

PRIVATE BANKING E ASSET MANAGEMENT FORUM 2007  
Lo Stato dell'Arte, le Opportunità e le Sfide Future nella Competizione del Mercato  
Milano 13 14 Settembre 2007

LA NORMATIVA MIFID:  
CAPIRE L'IMPATTO SUL SETTORE DELLA GESTIONE DELLA RICCHEZZA

Il dopo MIFID: i cambiamenti del mercato e le evoluzioni dei servizi di consulenza

- La consulenza di investimento in Italia: lo stato dell'arte
- Il mercato della gestione del patrimonio dopo la direttiva MIFID: opportunità e minacce per il sistema bancario
- Gli assetti competitivi e l'impatto sull'industria
- Il ruolo e la figura istituzionale del consulente di investimento

Relazione a cura di  
STEFANO M. MASULLO  
Amministratore Delegato EURO SO PA HOLDING SpA  
Direttore Generale NIKKAIA STRATEGIE srl  
Direttore Editoriale SHIRKAH FINANCE ltd  
Socio Fondatore e Segretario Generale ASSOCONSULENZA Associazione Italiana Consulenti  
di Investimento  
 Rettore IUSFA Istituto Universitario di Scienze Finanziarie ed Aziendali Lugano  
Autore di 20 Volumi

LA CONSULENZA DI INVESTIMENTO IN ITALIA

L'istituzionalizzazione e lo sviluppo in Italia dell'attività di consulenza agli investimenti ha una data di nascita precisa ed un riconosciuto fondatore da cui sono derivate in seguito tutte le iniziative aziendali ed istituzionali sviluppatesi successivamente.

Milano 16 dicembre 1996 con atto pubblico del notaio Ubaldo La Porta viene costituita ASSOCONSULENZA Associazione Italiana Consulenti di Investimento, nasce ufficialmente l'attività di consulenza agli investimenti in Italia

Stefano M. Masullo ne è il promotore, socio fondatore e segretario generale fin dalla costituzione nonché socio fondatore, azionista di riferimento e presidente, dal 1995 al 2006, di una delle più note ed importanti società specializzate nella consulenza agli investimenti OPUS CONSULTING SpA.

Milano ottobre 1997 viene presentato ed istituito IL PRIMO MASTER UFFICIALE in ITALIA per CONSULENTI DI INVESTIMENTO realizzato da ASSOCONSULENZA giunto ormai alla 40esima edizione frequentato con successo da oltre 500 partecipanti provenienti da banche, SIM, compagnie di assicurazioni, studi legali, finanziarie, studi commerciali e di consulenza, società di revisione, studi notarili ed istituzioni pubbliche e private.

Milano gennaio 1999 viene elaborato e pubblicato da parte di ASSOCONSULENZA il primo CODICE ETICO di COMPORTAMENTO dedicato espressamente alla figura del CONSULENTE di INVESTIMENTO ed adottato obbligatoriamente dagli iscritti all'associazione.

Milano gennaio 2000 viene elaborato e pubblicato da parte di ASSOCONSULENZA il primo DECALOGO di COMPORTAMENTO dedicato espressamente alla figura del CONSULENTE di INVESTIMENTO ed adottato obbligatoriamente dagli iscritti all'associazione.

Milano novembre 2002 viene realizzato il primo ed unico libro pubblicato in Italia dedicato alla figura del consulente di investimento intitolato IL CONSULENTE DI INVESTIMENTO e scritto da Stefano M. Masullo e Massimiliano Romano tale volume contiene IL PRIMO CONTRATTO UFFICIALE depositato in CONSOB per regolamentare il rapporto consulente cliente ed il PRIMO STATUTO UFFICIALE per la costituzione di una società di consulenza agli investimenti.

ASSOCONSULENZA  
ASSOCIAZIONE ITALIANA CONSULENTI DI INVESTIMENTO

Sito internet [www.assoconsulenza.com](http://www.assoconsulenza.com)

Anno di Costituzione 1996

Numero iscritti 680 soci ordinari

Numero 40 delegazioni provinciali in Italia

Numero 20 delegazioni estere

Presidente Anziano Piero Bassetti

Presidente in Carica Vincenzo Scotti

LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO

LEGGE 7 Giugno 1974 n. 216 Istituzione della CONSOB

Legge 23 Febbraio 1977 n. 49 Norme per la Negoziazione dei Titoli non ammessi alla Quotazione Ufficiale alla Borsa Valori

Legge 23 Marzo 1983 n. 77 Istituzione e Disciplina dei Fondi Comuni di Investimento Mobiliare

Legge 4 Giugno 1985 n. 281 Disposizioni sull'Ordinamento CONSOB

Legge 2 Gennaio 1991 n. 1 Disciplina dell'Attività di Intermediazione Mobiliare e Disposizioni sull'Ordinamento dei Mercati Mobiliari

Legge 14 Agosto 1993 n. 344 Istituzione e Disciplina dei Fondi Comuni di Investimento Mobiliare Chiusi

Legge 18 Aprile 2005 n. 62 Market Abuse

Legge 28 Dicembre n. 262 Tutela del Risparmio

Regolamento Banca d'Italia 2 Luglio 1991 Adozione del Regolamento concernente il Capitale Minimo delle SIM, le Attività Connesse e Strumentali

