

1. Premessa

La realtà del settore finanziario ha registrato, in particolare negli ultimi anni, una chiara trasformazione della figura del promotore finanziario. Questi infatti, superando l'originario ruolo di "collocatore" dei prodotti del proprio intermediario, tende oggi ad offrire alla clientela una prestazione più ampia, che comprende servizi di assistenza e pianificazione finanziaria personalizzata.

Il fenomeno può essere considerato espressione di una significativa evoluzione della stessa funzione svolta dai promotori, in un primo tempo essenzialmente incaricati della distribuzione "fuori sede" dei prodotti finanziari dell'intermediario preponente, attualmente tenuti a confrontarsi con il diverso ruolo di consulenti finanziari (ovvero, secondo un'espressione mutuata dall'esperienza di Paesi stranieri, di *financial planner*) (**figure n. 1 e 2**).

Il rilievo del carattere fiduciario del rapporto stretto fra promotore e investitore e l'elevato livello di "fidelizzazione" della clientela assistita, contribuisce a spiegare la perdurante vitalità e centralità del canale "tradizionale" di distribuzione dei prodotti finanziari per il tramite dei promotori, anche di fronte alla diffusione ormai capillare di tecniche di distribuzione alternative, fondate sul canale *Internet* e sul *trading on-line*.

Sotto questo profilo, è stato da più parti osservato che proprio i promotori avrebbero contribuito in modo determinante alla sostanziale "tenuta del mercato", dopo gli eventi destabilizzanti dello scorso settembre, contenendo istintive reazioni di "fuga dagli investimenti" della clientela assistita.

L'ausilio di un professionista qualificato pare apprezzato dagli investitori, in particolare, al fine di orientare nel senso più opportuno le proprie scelte d'investimento, soprattutto in considerazione dei numerosi prodotti con caratteri innovativi presenti sul mercato. L'importanza della consulenza pare confermata dalla diffusa presenza, presso "negozi finanziari" dotati di strumentazioni che consentono agli investitori di operare autonomamente da postazioni di *trading on-line*, di promotori evidentemente affiancati alla clientela in funzione di assistenti e consulenti finanziari.

La figura del promotore finanziario pare, peraltro, destinata a mutare ulteriormente, anche in considerazione delle possibili modifiche del quadro normativo di riferimento in corso di elaborazione in sede comunitaria, su cui può essere interessante fare qualche prima considerazione, in quanto destinate ad incidere sulla consulenza finanziaria prestata dai promotori.

1. Comunicazione n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001

A questo proposito può essere utile richiamare brevemente la comunicazione Consob del 7 novembre 2001, che può considerarsi essenzialmente una *summa* delle posizioni già espresse dalla Commissione in tema di consulenza in precedenti occasioni.

E' opportuno inoltre sottolineare, in via preliminare, che la "*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*" deve distinguersi da diversi tipi di consulenza, aventi ad oggetto non già l'investimento in *strumenti finanziari*, bensì strategie di protezione, valorizzazione e forme "alternative" di investimento del patrimonio (si pensi, al riguardo, a forme di consulenza in materia fiscale o successoria ovvero relative ad investimenti in beni di diversa natura, quali oggetti d'arte, vini pregiati o prodotti filatelici). Queste ultime attività esulano, naturalmente, dalle funzioni di vigilanza della Consob (**figura n. 3**).

2.1 La consulenza in strumenti finanziari come "attività libera".

In conformità alla Direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento n. 93/22/CEE, il vigente Testo Unico della finanza non comprende la consulenza in materia finanziaria fra i servizi di investimento riservati agli intermediari abilitati, qualificandola pertanto come attività libera, il cui esercizio professionale non è subordinato a specifiche autorizzazioni.

La "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari" è peraltro annoverata fra i "servizi accessori". L'attività degli intermediari potrà pertanto estendersi a tale servizio, con conseguente applicazione delle disposizioni in materia di prestazione di servizi accessori da parte dei soggetti abilitati.

2.2 Prestazione di consulenza da parte di soggetti non legati ad alcun intermediario ("in proprio").

Dall'esclusione della consulenza in materia di strumenti finanziari dal novero dei "servizi di investimento" discende in primo luogo che qualunque soggetto può liberamente prestare tale attività. Pertanto i promotori finanziari, quando non legati da incarico professionale ad alcun intermediario, possono prestare l'attività di consulenza come qualunque altro soggetto, vale a dire "in proprio", autonomamente e liberamente (art. 94, lett. a, regolamento Consob n. 11522/1998) **(figura n. 4)**.

