, come detto, si esclude che la consulenza generica rientri nella nozione del servizio di investimento; dall'altro, l'81° e l'82° tracciano un percorso interpretativo, in termini di regole di condotta in relazione alle imprese di investimento che svolgono l'attività di consulenza generica.

La consulenza “generica” non costituisce “consulenza” in senso proprio ai fini della MiFID, ma momento strumentale e preparatorio (potenzialmente) di qualsivoglia servizio di investimento, venendo dalla relativa disciplina attratto (81° e 82° considerando della direttiva di L2)⁸.

E' peraltro opportuno rimarcare, anche al fine di prevenire comportamenti non in linea con l'impianto normativo, come l'attività di “consulenza generica” non possa in alcun caso tradursi in una raccomandazione personalizzata su singoli strumenti finanziari. Qualsiasi riferimento specifico alla idoneità di un singolo strumento finanziario rispetto alle caratteristiche personali del cliente integrerebbe infatti prestazione al cliente di un servizio di consulenza vero e proprio.

Occorre poi rammentare che la consulenza (anche quella che configura servizio di investimento, in quanto relativa a singole operazioni) 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, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e **prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese**”*.

⁸ In relazione agli altri elementi caratteristici della consulenza in precedenza individuati dall'ordinamento nazionale, si precisa che non costituisce elemento costitutivo della nozione comunitaria di consulenza il requisito dell'indipendenza; al riguardo, occorre invece fare riferimento alle regole generali di condotta e alle norme in materia di conflitti di interesse previsti dalla MiFID e dalla direttiva di “livello 2”.