Decreto Legislativo n. 415 del 1 Settembre 1996

Direttiva CEE n. 93/6 del 15 Marzo 1993 Adeguatezza Patrimoniale delle Imprese di Investimento e degli Enti Creditizi che Offrono Servizi di Investimento

Direttiva CEE n. 93/22 del 10 Maggio 1993 Direttiva Euro SIM regolante l'Attività dei Servizi di Investimento nel Settore dei Valori Mobiliari

Direttiva CEE n. 39/2004 del 21 Aprile 2004 Relativa ai Mercati degli Strumenti Finanziari, che Modifica le Direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CEE del Parlamento Europeo e del Consiglio e che Abroga la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio

Testo Unico Bancario Decreto Legislativo n. 385 del 1 Settembre 1993

Testo Unico della Finanza Decreto Legislativo n. 58 del 24 Febbraio 1998

Comunicazione CONSOB n. DI/98080597 del 14 Ottobre 1998

Comunicazione CONSOB n. 1083623 del 7 Novembre 2001

## I FATTORI CHE HANNO DETERMINATO LO SVILUPPO DELLA CONSULENZA

I BISOGNI

LA NORMATIVA

LA GLOBALIZZAZIONE

L'INFORMAZIONE

L'INNOVAZIONE TECNOLOGICA

## CODIFICAZIONE DELL'ATTIVITA' DI CONSULENZA

La Legge n. 1 del 2 Gennaio 1991 ha avuto il merito di introdurre la disciplina dell'intermediazione mobiliare, regolamentando non i soggetti, bensì l'oggetto, ossia la così detta attività di intermediazione mobiliare, ricomprendendo in quest'ultima:

- la negoziazione per conto proprio e/o per conto di terzi
- il collocamento e la distribuzione

- la gestione di patrimoni
- la raccolta ordini di acquisto/vendita
- la consulenza
- la sollecitazione del pubblico risparmio

## SOGGETTI AUTORIZZATI ALL' ATTIVITA' DI CONSULENZA

La Legge n. 1 del 2 Gennaio 1991 stabilisce che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico delle attività di intermediazione mobiliare, quindi anche quella di consulenza, viene riservato alle SIM Società di Intermediazione Mobiliare ed alle banche.

Per esercitare esclusivamente l'attività di consulenza bisogna costituire una Società di Intermediazione Mobiliare dotata di requisiti patrimoniali minimi obbligatori, capitale sociale di 600 milioni di Lire, e di requisiti di onorabilità e di professionalità sia degli azionisti se persone fisiche che dei componenti gli organi sociali, consiglio di amministrazione e collegio sindacale, inoltre vi è l'obbligo di far sottoporre a revisione e certificazione il bilancio da società a ciò autorizzate e comprese in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB.

## SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AUTORIZZATE ALLA CONSULENZA PURA E INDIPENDENTE IN ITALIA

ADB SIM Torino Gian Erico Plevna Socio Fondatore ASSOCONSULENZA

FORINVEST SIM Milano Marco Mottana

STUDI E INVESTIMENTI MOBILIARI SIM Torino Gian Luigi Simone Marco Malvicini  
Soci Fondatori ASSOCONSULENZA

3AInvestimenti SIM Milano Adamo Gentile

## LIBERALIZZAZIONE E SVILUPPO DELL' ATTIVITA' DI CONSULENZA

Il Decreto Legislativo n. 415 del 1 Settembre 1996 sottopone l'attività di consulenza a radicali innovazioni, il decreto rinomina come servizi di investimento le attività di intermediazione mobiliare, introducendo la nozione di servizi accessori.

Il legislatore identifica tra i servizi di investimento:

- la negoziazione per conto proprio e/o terzi
- il collocamento, con o senza assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente
- la gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi
- la ricezione e la trasmissione di ordini

Il legislatore identifica fra i servizi accessori:

- la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari
- la locazione di cassette di sicurezza

- la concessione di finanziamenti agli investitori per operazioni relative a strumenti finanziari, nelle quali interviene il finanziatore
- la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese
- i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento
- la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari
- l'intermediazione in cambi, quando è collegata alla prestazione di servizi di investimento

Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari ai privati, è ricompreso quindi nella categoria dei servizi accessori e la sua prestazione non costituisce più oggetto di riserva a favore delle banche e delle imprese di investimento. Dunque anche l'attività di consulenza finanziaria è stata liberalizzata e resa esercitabile da qualsiasi persona, fisica o giuridica, che miri a rivolgersi al pubblico degli investitori in modi e forme soggettivi e personalizzabili.

#### SOGGETTI EROGATORI DI CONSULENZA

Il nuovo contesto normativo viene a creare due figure di soggetti:

Soggetti Autonomi, costituiti in forma individuale o societaria, operativi in via privata e non sottoposti ad alcuna forma di vigilanza.

Intermediari abilitati dalla legge ai servizi di investimento, ma autorizzati anche a prestare il servizio di consulenza come servizio accessorio e con una cornice regolamentare idonea a stabilire l'assoluto divieto a compiere operazioni in conflitto di interesse con il cliente, tenendo di forma e di fatto, completamente separate l'attività connessa ai servizi di investimento da quello di consulenza.