Si è opportunamente precisato che, in tale ipotesi, non trovano applicazione le disposizioni speciali in materia di offerta fuori sede, ma l'esercizio autonomo della consulenza risulta regolato dalle norme di diritto comune. In particolare, l'attività di consulenza finanziaria dovrà essere svolta nel rispetto dei fondamentali principi di correttezza (art. 1175 c.c.) ed assicurando il livello di diligenza richiesto dal carattere professionale della prestazione oggetto dell'incarico assunto (art. 1176, comma 2, c.c.). Inoltre, la condotta del consulente iscritto all'albo dei promotori finanziari potrà essere comunque suscettibile di valutazione da parte dell'Autorità di Vigilanza, quando risulti in grave contrasto con i principi fondamentali e l'ordinato svolgimento della professione (ex art. 94, lett. f, del citato regolamento n. 11522/1998) **(figura n. 5)**.

2.3 "Consulenza strumentale" all'attività di offerta fuori sede di prodotti e servizi finanziari.

Diversa dalla descritta consulenza prestata in proprio è quella forma di consulenza, per così dire "minore", comunemente indicata come "consulenza strumentale".

Nell'ambito della tipica attività di promozione e collocamento di strumenti finanziari svolta dai promotori, infatti, sono normalmente prestate alla clientela indicazioni e suggerimenti in ordine alle diverse caratteristiche dei prodotti offerti per conto dell'intermediario e delle più opportune soluzioni d'investimento, in relazione al particolare profilo e alle esigenze del cliente.

Tali suggerimenti rappresentano, in realtà, semplicemente la compiuta espressione dell'obbligo dei promotori finanziari, di operare nel rispetto dei principi di correttezza e diligenza e, in particolare, del dovere di fornire all'investitore adeguate informazioni e di acquisire notizie sulla sua situazione patrimoniale e finanziaria e sui personali obiettivi di rendimento, al fine di valutare le operazioni d'investimento più adeguate per lo stesso cliente, contenendo altresì i costi a suo carico (art. 95 del regolamento Consob n. 11522/1998) **(figura n. 6)**.

Le suindicate "prestazioni consulenziali", che presentano carattere di specificità e di occasionalità, non possono pertanto essere ricondotte o assimilate alla consulenza in materia di strumenti finanziari propriamente intesa, che si esprime invece in una pianificazione individualizzata completa e sistematica, normalmente sviluppata attraverso un rapporto continuativo con il cliente.

Al fine di distinguere tali indicazioni occasionali dalla consulenza finanziaria vera e propria, risulta altresì utile considerare che le indicazioni fornite dai promotori alla clientela, nell'ambito dell'attività promozionale, risultano limitate ai prodotti distribuiti dall'intermediario preponente e sono naturalmente funzionali al collocamento degli stessi, mancando pertanto nelle predette

indicazioni i caratteri della *generalità* e della *neutralità*, in presenza dei quali la consulenza finanziaria assume rilievo autonomo, quale ulteriore servizio prestato ai potenziali investitori, distinto ancorché "*accessorio*" rispetto all'attività di promozione e distribuzione di prodotti finanziari.

Le indicazioni ed i suggerimenti forniti nell'ambito dell'attività di collocamento integrano, in sostanza, una forma di "consulenza strumentale", funzionale al collocamento dei prodotti offerti, normalmente presente nell'attività dei promotori ma dalla stessa non inscindibile (come evidenzia, tra l'altro, la pratica del c.d. collocamento secco).

L'espressione "consulenza strumentale", ossia essenzialmente servente alla vendita, sembra efficace anche per distinguere quest'ultima dalla vera e propria consulenza in materia di strumenti finanziari, che - per orientamento consolidato - si caratterizza per i seguenti fondamentali elementi:

- 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;

- la pluralità dei prodotti presi in considerazione dal consulente (che non dovrà limitarsi a quelli distribuiti da un determinato operatore economico, con cui potrebbe altrimenti instaurarsi un preciso rapporto economico);

- la sostanziale posizione di neutralità del consulente rispetto ai prodotti finanziari consigliati (con riguardo alla quale si prevede che il consulente debba essere remunerato unicamente dalla clientela e non dalle società prodotte interessate all'attività svolta dal medesimo consulente).

