

FRANCESCO DI CIOMMO

MiFID 2, d.leg. n. 129 del 2017 e prestazione fuori sede dell'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari da parte di consulenti autonomi e società di consulenza

SOMMARIO - Con il d.leg. n. 129 del 2017 sono state introdotte nell'ordinamento italiano norme di recepimento della direttiva Ue c.d. MiFID 2, in vigore dal 3 gennaio scorso. Alcune delle novità più interessanti riguardano la disciplina della consulenza in materia di investimenti finanziari. Tra queste si segnala l'art. 30 bis, introdotto ex novo nel testo unico dell'intermediazione finanziaria, il quale consente che la prestazione fuori sede dell'attività di consulenza — sino ad oggi riservata ai consulenti a tanto abilitati — sia consentita anche ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria. Scelta, questa, gravida di conseguenze pratiche e meritevole di un'attenta valutazione critica.

1. - *L'attuazione italiana della MiFID 2: lavori in corso.* Il 3 gennaio 2018 è divenuta pienamente operativa, nei paesi membri dell'Unione europea, la direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID 2 o Markets in financial instruments directive 2, che — insieme al regolamento delegato (UE) 2017/565 e alla direttiva delegata (UE) 2017/593 della commissione europea, oltre che al regolamento UE 600/2014, c.d. MiFIR o Markets in financial instruments regulation — ha preso il posto della direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID, la quale dal 31 gennaio 2007 a, per l'appunto, il 2 gennaio scorso, in combinato con la direttiva 2006/73/CE (c.d. MiFID di II livello), ha costituito il principale strumento normativo dei mercati finanziari dell'Unione (1).

In Italia, al fine di garantire la piena attuazione della MiFID 2 entro il predetto 3 gennaio (2), è stato emanato il d.leg. 3 agosto 2017 n. 129 (3). Quest'ultimo, pubblicato in *Gazzetta ufficiale* il 25 e in vigore dal 26 agosto, ha introdotto nell'ordinamento giuridico tricolore importanti novità, apportando al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.leg. n. 58 del 1998, d'ora innanzi anche «t.u.f.») modifiche ulteriori rispetto a quelle che, sempre in attuazione della MiFID 2, erano già state introdotte, in particolare, in forza della l. n. 208 del 2015 e della conseguente delibera Consob n. 19458 del 17 marzo 2016, sulla quale si tornerà brevemente nel prossimo paragrafo.

I soggetti interessati dalla vicenda normativa in parola sono, in primo luogo, le società di investimento mobiliare

(Sim), le banche e le società di gestione del risparmio (Sgr) che prestano servizi di investimento, i gestori di mercati regolamentati e gli operatori nei settori dell'energia e delle materie prime (energy e commodity player), ma significativamente incise dalla MiFID 2 sono anche le figure del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, del consulente finanziario autonomo e della società di consulenza finanziaria. Ed è proprio sulle principali novità che riguardano tali ultimi soggetti, e più in generale l'attività di consulenza finanziaria, che ci si soffermerà da qui in avanti.

Prima, però, è necessario precisare che con il decreto dello scorso agosto non si esaurisce l'attività di recepimento nel nostro ordinamento della MiFID 2 in quanto, come chiarito anche dall'art. 10 medesimo d.leg. n. 129 del 2017, rubricato «disposizioni transitorie e finali», alla Banca d'Italia e alla Consob è stato affidato il compito di emanare, entro centotanta giorni dall'entrata in vigore del decreto, ulteriori provvedimenti attuativi della riforma. Di conseguenza, la Consob ha, sino ad oggi, emanato: la delibera n. 20250 del 28 dicembre 2017, che ha modificato il suo regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 concernente la disciplina degli emittenti; le delibere n. 19250 del 24 febbraio 2016 e n. 20264 del 17 gennaio 2018, che hanno modificato il regolamento Consob 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on line; i regolamenti n. 20249 del 28 dicembre 2017 e n. 20307 del 15 febbraio 2018, che hanno modificato il già citato d.leg. 58/98 riguardo, rispettivamente, al tema «mercati» e al tema «intermediari»; nonché la comunicazione n. 0056318 del 1° marzo 2018 sugli obblighi informativi degli intermediari (4).