#### DEFINIZIONE DI CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI

L'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari consiste, in linea generale, nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica ed agli obiettivi del cliente stesso; in particolare essa è caratterizzata:

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

## NORMATIVA APPLICABILE AL SERVIZIO DI CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI PRIMA DEL RECEPIMENTO DELLA MIFID

L'attività di consulenza in materia di investimenti, laddove non sia prestata da o per conto di intermediari abilitati va intesa come attività libera esplicabile sia in forma individuale che societaria e deve essere improntata al rispetto dei principi di correttezza e diligenza richiesta dalla natura della prestazione, secondo le norme del diritto comune, articoli 1175 e 1176 del Codice Civile.

Inquadrando il rapporto di consulenza da un punto di vista civilistico si può fare riferimento o all'appalto di servizi, articolo 1665 e seguenti del Codice Civile - qualora la consulenza venga esercitata in forma imprenditoriale - o, diversamente, alla figura del contratto d'opera, articolo 2222 e seguenti del Codice Civile - nel caso di attività esclusivamente personale del consulente - si inquadra nella categoria dei prestatori d'opera intellettuale, articolo 2230 e seguenti del Codice Civile.

La prestazione del consulente, al pari di quella di altri liberi professionisti, è retribuita secondo un onorario posto a carico del cliente e precedentemente concordato e non viene remunerato da commissioni o provvigioni sull'affare da egli concluso.

Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio dell'attività, il consulente non promette e non assicura il conseguimento di risultati.

Per quanto attiene alla responsabilità del consulente, essa è sancita dall'articolo 2236 del Codice Civile che stabilisce che, se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciali difficoltà, il prestatore d'opera non può rispondere dei danni se non in caso di dolo o di colpa grave articoli 1176 e 1218 del Codice Civile.

### LIMITI DELL'ATTIVITA' DI CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI

Al fine di inquadrare meglio i limiti dell'attività di consulenza in strumenti finanziari ed evitare controversie occorre osservare rigorosamente i seguenti principi:

- Divieto di operare sui portafogli dei clienti
- Inesistenza di conflitti nel segnalare alla clientela l'intermediario cui rivolgersi per compiere le operazioni in strumenti finanziari
- Remunerazione pagata sulla base del servizio prestato e slegata dal raggiungimento di risultati
- Adeguatezza degli obiettivi di investimento
- Inesistenza di conflitti relativi agli investimenti consigliati
- Divieto di utilizzo di informazioni riservate e di aggio su strumenti finanziari

### I DIVERSI TIPI DI CONSULENZA

Si possono identificare tre livelli differenti di consulenza agli investimenti:

#### CONSULENZA TRADIZIONALE :

rappresentata dalla consulenza in senso improprio in quanto si realizza esclusivamente con il collocamento fuori sede di prodotti finanziari. Essa vede come principale protagonista la vecchia

figura del promotore finanziario la cui competenza tecnica risulta essere limitata ed orientata prevalentemente alla vendita di prodotti. Il servizio offerto non presenta un reale valore aggiunto ed il promotore finanziario ripropone un unico approccio di vendita ad interlocutori differenti.

#### PSEUDO CONSULENZA :

rappresentata da quei promotori finanziari che, nonostante abbiano superato lo stadio della consulenza tradizionale in quanto accessoria alla mera vendita del prodotto finanziario, rimangono ancorati alla logica del promotore con un legame molto molto stretto con l'intermediario per il quale offre il prodotto. Il livello culturale finanziario risulta essere maggiore rispetto a quello presente nel consulente tradizionale, ma ancora generalizzato e privo di una visione complessiva economico-finanziaria.

#### CONSULENZA PURA :

Questa tipologia costituisce la forma più evoluta del consulente, da puro e semplice venditore a consulente professionista in grado di fornire soluzioni ad alto valore aggiunto in grado di soddisfare tutte le esigenze dell'investitore.

E' importante quindi notare come la consulenza agli investimenti si vada trasformando dalla semplice vendita di un prodotto fino alla realizzazione di soluzioni in grado di soddisfare una particolare e specifica esigenza.

Per riuscire ad ottenere tutto questo il Consulente di Investimento dovrà presentare due connotati particolari: dovrà comunque mantenere uno spiccato senso commerciale ma dovrà costantemente migliorare la preparazione tecnica per essere sempre più in grado di offrire soluzioni adeguate alle esigenze del cliente.

Dovrà inoltre partecipare ad un ampio network di professionisti, collegati da legami in grado di accrescere sinergicamente il valore aggiunto della prestazione del singolo consulente che potrà così instaurare un approccio relazionale duraturo e basato sulla fiducia.

### LA CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI ED IL PROMOTORE FINANZIARIO

Il vantaggio competitivo del Consulente di Investimento rispetto al Promotore Finanziario è l'offerta e la susseguente realizzazione di un piano finanziario personalizzato, attraverso il quale si costruisce una relazione duratura con il cliente basata sulla fiducia.

Il prevalere dell'attività di consulenza su quella di intermediazione nei mercati finanziari più evoluti e maturi comporta come conseguenza una evoluzione naturale delle figure professionali presenti : da puro e semplice venditore a consulente di investimento professionista indipendente, la cui remunerazione passa da un sistema di introiti derivante dalle commissioni sui prodotti collocati ad uno basato sugli onorari percepiti in funzione del servizio offerto.

Ciò che contraddistingue il consulente di investimento dal Promotore Finanziario è sostanzialmente la neutralità, l'obiettività e la capacità di servirsi di una gamma di servizi potenzialmente infinita.

