

1. Il servizio di consulenza finanziaria: questioni aperte e rischi concreti. – 2. I tratti caratteristici della consulenza in materia di investimenti. – 2.1. La distinzione tra raccomandazioni e semplici informazioni. – 2.2. L'oggetto della raccomandazione: pareri generici e raccomandazioni generali. – 2.3. L'adeguatezza della raccomandazione al cliente. – 2.4. Le modalità e i mezzi di comunicazione utilizzati. – 2.5. La previsione di un compenso e il requisito di "professionalità". 3. Conclusioni e suggerimenti operativi.



di Dott. Michele Cisolla

michele.cisolla@studiodepoli.it

www.studiodepoli.eu

1. Il servizio di consulenza finanziaria: questioni aperte e rischi concreti.

Molta incertezza grava ancora sul servizio di consulenza finanziaria, come lo Studio e chi scrive ha potuto verificare nell'ultimo periodo. Ciò che segue è una sintesi delle riflessioni professionali fatte a riguardo.

Ai sensi della normativa MiFID II e del T.U.F., il servizio di consulenza in materia di investimenti consiste ne «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 a strumenti finanziari» [1]. Tale nozione, tuttavia, si rivela assai vaga e astratta: di qui,

l'individuazione da parte delle Autorità di Vigilanza europee e di alcune associazioni di categoria del settore di taluni elementi – da considerarsi *congiuntamente*, non *singolarmente* – che consentono di determinare quando, in concreto, un'attività integri consulenza in materia di investimenti. Non di meno, anch'essi non sono sempre dirimenti: il confine tra attività riservata e non riservata è assai labile e, dunque, presta il fianco a situazioni in limine con riferimento alle quali solo l'analisi del caso concreto consente di superare – con ragionevole sicurezza – eventuali dubbi di qualificazione. Tale valutazione si rivela, però, essenziale, in quanto l'errata qualificazione dell'attività svolta – quindi, la prestazione del servizio di consulenza finanziaria in mancanza dell'autorizzazione *ex art. 18 T.U.F.* – può portare all'accertamento da parte della CONSOB della fattispecie di abusiva prestazione di servizi e attività di investimento *ex art. 166 T.U.F.*, con conseguente irrogazione di sanzioni molto pesanti [2].

2. I tratti caratteristici della consulenza in materia di investimenti.

Dall'analisi delle opinioni espresse dalle Autorità di Vigilanza europee più

accreditate e di talune associazioni di categoria, è emerso che gli elementi da tenere in considerazione per verificare se, in concreto, si svolga attività di consulenza finanziaria o no, sono:

- 1) la distinzione tra raccomandazioni – vietate ai soggetti non autorizzati – e semplici informazioni, consentite a chiunque;
- 2) l’oggetto della raccomandazione, ossia la sua riferibilità a strumenti finanziari;
- 3) l’adeguatezza della raccomandazione ad un determinato cliente o, in altre parole, il suo essere basata sulle caratteristiche personali di questi (ossia, la personalizzazione);
- 4) le modalità e i mezzi di comunicazione utilizzati;
- 5) la previsione di un compenso e lo svolgimento del servizio con “professionalità”.

2.1. La distinzione tra raccomandazioni e semplici informazioni.

La Committee of European Securities Regulators (“CESR”) – poi sostituita dalla European Securities and Markets Authority (“ESMA”) –, dopo l’entrata in vigore della MiFID, nell’ambito di alcune Q&A [3], ha tratteggiato una distinzione tra la raccomandazione – per quanto qui d’interesse, termine da intendersi come

consiglio, ma anche come invito, esortazione, sollecitazione – e la comunicazione semplicemente informativa. In particolare, secondo il CESR, la *raccomandazione* richiede l’apporto di un’opinione da parte dell’*advisor*, mentre l’*informazione* implica una mera rappresentazione di dati o fatti da parte dell’operatore. In altri termini, non è raccomandazione il dare semplici informazioni oggettive, senza aggiungere alcun commento o giudizio su di esse.