Sempre in tema di completo recepimento della MiFID 2, è opportuno, inoltre, evidenziare che, ai sensi dell'art. 9 d.leg. n. 129 del 2017, entro diciotto mesi dal 25 agosto scorso il governo è tenuto ad «emana[re], ai sensi dell'art. 17, 2° comma, l. 23 agosto 1988 n. 400, apposito provvedimento di modificazione del d.p.r. 14 marzo 2001 n. 144, e successive modificazioni, volto a definire le modalità di applicazione ai servizi bancoposta delle disposizioni del testo unico finanza, come modificato dal [...] decreto». Ed infine che, a tenore del 2° comma dell'art. 10 sempre del decreto del 3 agosto scorso, le disposizioni del t.u.f. modificate si applicano dal successivo 3 gennaio, fatto salvo quanto diversamente previsto dall'art. 93, 2° comma, della direttiva 2014/65/UE, con riferimento all'art. 65, par. 2, della stessa (in tema di requisiti organizzativi del fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione, o «Ctp»), le cui disposizioni attuative si applicano dal 3 settembre 2019, e dall'art. 55 del regolamento (UE) 600/2014, e successive modificazioni (5).

Dunque, il cantiere per la piena attuazione in Italia della MiFID 2 è aperto e i lavori sono nel pieno svolgimento.

2. - *La consulenza in materia di investimenti finanziari nella MiFID 2.* Con la MiFID 2 il legislatore europeo ha attribuito all'attività di consulenza finanziaria — *rectius*, di consulenza in materia di investimenti finanziari (6) — un ruolo sempre più centrale per la funzionalità del mercato e per la tutela dell'investitore, dovendo tale attività essere

(1) Circa l'attuazione italiana della direttiva 2004/39/CE, *ex multis*, v. L. ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia*, Torino, 2009; F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009; E. GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano, 2009; V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008, 485 ss.; V. SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in *Gur. it.*, 2008, 785 ss.; ID., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2008, 173 ss.; nonché F.S. MARTORANO-V. DE LUCA, *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008.

(2) *Ex multis*, cfr. V. TROIANO-R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Milano, 2016. Per una riflessione in tema di impatto della MiFID 2 sul mondo della consulenza finanziaria, precedente alla pubblicazione del d.leg. n. 129 del 2017, cfr. F. DI CIOMMO, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2017, I, 39.

(3) Per un primissimo esame, riferito, tuttavia, esclusivamente ad alcuni aspetti incisi dal decreto, v. M. DE POLI, *MiFID II e d.leg. di recepimento 129/17. L'apparato sanzionatorio e la reazione a condotte antigiuridiche*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 30.

(4) Con specifico riguardo al tema del risarcimento del danno derivante dalla violazione degli obblighi informativi, v. P. GRIECO, *La violazione degli obblighi informativi nell'intermediazione finanziaria tra disciplina codicistica e regolamentare*, in *Resp. civ.*, 2017, 1266.

(5) In vero, il 2° comma dell'art. 10 in parola completa la frase riportata nel testo con un riferimento di difficile interpretazione ad un «3° comma» che non si comprende quale norma intenda identificare.

(6) Per consulenza finanziaria si intende la «consulenza in materia di investimenti», e cioè, ai sensi dell'art. 1, comma 5 *septies*, t.u.f., come modificato dal d.leg. n. 129 del 2017, attuativo dell'art. 4, par. 1, punto 4, della direttiva 2014/65/UE, «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». Nella nuova definizione legislativa si perde la precisazione circa cosa si debba intendere per raccomandazione personalizzata, ma il relativo chiarimento in proposito si trova all'art. 4, par. 1, punto 4, della direttiva 2014/65/UE e all'art. 9 del regolamento delegato.

oramai considerata non soltanto prodromica ma anche essenzialmente connaturata a ciascun tipo di servizio di investimento.

Più nel dettaglio, la MiFID 2, per quanto qui interessa, in estrema sintesi e tra l'altro: *i*) impone più vasti e penetranti obblighi informativi in particolare in capo all'intermediario che svolga attività di consulenza; *ii*) distingue nettamente tra servizi di investimento a valore aggiunto (consulenza e gestione individuale del portafoglio) e servizi esecutivi (collocamento, ricezione e trasmissione di ordini) svolti dagli intermediari; *iii*) prevede che gli intermediari possano nominare agenti collegati che, oltre a promuovere i servizi tradizionali, prestano il servizio di consulenza (il quale già dalla MiFID era stato elevato a servizio di investimento riservato e soggetto ad autorizzazione (7)); ed inoltre *iv*) introduce il nuovo concetto di consulenza su base indipendente, che si differenzia dalla consulenza su base non indipendente (art. 24 della MiFID 2). Pertanto, il (già) promotore finanziario con la MiFID 2 vede ulteriormente rafforzato il suo ruolo di consulente a pieno titolo che svolge attività riservata e soggetta ad autorizzazione.