Il legislatore con l'articolo 94 del Regolamento CONSOB n. 11522/1998 stabilisce che l'attività di promotore finanziario è incompatibile con l'esercizio dell'attività di consulenza, salvo il caso che l'attività sia svolta per conto del soggetto abilitato per il quale opera o per conto di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo.

In alternativa, l'attività di consulenza agli investimenti può essere esercitata dal soggetto che, pur essendo iscritto all'Albo dei promotori Finanziari, non opera per conto di alcun intermediario.

La ratio di tale incompatibilità è da rinvenirsi nelle particolari caratteristiche dell'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la quale consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica, al profilo dell'investitore e agli obiettivi finanziari dello stesso.

L'attività di consulenza è pertanto caratterizzata in radice dall'inesistenza di vincoli predeterminati in ordine agli investimenti da suggerire e dalla posizione di neutralità del consulente rispetto agli investimenti consigliati.

Siffatta neutralità non si rinviene naturalmente nella posizione del promotore finanziario che si preoccupa non già di illustrare in linea generale le caratteristiche di un prodotto, quanto nel consigliare all'investitore talune precise operazioni, avendo egli interesse economico diretto, in quanto remunerato in funzione della tentata vendita andata a buon fine, all'effettuazione degli investimenti promossi. A questo proposito si veda la Comunicazione CONSOB n. 98096957 del 21 Dicembre 1998.

## LA CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI E LA DIRETTIVA MIFID MARKET IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE

Il 6 luglio 2007 è stato approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri il testo del decreto attuativo della Direttiva CEE n. 39/2004 del 21 Aprile 2004 denominata MIFID Market in Financial Instruments Directive che modificherà ed integrerà il vigente Testo Unico della Finanza Decreto Legislativo n. 58 del 24 Febbraio 1998, al fine di renderlo compatibile con la nuova normativa comunitaria.

L'approvazione definitiva del decreto dovrebbe pervenire a settembre dopo aver acquisito i pareri delle Commissioni Parlamentari competenti.

## DEFINIZIONE DI CONSULENZA AGLI INVESTIMENTI E DIFFERENZE PECULIARI RISPETTO ALLA PRECEDENTE NORMATIVA

Una delle più rilevanti novità al riguardo è costituita dalla definizione e dalla disciplina della consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Secondo i dettami della MIFID il servizio di consulenza in materia di investimenti viene definito, così come riportato dall'articolo 1, comma 5-septies del Testo Unico della Finanza e ripreso dalle direttive MIFID di primo e secondo livello, 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.

Le previsioni contenute nella MIFID, riguardanti il servizio di consulenza, non si applicano alle persone, intendendo con tale termine ai sensi della Direttiva 2004/39/CE sia le fisiche che le giuridiche, che forniscono consulenza in materia di investimenti nell'esercizio di un'altra attività professionale non contemplata dalla presente direttiva, purchè tale consulenza non sia specificamente remunerata.

La definizione è decisamente innovativa: non si pone più l'accento, come in passato, avuto riguardo soprattutto all'interpretazione fornita dalla CONSOB, sulla indipendenza del consulente e la tendenziale facoltà per questi di suggerire un numero indeterminato di prodotti e di servizi, quanto sulla personalizzazione del rapporto di consulenza: la quale viene in pratica a coincidere con il consiglio finalizzato al compimento di operazioni di investimento riguardanti specifici strumenti finanziari.

La consulenza può dirsi personalizzata quando è presentata come adatto per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Viceversa non costituisce consulenza, ai fini della applicazione della legge di recepimento della direttiva, la cosiddetta consulenza generica, che non è fornita in merito ad un determinato strumento finanziario, ma riguardo a diversi tipi di strumenti finanziari, l'attività di asset allocation o di financial planner può farsi rientrare nella consulenza generica.

La relazione illustrativa al decreto attuativo ha inoltre precisato che non configurano consulenza gli atti preparatori, compresa l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, così come la prestazione di un servizio di investimento, per esempio il collocamento, quando tale attività non derivino raccomandazioni personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente.

## SOGGETTI AUTORIZZATI ALLA ATTIVITA' DI CONSULENZA

La MIFID prevede che il servizio di consulenza in materia di investimenti potrà essere svolto solo dai seguenti soggetti:

imprese di investimento, quindi da persone giuridiche;

imprese diverse dalle persone giuridiche, a condizione che il loro status garantisca ai terzi un livello di protezione dei loro interessi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche e siano oggetto di una vigilanza equipollente ed adeguate alle prime.

Di conseguenza le persone fisiche che attualmente, in conformità alle legislazioni nazionali cui sono assoggettate, offrono attività di consulenza agli investimenti come attività esclusiva o principale dovranno richiedere ed ottenere una necessaria autorizzazione al fine di poter continuare ad operare come imprese di investimento, secondo la definizione prevista dalla nuova normativa.

## REQUISITI MINIMI RICHIESTI ED OBBLIGATORI

Coloro che intenderanno costituire ed autorizzare una società di consulenza o semplicemente autorizzare società già esistenti dovranno soddisfare i principali requisiti richiesti per la costituzione delle Società di Intermediazione Mobiliare quali in particolare:

adozione della forma di società di capitali;

istituzione della sede legale e della direzione generale in Italia;

presentazione, unitamente allo statuto ed all'atto costitutivo, di un progetto dettagliato illustrante l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa;

possesso da parte dei rappresentanti aziendali della società, organo amministrativo, direttivo e di controllo, dei necessari requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza;

possesso da parte dei partecipanti al capitale sociale del requisito di onorabilità;

dotazione di un capitale sociale di ammontare non inferiore a quello che verrà determinato con un regolamento da parte della Banca d'Italia.