2.4 Consulenza finanziaria prestata come "servizio accessorio", per conto del proprio intermediario

I soggetti incaricati di svolgere l'attività di promozione finanziaria per conto di un intermediario abilitato possono altresì assumere l'incarico di prestare, per conto dello stesso soggetto (o di altro appartenente al medesimo gruppo), un ulteriore servizio di consulenza in materia di strumenti finanziari.

Si osserva, al riguardo, che l'attività suscettibile di costituire oggetto di tale ulteriore servizio, conservando rilievo autonomo rispetto alla promozione e al collocamento dei prodotti finanziari, è non solo la consulenza che si risolve nell'indicazione di specifiche scelte d'investimento, ma anche quella che si concretizza in una pianificazione generale e sistematica del portafoglio finanziario del cliente.

In tale ipotesi, di prestazione della consulenza per conto di un intermediario abilitato, trovano applicazione le norme che regolano l'attività dell'intermediario, da cui la consulenza è offerta per il tramite dei promotori, come "*servizio accessorio*".

In particolare, la prestazione del servizio di consulenza finanziaria comporta la preventiva sottoscrizione di uno specifico contratto scritto, in cui risultino fissate le caratteristiche fondamentali e le modalità di prestazione del servizio, nonché l'ammontare del compenso previsto (ovvero i criteri fissati per determinarlo) (art. 30, comma 3, regolamento n. 11522/1998). È evidente peraltro che, essendo la consulenza prestata dai promotori per conto dell'intermediario, i relativi compensi dovranno essere versati dalla clientela non ai promotori-consulenti, ma direttamente all'intermediario.

Inoltre, nell'ipotesi di promotori incaricati da un intermediario sia dell'offerta fuori sede di prodotti finanziari che dello svolgimento del servizio accessorio di consulenza finanziaria, quest'ultima attività può risultare svolta in situazione di conflitto di interessi.

Al riguardo, la Commissione ha espressamente richiesto che gli investitori siano adeguatamente informati di tale situazione e che, ai sensi dell'art. 27, comma 3, del regolamento n. 11522/1998, il contratto relativo alla consulenza finanziaria rechi la specifica avvertenza che la stessa è prestata in conflitto d'interessi. In particolare, con riferimento ad un servizio accessorio di consulenza, avente ad oggetto (tipi di) prodotti finanziari ulteriori rispetto a quelli distribuiti

dall'intermediario preponente, si è rilevato che i promotori risulterebbero portatori di un interesse proprio a che i clienti sottoscrivano i prodotti che gli stessi sono incaricati di collocare (cfr. comunicazioni Consob n. DI/43152, del 2 giugno 2000 e n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001) (**figura n. 7**).

La posizione dell'Autorità di Vigilanza, con riguardo alla suindicata ipotesi di consulenza finanziaria "multi- brand", risulta ispirata all'intento di non impedire lo svolgimento di un'attività prevista dall'ordinamento (la consulenza "accessoria"), cercando di risolvere attraverso la specifica disciplina che regola il conflitto d'interessi, i profili problematici derivanti dall'attenuarsi dell'elemento della neutralità del soggetto che presta la consulenza, nell'ipotesi in cui quest'ultimo sia incaricato anche del collocamento dei prodotti finanziari.

1. Prospettive di modifica del contesto normativo. Aggiornamento della Direttiva comunitaria.

Richiamate le diverse ipotesi che possono allo stato configurarsi, in materia di svolgimento di attività di consulenza finanziaria da parte dei promotori, pare interessante fare cenno ad alcuni possibili interventi innovativi della normativa vigente - indicati nella proposta di aggiornamento della Direttiva n. 93/22/CEE sui servizi di investimento ("*Upgrading the ISD*") - che potrebbero incidere in modo significativo sulle fattispecie innanzi esaminate.

In primo luogo, la proposta di Direttiva attiene all'introduzione a livello comunitario dell'obbligo degli intermediari di avvalersi di collaboratori professionali, denominati *tied agents* (o *salesmen*), per la promozione e il collocamento di strumenti finanziari.

Tale nuova figura di operatore, non contemplata sinora dalla normativa comunitaria, risulta caratterizzata dallo stretto vincolo di esclusiva con l'intermediario per conto del quale è prestata l'attività, il quale risponde dei danni cagionati dai predetti collaboratori nell'esercizio dell'attività professionale (anche se conseguenti ad illeciti penali). Si prevede altresì che la qualifica di *tied agent* sia attestata dall'iscrizione in albi o registri, tenuti sotto la responsabilità dell'Autorità nazionale.