Si presti attenzione, però, al fatto che la mera informazione potrebbe assurgere a servizio di consulenza ove le circostanze concrete in cui l’informazione è fornita la facciano apparire come raccomandazione. Invero, se pure un operatore *non voglia* fornire raccomandazioni, può accadere che ciò si verifichi ugualmente quando l’informazione divenga “soggettiva”, ossia quando l’informazione divenga tale da condurre il suo destinatario ad un particolare strumento finanziario tra diversi disponibili (ad esempio, qualora si ponga particolare enfasi sui vantaggi per il cliente che un dato strumento offre rispetto agli altri).

Onde chiarire la distinzione tra raccomandazioni e mere informazioni, il CESR ha individuato una serie di informazioni che possono essere fornite al cliente senza che ciò integri consulenza finanziaria, ossia: *i)* il valore di quotazione delle azioni e il loro prezzo unitario; *ii)* *news* e annunci provenienti da società quotate; *iii)*

illustrazione dei termini e condizioni di investimento; *iv*) un'oggettiva comparazione tra *benefits and risks* di un investimento rispetto ad un altro; *v*) informazioni sulle *performance* di particolari tipologie di investimenti; *vi*) informazioni dettagliate sulle transazioni degli amministratori nelle azioni delle loro società; *vii*) avvisi circa il realizzarsi di determinati eventi (ad esempio, determinate azioni che raggiungono un determinato prezzo).

Non di meno, non dev'essere trascurata la valutazione dell'intero processo in cui la comunicazione si inserisce. Invero, fornire tali (in astratto, mere) informazioni al cliente potrebbe comunque integrare una raccomandazione rilevante ai fini della consulenza alla luce della valutazione del complessivo rapporto tra operatore e cliente, definito dal CESR come «*multiple step recommendation process*».

Infine, non meno importante è il fatto che con il servizio prestato l'operatore si limiti ad *assistere* il soggetto nel compiere la propria *autonoma scelta* di un determinato strumento finanziario che presenta le particolari caratteristiche che quello stesso soggetto reputa importanti e non si spinga fino a *influenzare* la scelta di quel cliente, che sarebbe così non più autonoma, ma frutto di una raccomandazione: in tal caso, il CESR reputa difficile ritenere che il servizio reso costituisca una raccomandazione. Ad esempio, i siti *web* di comparazione dei prezzi di diversi strumenti finanziari, di regola, raccolgono informazioni sui clienti e

le loro caratteristiche e sulla base di esse filtrano i dati da mostrare ai clienti come risultato della ricerca, senza che ciò implichi la realizzazione di un servizio di consulenza finanziaria. Ancora, il sito *web* potrebbe consentire al cliente di inserire informazioni in modo da generare una lista di prodotti di investimento per i quali è idoneo o che soddisfino i criteri selezionati, senza con ciò fornire una raccomandazione. In questi casi, infatti, la possibilità per il cliente di fare la propria scelta in merito a ciò che sta cercando e l'assenza di una apparente valutazione circa i prodotti che dovrebbe scegliere, rendono inverosimile che il servizio offerto possa essere qualificato come consulenza in materia di investimenti.

2.2. L'oggetto della raccomandazione: pareri generici e raccomandazioni generali.

Quanto alla valutazione del secondo elemento, ossia quello della riferibilità a *strumenti finanziari*, va osservato che la consulenza in materia di investimenti consiste nel rilascio di consigli specifici e raccomandazioni *ad hoc*, ossia riferiti ad un particolare strumento finanziario, sia esso un'azione, un'obbligazione, una quota di un fondo comune di investimento, un contratto derivato.

Più precisamente, ai sensi dell'art. 9, lett. *a*) e *b*), Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, una raccomandazione riguarda una o più operazioni su strumenti finanziari quando essa ha ad oggetto: *i*)

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

Si può concludere, quindi, che qualsiasi *consiglio* che abbia ad oggetto un *determinato* strumento finanziario, di potenziale interesse per uno specifico investitore o più possibili investitori, dev'essere considerato una raccomandazione di investimento, a prescindere dal fatto che l'operazione suggerita sia o no concretamente attuata.