In relazione a quest'ultimo punto in seguito all'emanazione della recente direttiva 2006/49/CE, in materia di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, ha previsto che le imprese di investimento esercenti in via esclusiva il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, e/o ricevano e trasmettano ordini di investitori senza detenere fondi o titoli appartenenti ai propri clienti, possano alternativamente:

avere un Capitale Sociale minimo pari a 50.000 Euro;

sottoscrivere un'assicurazione della Responsabilità Civile Professionale, estesa all'intero territorio comunitario, contro la responsabilità derivante da negligenza professionale, che assicuri una copertura di almeno 1 Milione di Euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 5 Milioni di Euro all'anno per l'importo totale delle richieste complessive di indennizzo;

decidere di disporre di una combinazione di capitale iniziale e di assicurazione della Responsabilità Civile Professionale in una forma che comporti un livello di copertura equivalente a quello descritto nelle precedenti ipotesi.

Alla luce di quanto sopra è presumibile che in sede di recepimento della MIFID in Italia sia stabilito per le società di consulenza un Capitale Sociale ad hoc; tale ipotesi trova fondamento nel fatto che l'attività di consulenza non assoggetta coloro che la prestano a rischi di controparte o rischi sistemici nei confronti delle altre controparti presenti sul mercato, peraltro, lo svolgimento dell'attività di consulenza senza detenzione di fondi o titoli della clientela da parte dell'impresa di investimento, non comporta neanche il rischio di perdite dirette in capo a questi ultimi.

Il principale rischio rappresentato da una società di consulenza è la possibilità che la stessa possa incorrere in forme di responsabilità di natura contrattuale e/o extracontrattuale in seguito all'inosservanza delle norme comportamentali e deontologiche sottese alla erogazione del servizio stesso.

## OBBLIGHI INFORMATIVI PREVISTI

La MIFID prevede che le società autorizzate a fornire il servizio di consulenza dovranno agire in modo onesto, equo e professionale al fine di tutelare al meglio gli interessi dei propri clienti; inoltre sono tenute al rispetto di particolari e stringenti obblighi equiparabili a quelli previsti per l'esercizio dell'attività di gestione di patrimoni mobiliari quali:

### Informativa Obbligatoria dagli Investitori

In tal senso le società dovranno informarsi sull'esperienza maturata dall'investitore in materia di investimenti in strumenti finanziari, sia con riguardo allo specifico prodotto o servizio offerto sia in ordine alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento; tali informazioni serviranno per consentire alla società di valutare l'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo finanziario dell'investitore e comprendono notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio.

### Informativa Obbligatoria agli Investitori

Le società dovranno fornire alla clientela effettiva e potenziale informazioni dettagliate :

sulla società stessa e sui relativi servizi offerti;

sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, in particolare orientamenti ed avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;

sulle sedi di esecuzione della prestazione stessa;

sui costi e gli oneri connessi.

Tali indicazioni potranno essere fornite anche utilizzando un formato standardizzato allegato al relativo contratto.

Le società di consulenza dovranno, inoltre, predisporre una documentazione contrattuale obbligatoria comprendente il documento o i documenti concordati tra la società ed il cliente in cui devono essere precisati i diritti ed i relativi obblighi delle parti nonché le altre eventuali condizioni alle quali l'impresa di investimento fornirà servizi al cliente; i diritti e gli obblighi delle parti contenuti nell'apposito contratto potranno essere integrati mediante un riferimento ad altri documenti o testi giuridici.

La clientela dell'impresa di investimento dovrà ricevere dalla stessa adeguate e dettagliate informazioni sui servizi prestati nonché sui costi imputati per tali servizi.

## ADEGUAMENTI PREVISTI PER I SOGGETTI ESERCENTI ATTIVITA' DI CONSULENZA

Alla luce di quanto esposto sopra si fornisce di seguito un elenco dei minimali e principali interventi che dovranno presumibilmente essere adottati dalle attuali società di consulenza per adeguarsi ai nuovi parametri ed obblighi imposti dal recepimento della MIFID:

adozione della forma giuridica di Società per Azioni;

revisione dell'Oggetto Sociale e conseguente esclusione delle eventuali attività in conflitto con l'attività di consulenza o con essa non compatibili;

adozione di un efficace sistema di controlli interni in grado di assicurare l'efficacia e l'efficienza dei processi aziendali, la salvaguardia del patrimonio aziendale, l'affidabilità e l'integrità delle informazioni contabili e gestionali nonché la conformità dell'attività con le disposizioni normative di volta in volta vigenti;

adozione di un sistema informativo-contabile affidabile e conforme ai nuovi obblighi normativi e che consenta un'adeguata produzione delle segnalazioni di vigilanza verso Banca d'Italia e CONSOB;

adozione di procedure organizzative interne che disciplinino i diversi processi aziendali.

Naturalmente i sopraccitati interventi costituiscono solo un primo e parziale riferimento e saranno sicuramente oggetto di variazioni e integrazioni in relazione al completamento del processo di recepimento della direttiva MIFID.