Le imprese di investimento, dal canto loro, al fine di garantire la massima trasparenza nell'erogazione del servizio e la massima consapevolezza dei clienti che ne usufruiscono, sono chiamate a specificare a questi ultimi, tra l'altro, se la consulenza è prestata su base indipendente o non, se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta circa le varie tipologie di strumenti finanziari, e se l'impresa fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati (8).

Dal gennaio 2018, dunque, operano sul mercato europeo intermediari che si presentano alla clientela come consulenti indipendenti accanto ad intermediari che, invece, non possono dichiarare al pubblico di operare in regime di indipendenza. Va da sé che gli uni e gli altri devono rispettare tutte le norme in materia di erogazione del servizio di consulenza, ed in particolare quelle relative alla trasparenza, alla correttezza e alla professionalità del servizio reso al cliente.

Inoltre, ci sono intermediari che si presentano come consulenti ibridi, in quanto organizzati per prestare sia consulenza su base indipendente che consulenza su base non indipendente. Su questi ultimi gravano specifici obblighi informativi ed inoltre rispetto ad essi operano specifici requisiti organizzativi e di controllo perché non vi siano rischi di confusione in capo al cliente circa il tipo di servizio di consulenza che, di volta in volta, gli viene offerto o al quale decide di accedere.

Al di là di queste nuove locuzioni («intermediario che opera su base indipendente», «intermediario che opera su base non indipendente» e intermediario c.d. ibrido), va comunque notato che, anche in applicazione della MiFID 2, a qualificare il servizio di consulenza finanziaria resta il fondamentale presidio di tutela dell'investitore che è rappresentato dalle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza (9).

(7) Già a seguito del recepimento della MiFID nel t.u.f. la consulenza in materia di investimenti è stata per la prima volta definita da una norma di rango primario (e cioè dal già citato art. 1, comma 5 *septies*, d.leg. 58/98) ed è stata fatta rientrare a tutti gli effetti tra i servizi finanziari che costituiscono attività riservata (ai sensi dell'art. 1, 5° comma, lett. f, e dell'art. 18, 1° comma, t.u.f.). Cfr., *ex ceteris*, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La «consulenza in materia di investimenti»: profili di novità della fattispecie*, in L. FREDIANI-V. SANTORO, *L'attuazione della direttiva MiFID*, Milano, 2009, 73-97, spec. 74.

(8) Tali nuove previsioni normative sono state inserite nel t.u.f., all'art. 24 *bis*, dall'art. 2 d.leg. n. 129 del 2017.

(9) In proposito, *ex multis*, cfr. V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in E. GABRIELLI-R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2° ed., Milano/Fiori Assago, 2011, 281-311, in *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO e E. GABRIELLI; V. SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'informazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corriere giur.*, 2009, 1257 ss.; ID., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi di adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ.*, 2008, 2556 ss.; F. SARTORI, *Le*

3. - *La consulenza finanziaria in Italia dopo la l. n. 208 del 2015*. Come già sopra incidentalmente evidenziato, in ossequio al termine di attuazione della MiFID 2 inizialmente prescritto a livello europeo (10), con l'approvazione della l. n. 208 del 2015 (c.d. legge di stabilità 2016) il legislatore italiano ha emanato prime disposizioni per l'adeguamento (parziale) dell'ordinamento nazionale.

Tali disposizioni, per quanto in questa sede interessa e in estrema sintesi, hanno istituito l'albo unico dei consulenti finanziari e ridefinito le figure professionali del promotore finanziario e del consulente finanziario. Tutto ciò, in vero, senza che la direttiva 2014/65/UE imponesse o suggerisse alcunché a riguardo.

Di conseguenza, la Consob ha apportato, con la già citata delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, modifiche sia al c.d. regolamento intermediari (n. 16190 del 2007), sia al c.d. regolamento consulenti (n. 17130 del 2010). Con tali modifiche sono state introdotte nel nostro ordinamento le denominazioni di: *a*) «consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede», in sostituzione di «promotore finanziario»; *b*) «consulente finanziario autonomo» in sostituzione di «consulente finanziario»; e *c*) «albo unico dei consulenti finanziari», in sostituzione di «albo unico dei promotori finanziari», sottoposto alla vigilanza e alla tenuta del relativo organismo (11).