È opportuno evidenziare, a tal proposito, che i pareri *generici* e le raccomandazioni *generali* in merito a strumenti finanziari non integrano, alla luce delle disposizioni contenute nella MiFID II [4], consulenza in materia di investimento. Da un lato, i consigli che non riguardano un particolare investimento dovrebbero essere considerati come *pareri generici*, sicché esula dalla definizione in questione l'attività che consiste nel rilasciare suggerimenti o consigli relativi a categorie, gruppi o tipologie *generali* di strumenti finanziari o relativi a determinate *asset class* oppure quelli che riguardano i vantaggi di investire in una specifica area geografica rispetto ad un'altra. D'altro lato, la *raccomandazione generale* è quella che ha ad oggetto un'operazione su uno strumento finanziario o tipologie di

strumenti finanziari che è destinata alla *distribuzione al pubblico*. Tali sono, a titolo esemplificativo, la ricerca in materia di investimenti e l'analisi finanziaria [5], che costituiscono servizi accessori di cui all'art. 1, sesto comma, lett. f), T.U.F., oppure le comunicazioni di *marketing* non personalizzate (c.d. *general marketing communication*) destinate ad essere diffuse al pubblico.

Peraltro, è bene evidenziare che si è ugualmente in presenza di attività coperta da riserva, non già di raccomandazioni generali o pareri generici, qualora il consiglio riguardi non uno, bensì *diversi* specifici strumenti finanziari che siano raccomandati, insieme, tra le possibili scelte. Il fatto che più di uno strumento finanziario sia raccomandato, invero, non esclude di per sé che il servizio offerto sia una raccomandazione. Volendo fare un esempio, qualora un operatore raccomandi ad un soggetto una certa operazione in relazione ad uno strumento finanziario tra quelli di un determinato gruppo, che sono presentati ugualmente adatti a lui (ad esempio, l'impresa potrebbe dire che le azioni A, B e C sono tutte ugualmente adatta a quel cliente), si sarà in presenza di una raccomandazione.

2.3. L'adeguatezza della raccomandazione al cliente.

Il terzo elemento è quello della *personalizzazione*, che si sostanzia nell'esistenza di un rapporto bilaterale tra

colui che fornisce la raccomandazione e il cliente. Rapporto, questo, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e sulla situazione finanziaria dello stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione delle *specifiche esigenze* dell'investitore (c.d. *specificità*). Infatti, come già si è visto, il servizio di consulenza si differenzia da altre categorie di servizi che, pur sostanziandosi nel rilascio di consigli o raccomandazioni di investimento, assumono carattere di *generalità*: ossia, sono rivolti a più soggetti o, comunque, non sono basati sulla considerazione specifica delle necessità e delle caratteristiche di un determinato investitore. In concreto, dunque, il requisito della personalizzazione è integrato ogni volta che la raccomandazione si presenta come adatta al cliente oppure basata sulle sue caratteristiche ed esigenze.

Si noti, poi, che una raccomandazione può presentarsi come *adatta al cliente* sia in modo esplicito (ad esempio, con espressioni come «questo prodotto finanziario è la miglior scelta per te») sia in modo implicito (a titolo esemplificativo, affermando che «le persone come te tendono ad investire in questo strumento finanziario»). Ciò che rileva, infatti, è che la raccomandazione sia idonea ad influenzare le azioni del suo destinatario in relazione ad uno specifico strumento finanziario rispetto agli altri presentati. Come si è detto *supra*, se l'operatore mette particolare enfasi sui vantaggi di un prodotto rispetto agli altri per quel cliente,

in modo tale da influenzare la sua decisione circa quello specifico strumento, si potrà essere in presenza di una raccomandazione d'investimento. Non è necessario, quindi, che l'operatore informi espressamente il cliente che la raccomandazione che gli sta fornendo è adatta a lui affinché tale raccomandazione sia qualificata come *adatta*.