## PRINCIPI FONDAMENTALI ED INNOVATIVI DELLA NUOVA NORMATIVA

### ADEGUATEZZA - SUITABILITY -:

Per verificare l'adeguatezza del servizio prestato, l'intermediario deve ottenere informazioni sugli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la conoscenza ed esperienza del cliente. Altrimenti non può prestare il servizio.

### APPROPRIATEZZA - APPROPRIATENESS - :

per verificare se i servizi prestati sono appropriati, l'intermediario deve chiedere al cliente informazioni sul livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi: In caso di rifiuto può comunque prestare il servizio informando il cliente della non appropriatezza .

### CLIENTI AL DETTAGGIO - RETAIL - :

Sono investitori che non posseggono esperienza e competenze in materia di investimenti proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate, risparmiatori che hanno necessità di un livello massimo di protezione e a cui si applicano interamente le norme MIFID di tutela.

#### CLIENTI PROFESSIONALI:

Posseggono esperienza, conoscenze e competenza tali da prendere decisioni di investimento e valutare correttamente il rischio assunto. Oltre a soggetti istituzionali, come banche, imprese di investimento, società di gestione del risparmio, fondi pensione, governi ed istituzioni internazionali e sopranazionali, sono clienti professionali anche le imprese private che rispondano ad almeno due di questi requisiti:

- bilancio di 20 milioni di euro;
- fatturato netto di 40 milioni di euro
- fondi propri per 2 milioni di euro

Le persone fisiche possono essere, su richiesta, clienti professionali se rispondono ad almeno due di questi requisiti:

- aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con frequenza media di dieci operazioni a trimestre nell'anno precedente
- portafoglio finanziario superiore a 500 mila euro
- lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione che richieda la conoscenza delle operazioni e dei servizi richiesti

#### CONTROPARTI QUALIFICATE:

Sottoinsieme dei clienti professionali: i soggetti istituzionali sono controparti qualificate di per sé, mentre le grandi imprese possono diventarlo su richiesta

#### FIGURE PROFESSIONALI RICONOSCIUTE INTRODOTTE DALLA NUOVA NORMATIVA

##### TIED AGENT – Traduzione Letterale AGENTE COLLEGATO - PROMOTORE FINANZIARIO

La nuova normativa definisce l'agente collegato, tied agent, come la persona fisica o giuridica, che sotto la piena e incondizionata responsabilità di una impresa di investimento per conto della quale opera in REGIME di MONOMANDATO,

- promuove e vende i servizi di investimento e/o 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 assistenza pre e post vendita ai clienti o potenziali clienti rispetto a questi strumenti/servizi

Una novità contenuta nella direttiva, rispetto alla disciplina italiana, sta nella possibilità di svolgere l'attività di promozione finanziaria sotto forma associativa o societaria.

L'attuale disciplina italiana, articolo 31 del Decreto Legislativo n.58/98 prevede invece che i promotori finanziari possano essere solo persone fisiche.

Dall'esame dei provvedimenti di attuazione della direttiva già adottati e in corso di adozione risulta,peraltro,che il legislatore italiano non intenda prevedere la possibilità per i promotori finanziari di svolgere la loro attività sotto forma associativa o societaria.

La cosiddetta consulenza strumentale o per meglio dire,l'assistenza pre e post vendita,vale a dire l'attività di presentazione degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento insita in ogni attività promozionale e di collocamento svolta dai promotori finanziari,non sia riconducibile alla definizione di consulenza in materia di investimenti,intesa come servizio di investimento.

A tal proposito si ricorda la Comunicazione CONSOB n. 1083623/2001 che prevede una attività di pseudo consulenza,ovvero di assistenza pre e post vendita,in un ambito collegato esclusivamente alla promozione che diventa addirittura incompatibile con la professione.

In altri termini,prima di formulare una proposta di vendita di servizi di investimento,il promotore finanziario deve informarsi circa gli obiettivi,la situazione patrimoniale-finanziaria e l'esperienza in materia di investimenti del cliente o potenziale al fine di proporre la soluzione di investimento più adeguata alle sue esigenze,utilizzando i prodotti ed i servizi commercializzati dalla società mandante.

Ma in questo caso non è ravvisabile una consulenza imparziale in capo al promotore,il quale è incaricato dell'offerta di determinati servizi di investimento e strumenti finanziari per conto di un intermediario,pertanto ha un interesse proprio nel consigliare investimenti aventi ad oggetto servizi e strumenti promossi.

In definitiva anche nella nuova normativa rimane l'incompatibilità tra le attività di promotore finanziario,agente di vendita monomandatario,e di consulente di investimento,libero professionista.

## CONSULENTE DI INVESTIMENTO PERSONA FISICA O PERSONA GIURIDICA

La nuova normativa istituisce la figura professionale del Consulente di Investimento,persone fisiche che avranno un proprio albo professionale e regole precise quali .

- requisiti di onorabilità
- requisiti di professionalità
- requisiti patrimoniali.

Sono autorizzati a prestare il servizio di consulenza in materia di investimento,ovvero a consigliare la sottoscrizione o l'acquisto di strumenti finanziari,ma fermandosi obbligatoriamente prima della fase di collocamento riservata ai promotori finanziari,valutando con attenzione l'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente.