L'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari oggi, dunque, può essere esercitata da varie figure professionali (12):

a) il (già) promotore (13), oggi «consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede», il quale, ai sensi dell'art. 1,

regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID, in *Riv. dir. privato*, 2008, 25 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corriere giur.*, 2006, 1569 ss. Per gli opportuni approfondimenti, considerata la complessità delle questioni, cfr. le *Linee guida Abi per l'applicazione degli orientamenti Esma concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID*, pubblicate il 5 marzo 2014 e disponibili on line all'indirizzo <https://www.abi.it/DOC_Mercati/Finanza/Servizi-di-investimento/Linee_Guida_ABI_Orientamenti_ESMA_adequatezza_5marzo2014.pdf>, nonché le *Linee guida Assogestioni circa Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle Sgr*, disponibili on line all'indirizzo <<http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,647,4910/linee-guida-adeq-approp-marz-2009-versione-validata.pdf>>.

(10) Sia la MiFID 2 che la MiFIR dovevano diventare applicabili trenta mesi dopo la loro entrata in vigore, ossia a partire dal 3 gennaio 2017, e gli Stati membri avrebbero dovuto inizialmente recepire la MiFID 2 entro il 3 luglio 2016. Tuttavia, tali date sono state prorogate in considerazione dell'esigenza avvertita dall'Esma (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) di approntare, in collaborazione con le autorità nazionali competenti, una nuova infrastruttura informatica in grado di supportare l'entrata in vigore delle nuove norme e cioè capace di ricevere ed elaborare in modo efficace i dati di riferimento sugli strumenti finanziari, forniti dalle sedi di negoziazione e dagli intermediari sistematici, che descrivano in maniera uniforme le caratteristiche di ogni strumento finanziario rientrante nell'ambito di applicazione della MiFID 2.

(11) L'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico (attualmente denominato) dei consulenti finanziari (Ocf) nasce nel 2007 come associazione senza scopo di lucro, dotata di personalità giuridica, competente *ex lege* in via esclusiva ed autonoma alla funzione pubblica di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari articolato in sezioni territoriali ed allo svolgimento dei compiti connessi e strumentali alla gestione dell'albo stesso. L'organismo, precedentemente denominato «organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari», ha assunto la nuova denominazione in osservanza delle disposizioni previste dalla l. n. 208 del 2015.

(12) Sino al 2016 il citato Ocf ha svolto la funzione di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari limitatamente ai promotori, oggi consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. La già richiamata legge di stabilità 2016 (n. 208 del 2015) ha, invece, previsto che l'albo unico dei consulenti finanziari sia suddiviso in tre sezioni; 1) dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (per l'appunto, art. 31, 2° comma, t.u.f.); 2) dei consulenti autonomi, ovvero «consulenti fee only» (art. 18 *bis* t.u.f.); e 3) delle società di consulenza (art. 18 *ter* t.u.f.).

(13) Sulla disciplina previgente cfr., *ex multis*, F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in E. GABRIELLI-R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., II, 1021-1059; nonché A.M. CAROZZI-R.F. SCHIAVELLI, *Il contratto di «collocamento» fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, *ibid.*, 1157-1212; V. RENZULLI, *L'offerta fuori sede: assetti istituzionali e di controllo*, *ibid.*, 1215-1258.

comma 5 *septies*, e dell'art. 31, 2° comma, t.u.f. (nella versione modificata dal d.leg. 129/17) è «la persona fisica iscritta nell'apposita sezione dell'albo previsto dall'art. 31, 4° comma, del [medesimo] decreto che, in qualità di agente collegato, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario»;

b) il consulente finanziario autonomo o la società di consulenza finanziaria di cui, rispettivamente, agli art. 18 *bis* e 18 *ter* t.u.f.; e

c) il dipendente di un intermediario autorizzato alla consulenza che non è iscritto all'albo unico dei consulenti finanziari.