In proposito, secondo il CESR, quand'anche sia presente un chiaro ed esplicito *disclaimer* che indichi che nessuna raccomandazione sarà fornita, non di meno all'operatore potrebbe essere addebitato di aver formulato una raccomandazione adatta al cliente. Ad esempio, ove l'operatore dichiara che quel determinato prodotto finanziario risponde ad una particolare esigenza del cliente, l'inserimento di un *disclaimer* che affermi che nessuna raccomandazione è stata fornita non cambierà la natura della comunicazione stessa.

Quanto, poi, alla raccomandazione basata sulle caratteristiche del cliente, va osservato che per «caratteristiche del cliente» si intendono sia informazioni generiche (quali, indirizzo, reddito, stato civile) sia informazioni più specifiche e soggettive circa i bisogni e i desideri dei clienti (come, a titolo esemplificativo, la propensione al rischio, gli obiettivi di investimento a breve, medio e lungo termine, la protezione da particolari rischi). Il fatto che la raccomandazione fornita dall'operatore possa o no considerarsi basata sulle caratteristiche del cliente dipende da fattori

come la *natura delle informazioni raccolte* e le *modalità con cui sono state raccolte*. Ad esempio, se un operatore ha raccolto informazioni da un cliente circa i suoi obiettivi di investimento o la sua situazione finanziaria, se quel cliente torna dall'operatore per un c.d. *follow-on service*, si potrà ragionevolmente presumere che le informazioni dallo stesso fornite in precedenza verranno utilizzate come base per la raccomandazione.

Inoltre, qualora un operatore abbia assunto rilevanti informazioni su un cliente – sia nel corso di un singolo incontro, sia nell'ambito di una relazione durevole –, quand'anche in concreto non utilizzi tali informazioni, non di meno vi sarà la presunzione che *ragionevolmente* le informazioni raccolte siano state prese in considerazione per rendere la raccomandazione.

2.4. Le modalità e i mezzi di comunicazione utilizzati.

Ulteriore profilo da considerare per valutare se l'attività realizzata è riconducibile o no alla consulenza finanziaria è quello delle modalità e dei mezzi di distribuzione utilizzati. A tal proposito, assume rilevanza il fatto che la raccomandazione sia stata distribuita (solo) al pubblico oppure mediante mezzi di comunicazione di massa, per tali intendendo i canali attraverso cui l'informazione è idonea a divenire disponibile ad un ampio numero di persone. Invero, le raccomandazioni riguardanti strumenti finanziari diffuse *esclusivamente*

mediante quotidiani, riviste o qualsiasi altra forma di pubblicazione al pubblico (incluse le pagine pubbliche sul *web*), oppure durante un programma televisivo o radiofonico, dovrebbero essere qualificate come raccomandazioni rivolte al pubblico, dunque escluse dall'ambito della consulenza finanziaria ai sensi dell'art. 9, par. 3, Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione.

Con riferimento a tale esclusione, peraltro, il CESR ha espressamente affermato che l'esenzione in parola trova applicazione solo quando la raccomandazione diffusa al pubblico o mediante canali di distribuzione è indirizzata al pubblico in generale, poiché quando una raccomandazione è indirizzata ad un particolare destinatario oppure si presenta adatta a lui o basata sulle sue caratteristiche, essa non rispetta i requisiti richiesti dalla norma per beneficiare dell'esenzione. Il che può avvenire, volendo fare un esempio, quando una presentazione, una relazione, una pagina *web* o un'e-mail sono utilizzate per fornire informazioni personalizzate, piuttosto che per trasmettere delle informazioni al pubblico.