Paiono evidenti *ictu oculi* alcuni profili di affinità con la figura del promotore finanziario e la disciplina dell'offerta fuori sede, che hanno sinora costituito un elemento esclusivo e caratterizzante dell'ordinamento italiano.

Sotto altro profilo, la proposta di Direttiva sui servizi di investimento prevede l'inserimento della consulenza finanziaria fra le attività riservate agli intermediari abilitati.

Tale nuova impostazione, se conferma da un canto il rilievo assunto e lo specifico interesse rivolto dall'attività di consulenza finanziaria in ambito europeo, potrebbe avere l'effetto di limitare notevolmente gli spazi di attività e lo sviluppo professionale dei promotori finanziari, la cui funzione sembra ricondotta - attraverso la predetta nozione di *tied agent* - nell'angusto ambito dell'attività di distribuzione dei prodotti del proprio intermediario.

Le proposte di modifica della Direttiva sono peraltro tuttora oggetto di elaborazione e valutazione; pertanto, si possono semplicemente immaginare alcune ipotesi di scenari futuri, considerando i possibili diversi esiti del processo di revisione normativa in corso (**figura n. 8**).

Secondo una prima ipotesi, ove la consulenza finanziaria venga ricompresa fra le attività riservate ai soggetti abilitati, verrebbe meno la possibilità per chiunque, e quindi anche per gli iscritti all'albo senza mandato, di esercitare *liberamente* l'attività di consulenza.

Un'ulteriore limitazione potrebbe inoltre derivare dall'eventuale riserva dell'esercizio della consulenza finanziaria ad intermediari autorizzati, costituiti in forma di *persone giuridiche*; si tratta peraltro di una scelta che potrebbe essere rimessa alle valutazioni dei legislatori nazionali.

Secondo un'altra ipotesi, lo svolgimento della consulenza finanziaria non potrebbe essere

consentito ad intermediari abilitati alla prestazione di altri servizi d'investimento, richiedendosi, in pratica, l'esercizio esclusivo della predetta attività di consulenza finanziaria (c.d. impresa monofunzionale). Per effetto di tale limitazione imposta agli intermediari, risulterebbe compromessa anche la possibilità per i promotori finanziari (o meglio: *tied agents*) di svolgere un'attività di consulenza finanziaria per conto dell'intermediario preponente, associando al mandato relativo al collocamento dei prodotti l'ulteriore incarico relativo alla prestazione della consulenza.

In questo possibile scenario, in pratica, ai *tied agents* residuerebbe la prestazione della sola cosiddetta "consulenza strumentale", nell'ambito del tipico servizio di promozione e collocamento di prodotti finanziari, cui sarebbe circoscritta l'attività dei predetti operatori.

E' possibile che risulti in futuro inevitabile, per gli operatori, il compimento di una scelta fondamentale fra il tipo di attività che s'intende svolgere in via esclusiva, ossia fra la professione di *tied agent*, "addetto alla promozione e al collocamento di prodotti finanziari" per conto di un intermediario, e quella alternativa di *independent adviser*, che sarà forse possibile esercitare "in proprio" ovvero necessariamente alle dipendenze di una società autorizzata (**figura n. 8**).

La proposta di Direttiva ora delineata, fondata sulla distinzione delle attività di collocamento e di consulenza finanziaria, appare peraltro come una soluzione estremamente rigorosa rispetto alle possibili situazioni di conflitto di interessi, ispirata cioè dall'intento di prevenire in radice il configurarsi di tali conflitti, impedendo lo stesso esercizio di alcune attività.

L'orientamento seguito al riguardo dal legislatore nazionale e dall'Autorità di Vigilanza è stato invece improntato - sia consentito ribadirlo - al diverso criterio di disciplinare e cercare di "gestire" eventuali ipotesi di conflitto di interessi, in particolare imponendo un'adeguata informazione preventiva a tutela degli investitori (si vedano, per esempio, le comunicazioni Consob del 2 giugno 2000 e dell'11 novembre 2001, in tema di consulenza prestata da promotori finanziari).

Non può tacersi che, in particolare alcune delle proposte di modifica sopra indicate, potrebbero comportare per l'esperienza italiana se non un ritorno al passato - e, in particolare, al divieto di "*ogni forma di consulenza porta a porta*" previsto dalla legge n. 1/1991 - comunque una sorta di inversione rispetto alla presente tendenza evolutiva, che ha condotto tra l'altro alla valorizzazione della consulenza finanziaria prestata dai promotori e alla trasformazione della stessa funzione loro assegnata.

Allegati: 8 figure