Ciò in quanto è vero che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato per legge, ex art. 18 t.u.f., alle imprese di investimento e alle banche, che possono altresì svolgerlo attraverso i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, operanti in qualità di dipendenti, agenti o mandatari (ex art. 31 t.u.f.). Ma è altrettanto vero che la riserva di attività in parola non pregiudica, ai sensi del successivo art. 18 *bis* t.u.f., la possibilità per le persone fisiche di prestare in via autonoma l'attività di consulenza in materia di investimenti, purché in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, secondo quanto stabilito anche in via regolamentare dalla Consob. Né la possibilità, ai sensi del successivo art. 18 *ter* t.u.f., che tale attività di consulenza in via autonoma sia prestata da una società dotata dei requisiti di legge.

Dunque, accanto alle banche e agli intermediari che operano tramite i propri dipendenti (iscritti e non iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari (14)) e ai loro agenti o mandatari, i quali sono abilitati a svolgere tutte le attività e i servizi di investimento, la legge consente a privati professionisti — nonché alle società di consulenza — di svolgere in via autonoma il solo servizio di consulenza finanziaria.

Ferma questa restrizione operante in capo ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria, e sulla quale si tornerà subito appresso, da quanto appena evidenziato discende che tra i soggetti professionali del mercato debbano ricomprendersi non solo le banche e gli intermediari, e dunque — giova ribadirlo — i loro dipendenti e i loro promotori, oggi consulenti abilitati all'offerta fuori sede, ma anche, per l'appunto, i «semplici» consulenti denominati, a partire dalla legge di stabilità del 2016, va rimarcato, «consulenti finanziari autonomi» di cui all'art. 18 *bis* t.u.f., nonché le «società di consulenza finanziaria» di cui all'art. 18 *ter* t.u.f.

Tuttavia, come anticipato, mentre i consulenti abilitati all'offerta fuori sede possono esercitare tutti i servizi e le attività di investimento di cui all'art. 1, 5° comma, t.u.f. (15) e possono procedere alla promozione e al collocamento degli strumenti finanziari, oltre che dei servizi (16); i consulenti

(14) I dipendenti di un intermediario possono attualmente essere distinti, nella prospettiva che qui interessa, in due categorie: a) il tradizionale dipendente di banca che non è iscritto all'albo Ocf e, dunque, opera solo in filiale e non può svolgere l'offerta fuori sede; nonché b) il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, come tale iscritto al predetto albo, legato al proprio intermediario da un rapporto di lavoro dipendente (fattispecie prevista dall'art. 31 t.u.f., a fianco alle diverse figure dell'agente e del mandatario).

(15) L'elenco di cui all'art. 1, 5° comma, t.u.f., stante il tenore letterale della norma, deve ritenersi tassativo; tuttavia, ai sensi dell'art. 18, 5° comma, medesimo t.u.f., il ministro dell'economia e delle finanze, previo parere della Consob e della Banca d'Italia, può individuare con regolamento nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività, e nuovi servizi accessori, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

(16) Sulla differenza tra promozione e collocamento, v. M. MAGGIOLÒ, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, Milano, 2012, 307 ss., ove si chiarisce che l'utilizzo della congiunzione «e» tra attività di promozione e attività di collocamento non implica che tali attività debbano necessariamente svolgersi insieme. Infatti, anche dal tenore letterale delle lett. a) e b) dell'art. 30, 1° comma, t.u.f., si evince che l'offerta fuori sede può ben consistere in un'attività di promozione che non si traduca in un collocamento.

autonomi e le società di consulenza possono esercitare, tra i vari servizi, esclusivamente quello di consulenza e debbono farlo senza detenzione di somme di denaro o di strumenti finanziari di pertinenza del cliente. Tanto si ricava dal tenore letterale dell'art. 18 *bis* e dal combinato disposto degli art. 31, 2° comma, e 30, 1° comma, t.u.f. (17).

Infatti, ai sensi del 2° comma dell'art. 31 t.u.f., come riformato dal d.leg. n. 129 del 2017, «L'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto abilitato. Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede promuove e colloca i servizi d'investimento e/o i servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o prodotti finanziari, promuove e colloca prodotti finanziari, presta consulenza in materia di investimenti ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti prodotti o servizi finanziari. Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede può promuovere e collocare contratti relativi alla concessione di finanziamenti o alla prestazione di servizi di pagamento per conto del soggetto abilitato nell'interesse del quale esercita l'attività di offerta fuori sede».

È appena il caso di aggiungere che dopo tale 2° comma il d.leg. n. 129 del 2017 ha inserito un comma 2 *bis*, a tenore del quale «I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede non possono detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti del soggetto per cui operano», così ribadendo una previsione già formulata dagli art. 18 *bis* e 18 *ter* medesimo t.u. a proposito dei consulenti autonomi e delle società di consulenza.