Peraltro, il fatto che un consiglio sia trasmesso a diversi soggetti non implica *ipso facto* che quel suggerimento non costituisca una raccomandazione d'investimento. Infatti, la raccomandazione può essere fornita con molte modalità: *vis-à-vis*, oralmente ad un gruppo di soggetti, telefonicamente, a mezzo di corrispondenza

(inclusa la posta elettronica), su un sito *web*, attraverso l'uso di un *software* interattivo.

Al fine di valutare se l'informazione trasmessa a più destinatari costituisca una raccomandazione d'investimento, sono diversi gli elementi che devono essere considerati, quali: *i)* il *target di riferimento*, vale a dire il metodo con cui l'operatore seleziona i destinatari della propria comunicazione; *ii)* il *contenuto dell'informazione*, poiché se la comunicazione contiene sollecitazioni, raccomandazioni, opinioni o valutazioni, ciò può portare alla sua qualificazione come raccomandazione; *iii)* il *linguaggio utilizzato*, ossia il tono del messaggio e il modo in cui esso può essere percepito e interpretato dal suo destinatario.

Con specifico riferimento alla distribuzione al pubblico, peraltro, si è detto che la ricerca in materia di investimenti e l'analisi finanziaria richiedono, per l'appunto, tale modalità di distribuzione. L'invio di ricerche o analisi d'investimento ai clienti, di regola, non integra una forma di consulenza finanziaria, ma, come visto *supra*, anche le informazioni risultanti all'esito di un'attività di ricerca in materia di strumenti e servizi finanziari possono costituire una raccomandazione personalizzata. Ciò avverrà, per esempio, quando un operatore invii una ricerca in materia di investimenti ad un determinato numero di clienti e, successivamente, li contatti telefonicamente al fine di discutere di alcuni strumenti finanziari che quella ricerca individuava per tali clienti.

2.5. La previsione di un compenso e il requisito di "professionalità".

Da ultimo, l'attività di consulenza finanziaria richiede anche il requisito della *professionalità*, ossia della non sporadicità dell'attività, della sua realizzazione con perizia e diligenza, nonché del suo (almeno tendenziale) svolgimento in cambio di una *remunerazione*: in proposito, infatti, va osservato che la Financial Conduct Authority [6] ha individuato quale elemento di discriminazione tra la raccomandazione coperta da riserva e la mera comunicazione il fatto che, di regola, alla prima corrisponde il pagamento di un compenso, mentre la seconda è fornita gratuitamente.

Il D.M. 26 giugno 1997, n. 329 – che trova tutt'oggi applicazione in forza dell'art. 214, quinto comma, T.U.F. – fornisce preziose indicazioni per ricostruire la portata della riserva di attività per quanto riguarda il requisito di "professionalità". Esso stabilisce, infatti, che non rientrano nella riserva di attività i «servizi prestati in via occasionale ed accessoria, senza predisposizione di idonei schemi organizzativi per il loro svolgimento», prevedendo altresì l'esenzione dalla disciplina in materia di servizi di investimento ai soggetti che «prestano occasionalmente ed a titolo accessorio un servizio di investimento nell'ambito di un'attività professionale disciplinata da

disposizioni legislative o regolamentari che ammettono la prestazione del servizio» [7].

La disciplina secondaria, dunque, conferma che la nozione di “professionalità” dev’essere intesa nel senso di svolgimento ricorrente, abituale, sistematico dell’attività (elementi che, a ben vedere, potevano ricavarsi dalla generale nozione di imprenditore *ex art.* 2082 c.c.).

La *ratio* sottesa al requisito di professionalità è rinvenibile in motivazioni di “economia” legislativa: un servizio svolto in maniera occasionale o sporadica si colloca al di sotto della soglia di rilevanza che giustifica l’applicazione delle (pervasive) regole previste per la prestazione dell’attività di consulenza in materia di investimenti.

3. Conclusioni e suggerimenti operativi.

Da quanto detto fin qui si ricava, in via conclusiva, che:

1. Il confine tra attività coperta da riserva e attività libera è particolarmente labile, sicché occorre prestare particolare attenzione alle concrete modalità in cui il servizio viene reso. L’analisi del caso concreto, pertanto, è essenziale per valutare la necessità o no del rilascio dell’autorizzazione *ex art.* 18 T.U.F.