Il Consulente di Investimento presenta quindi come caratteristiche peculiari e distintive la neutralità, l'obiettività e la capacità di servirsi di una gamma di servizi di investimento potenzialmente infinita.

## DIFFERENZE SOSTANZIALI TRA PROMOTORE FINANZIARIO E CONSULENTE DI INVESTIMENTO

### STATUS GIURIDICO

Il Promotore Finanziario è un agente di commercio monomandatario che opera in maniera esclusiva per la società mandante proponendo in maniera vincolata i prodotti offerti da questa

Il Consulente di Investimento è un libero professionista o una società di capitali ed opera in maniera svincolata da qualsiasi società prodotto

### REMUNERAZIONE

Il Promotore Finanziario viene remunerato con una provvigione espressa in percentuale sull'ammontare della cifra investita dal cliente ogni qualvolta una tentata vendita sia stata perfezionata e conclusa

Il Consulente di Investimento viene remunerato direttamente dal cliente nell'interesse del quale opera con una parcella non prestabilita a priori ma commisurata allo impegno intellettuale profuso in funzione di numerosi elementi quali in particolare la complessità dell'intervento ed il tempo dedicato.

### SERVIZIO PRESTATO

Il Promotore Finanziario vende servizi e/o prodotti di investimento standardizzati ed immutabili sui quali non ha nessun potere di intervento al fine di apportare variazioni e/o modifiche sia formali che sostanziali.

Il Consulente di Investimento realizza un servizio su misura in funzione delle non replicabili ed uniche esigenze espresse da ogni singolo cliente potendo intervenire nel processo di erogazione in qualunque momento apportando ogni e qualsiasi modifica si rendesse necessaria nel corso del tempo.

## SCENARI FUTURI E MODELLI ORGANIZZATIVI DI SVILUPPO

### LE AREE DELLA CONSULENZA

L'universo della consulenza è vasto ed eterogeneo, con tale espressione possono essere ricomprese moltissime attività finalizzate a dare consigli e pareri ovvero a fornire assistenza ad una domanda

presente sul mercato e caratterizzata da una crescente complessità e da una maggiore maturità e consapevolezza.

Non è facile delineare i confini dell'attività in quanto molteplici sono le aree di intervento nelle quali possono essere offerti servizi ad elevato valore aggiunto, possono però essere delineate due macroaree di riferimento:

## AREA CORPORATE

Finanza Ordinaria di Impresa:

- gestione della tesoreria
- analisi finanziaria
- consulenza valutaria
- valutazione di progetti di investimento
- ristrutturazione del debito
- reperimento di fonti finanziarie
- programmi di ricapitalizzazione

Finanza Straordinaria di Impresa .

- acquisizioni, cessioni, fusioni
- successione generazionale
- quotazione in borsa
- emissione di prestiti obbligazionari
- varo di aumenti di capitale
- ristrutturazione di impresa

## AREA PRIVATE

- pianificazione patrimoniale, fiscale e finanziaria
- analisi dei bisogni previdenziali ed assicurativi
- reportistica finanziaria
- elaborazioni e proiezioni economico finanziarie
- analisi tecnica e fondamentale
- pianificazione del patrimonio immobiliare

## LA CONSULENZA E LE BANCHE

Per molto tempo le banche hanno vissuto in un ambiente statico, quasi immutabile. Il servizio offerto era rivolto ad una gamma di utenti che non presentavano particolari problematiche in termini di bisogni da soddisfare. La consulenza offerta era di tipo tradizionale, dove il valore aggiunto dato al prodotto era inesistente.

Le banche hanno cercato di sviluppare le proprie reti di vendita offrendo una pseudo consulenza il cui accento era posto sulla vendita del prodotto. E' indubbio che hanno cercato di soddisfare la prima esigenza del cliente orfano dei rendimenti elevati dei titoli di Stato, ma è anche vero che il lato

commerciale ha mantenuto e mantiene tutt'ora una influenza predominante sul consiglio offerto: il budget di prodotto prevede il collocamento di singoli strumenti finanziari a chiunque, indistintamente.

Questa strategia, che tende a spingere ossessivamente l'addetto o il promotore finanziario a vendere ad ogni costo, non è stata abbandonata completamente.

E' peraltro vero che la gran parte delle reti bancarie così come sono organizzate adesso sono poco attrezzate per poter effettuare consulenza ed assistenza, in quanto i funzionari preposti alla vendita hanno anche altri compiti che nulla hanno a che fare con la gestione del risparmio e che spesso sono ritenuti dalla banca prioritari rispetto ad una attività di consulenza.

E' evidente che le profonde trasformazioni dello scenario economico, insieme a processi di integrazione impongono una revisione del modo di fare banca. L'iter evolutivo dovrà essere accompagnato da competenze in grado di fare crescere e cambiare gli istituti finanziari, in modo tale da risolvere tutti i problemi legati alla produzione, alla distribuzione, al marketing.

Diventa importante il prezioso supporto delle risorse umane, le banche dovranno attuare politiche volte alla valorizzazione del personale, sviluppando nuove competenze, liberando energie potenziali e favorendo il coinvolgimento delle persone ai piani di crescita ed ai progetti aziendali. Questo processo di valorizzazione non deve avere come unico obiettivo la gratificazione economica, ma per poter sviluppare competenze adeguate, dovrà sempre più essere potenziato il settore formazione.