2. In particolare, è bene tenere a mente che:

i) qualora l’*advisor* si limiti a fornire mere informazioni relative a strumenti finanziari, prive di suggerimenti, consigli, esortazioni, l’attività può essere realizzata senza necessità di autorizzazione; ciò, però,

ricordando che anche più “mere informazioni” che considerate in modo isolato non integrerebbero la prestazione di consulenza finanziaria, potrebbero invece ricadere nella riserva di attività se valutate *congiuntamente* nell’ambito di un *multiple step recommendation process*;

ii) esulano dalla consulenza finanziaria i *pareri generici* – ossia, l’attività che consiste nel rilasciare suggerimenti o consigli relativi a categorie, gruppi o tipologie *generali* di strumenti finanziari o relativi a determinate *asset class* oppure quelli che riguardano i vantaggi di investire in una specifica area geografica rispetto ad un’altra – e le *raccomandazioni generali* – vale a dire, quelle che hanno ad oggetto un’operazione su uno strumento finanziario o tipologie di strumenti finanziari che è destinata alla *distribuzione al pubblico*, quali la ricerca in materia di investimenti e l’analisi finanziaria;

iii) la raccomandazione si caratterizza per la sua *personalizzazione*, ossia l’esistenza di un rapporto bilaterale tra colui che fornisce la raccomandazione e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e sulla situazione finanziaria dello stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione delle *specifiche esigenze* dell’investitore. Servizi che assumono il carattere di *generalità* – ossia, sono rivolti a più soggetti o, comunque, non sono basati sulla considerazione specifica delle necessità e delle caratteristiche di un determinato investitore – possono essere svolti liberamente;

iv) le raccomandazioni riguardanti strumenti finanziari diffuse *esclusivamente* mediante quotidiani, riviste o qualsiasi altra forma di pubblicazione al pubblico, oppure durante un programma televisivo o radiofonico, dovrebbero essere qualificate come raccomandazioni rivolte al pubblico, dunque escluse dall'ambito della consulenza finanziaria;

v) l'attività di consulenza finanziaria richiede anche il requisito della *professionalità*, ossia della non sporadicità dell'attività, della sua realizzazione con perizia e diligenza, nonché del suo (almeno tendenziale) svolgimento in cambio di una *remunerazione*.

3. Il nostro consiglio, in modo particolare, è di valutare attentamente che il servizio reso non presenti caratteristiche che congiuntamente valutate possano indurre l'Autorità di Vigilanza a ritenere svolta – ancorché involontariamente – l'attività di consulenza in materia di investimenti. Essendo, come detto, particolarmente labile il confine tra attività consentita e attività riservata è opportuno affidarsi ad esperti per una corretta qualificazione del servizio svolto e, in caso di incertezza, prediligere un approccio prudenziale, procedendo con l'iscrizione all'Albo Unico dei Consulenti Finanziari.

5-*septies*, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“T.U.F.”).

[2] In particolare, le sanzioni che possono essere irrogate sono: *i)* la reclusione per un periodo che va da uno ad otto anni; *ii)* una multa da euro quattromila a euro diecimila; e, infine, *iii)* la denuncia da parte dell'Autorità di Vigilanza al Pubblico Ministero affinché questo adotti i provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c., se applicabili alla fattispecie.

[3] CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID*, Aprile 2010.

[4] Cfr. considerando n. 15 e 17 di MiFID II.

[5] Cfr. art. 36 Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione europea.

[6] Financial Conduct Authority, *Understanding ‘advice’ and ‘guidance’ on investments*, 2018.

[7] Cfr. artt. 1, primo comma, lett. *b)*, e 2, primo comma, lett. *b)*, D.M. n. 329/1997.

[1] Cfr. art. 4, par. 1, n. 4), Direttiva 2014/65/UE (“MiFID II”) e art. 1, comma