La formazione dovrà occupare un posto importantissimo nella riorganizzazione bancaria, essa dovrà coprire principalmente due aree:

- Area Organizzativo- Commerciale
- Area Tecnica

La formazione organizzativo-commerciale dovrà essere indirizzata ad accrescere le competenze necessarie allo sviluppo strategico-operativo dell'impresa per permettere a tutte le risorse la condivisione degli obiettivi aziendali. Dovrà inoltre essere rivolta allo sviluppo delle capacità relazionali, con particolare enfasi alla capacità di individuare le esigenze tangibili ed intangibili del cliente.

Dal lato tecnico il consulente bancario dovrà conoscere gli strumenti finanziari, i mercati e le varie metodologie di valutazione e analisi. Dovrà conoscere per ogni prodotto i vantaggi e soprattutto i benefici che ne potrà avere il cliente.

Tutto questo porterà un duplice vantaggio per la banca: da un lato le persone potranno comprendere il nuovo scenario, condividendo gli obiettivi dell'azienda e, dall'altro lato il consulente bancario non venderà più un prodotto, ma offrirà la giusta soluzione al cliente che ne apprezzerà i benefici.

L'offerta di soluzioni ad alto valore aggiunto diventa indispensabile per fidelizzare la clientela e per frenare gli effetti della concorrenza.

La competizione tra le banche non si farà più sui prezzi, ma sui servizi. Ma solo le banche di piccole dimensioni potranno garantire una assistenza personalizzata alle esigenze della clientela. Le più grandi tenderanno a livellare sempre più le relazioni senza alcuna differenziazione.

Questa crescente esigenza di assistenza e di consulenza può essere garantita solo da una struttura snella, da una banca di piccole dimensioni che è in grado di seguire i suoi clienti e di proporre offerte personalizzate.

Le fusioni spesso e volentieri non sono altro che aggregazioni di debolezze e hanno l'effetto di snaturare e spersonalizzare i rapporti con i clienti. Ma la piccola banca, per sopravvivere in questo nuovo contesto e non essere schiacciata dalla concorrenza, che è in grado di offrire prezzi più competitivi e servizi più rapidi, deve modificare il suo approccio al mercato. Deve cioè diventare non più produttrice di servizi, ma erogatrice di servizi forniti da terzi.

La banca di piccole dimensioni non può più pretendere di gestire autonomamente il risparmio dei suoi clienti. I costi fissi che dovrebbe sostenere per fare tutto in casa sarebbero al di fuori della sua portata. Per garantire alti margini di guadagno ai propri investitori, deve invece diventare un consulente di investimento.

Ma la banca deve anche specializzarsi e curare solo quella clientela che gli consenta ampi margini di guadagno, la piccola banca deve accogliere solo gli investitori più importanti lasciando alle grandi banche chi desidera investire piccole somme.

Da qui la necessità, per la piccola banca, di investire in tecnologia attraverso la predisposizione di sistemi informativi che diventano strumenti di marketing e gestiscono, attraverso banche dati specializzate, le informazioni relative ai clienti.

Per fare delle offerte di investimento personalizzate le piccole banche devono conoscere in dettaglio la situazione patrimoniale dei clienti. Allo scopo di fidelizzare la clientela dovrebbero anche avviare operazioni di co-marketing e garantire, attraverso apposite convenzioni, servizi accessori. E ancora, puntare sulla formazione del personale.

La piccola banca dovrà lavorare sulle relazioni esterne con operazioni di direct marketing e formazione del personale, il bancario dovrà divenire in definitiva banchiere, la dimensione media della banca nel futuro tenderà sempre più a scomparire.

## CONCLUSIONI STRATEGICHE ED OPERATIVE

L'attività di consulenza agli investimenti considerando un orizzonte temporale triennale assumerà sempre più una importanza e rilevanza strategica sia per i professionisti del settore finanziario che per il pubblico dei risparmiatori e degli investitori.

Il modello che presumibilmente almeno a livello iniziale si svilupperà sarà quello della costituzione in maggior misura di piccole società o studi di consulenza formati da ex bancari ed ex promotori finanziari e da un ristretto novero di società ben organizzate, strutturate ed adeguatamente capitalizzate facenti capo ad importanti manager provenienti dal settore del risparmio gestito e/o della consulenza aziendale.

Si svilupperanno anche network di tipo privato sul modello anglosassone del franchising, le banche in prima battuta osserveranno l'evolversi della situazione per poi successivamente implementare l'interesse verso tale attività partecipando al capitale di nuove iniziative, comprando realtà già consolidate o creando divisioni specializzate al proprio interno.

Dopo una prima fase di sviluppo generalizzato si delineerà una tendenza da una parte a concentrare il numero dei soggetti presenti sul mercato attraverso fusioni ed acquisizioni e dall'altra a creare specializzazioni estremamente particolari e ad alto valore aggiunto che svilupperanno il proprio raggio di azione in strutture di nicchia.

Molti operatori tradizionali quali bancari e promotori finanziari che non riusciranno ad adeguare il proprio modello operativo all'evolversi della situazione saranno relegati in posizioni sempre più marginali fino ad essere definitivamente espulsi dal mercato.

Ovviamente il sottoscritto è a completa disposizione di banche ed istituzioni finanziarie al fine di fornire una consulenza strategica ed operativa in tale specifico contesto per poter cogliere le migliori opportunità e godere del relativo vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.