Risumendo, rispetto ai consulenti abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti autonomi e le società di consulenza hanno un campo di operatività limitato, visto che possono prestare, per espressa previsione legislativa (cfr. i citati art. 18 *bis* e 18 *ter*), esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti e quindi fornire raccomandazioni di investimento ai clienti, senza per altro «detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti».

Ciò malgrado, la scelta legislativa di porre le tre forme di consulenza, *rectius* i tre soggetti deputati alla consulenza, in un unico albo professionale e sotto un unico organismo di vigilanza, compiuta dal legislatore italiano nel 2015, risulta ribadita e rafforzata all'esito del d.leg. n. 129 del 2017.

4. - *L'art. 30 bis t.u.f., introdotto dal d.leg. n. 129 del 2017, e le novità in materia di prestazione fuori sede da parte di consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria.* Tra le novità più importanti apportate dal d.leg. n. 129 del 2017 in tema di consulenza finanziaria, senz'altro occorre annoverare l'introduzione *ex novo* nel t.u.f. di un art. 30 *bis*, rubricato «modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria».

La novità consiste nel fatto che, a tenore del 1° comma dell'articolo in questione, «i consulenti finanziari autonomi, iscritti nell'albo di cui all'art. 31, 4° comma, possono promuovere e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti anche in luogo diverso dal domicilio eletto».

Analogo principio è previsto dalla medesima norma per le società di consulenza finanziaria, iscritte nell'albo di cui all'art. 31, 4° comma, t.u.f., per le quali, per l'appunto, adesso si prescrive testualmente che «possono promuovere e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti anche in luogo diverso dalla sede legale mediante consulenti finanziari autonomi».

In buona sostanza, alla luce del recente decreto, consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria hanno acquisito il diritto di svolgere la propria attività — che, giova precisarlo, resta limitata alle «raccomandazioni personalizza-

(17) Così già DI CIOMMO, *op. cit.*, spec. 48.

te al cliente» (cfr. il già citato art. 1, comma 5 *septies*, t.u.f.) — anche fuori dai locali in cui essi la esercitano abitualmente, e dunque professionalmente.

La qual cosa significa che i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede hanno perso la riserva legale, esistente sino al 2 gennaio scorso, a svolgere il servizio di consulenza in materia di investimenti presso il cliente o comunque fuori dai propri uffici.

Già sulla scorta di quanto appena cennato risulta evidente che l'inserimento dell'art. 30 *bis* t.u.f. costituisce una modifica della disciplina in materia talmente rilevante da poter avere, almeno teoricamente, importanti ricadute sull'organizzazione del mercato. Proprio in ragione dell'importanza della novità in esame, il contenuto e l'opportunità della stessa sono stati intensamente dibattuti, non solo sulla stampa specializzata, prima della definitiva approvazione del decreto in sede legislativa (18).

Il timore, espresso da molti, è che, consentendo anche ai consulenti indipendenti e alle società di consulenza di stimolare il cliente presso il proprio domicilio o anche in altri ambienti o nelle situazioni più varie, si possano diffondere nella prassi comportamenti aggressivi che, se da un lato rischiano di indurre il cliente a compiere scelte di investimento sbagliate, dall'altro possono, più in generale, aumentare la diffidenza dei clienti verso i consulenti finanziari.

I sostenitori della nuova norma, al contrario, osservano come la differenza di trattamento, sotto questo specifico profilo, tra consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e consulenti autonomi, o società di consulenza finanziaria, non aveva oggi più motivo di essere, visto che anche tali ultimi soggetti autorizzati a svolgere la consulenza finanziaria sono oramai sottoposti ad una vigilanza analoga a quella dei consulenti abilitati e sono soggetti ad analoghi oneri di qualificazione personale e professionale, oltre che ad analoghi obblighi di aggiornamento.

Inoltre, a questo proposito, si fa altresì notare che all'art. 18 *ter* t.u.f., con il d.leg. n. 129 del 2017, si è aggiunto un comma 3 *ter*, ai sensi del quale «Le società di consulenza finanziaria rispondono in solido dei danni arrecati a terzi dai consulenti finanziari autonomi di cui essi si avvalgono nell'esercizio dell'attività, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale». Con ciò volendo sottolineare come il principio sia il medesimo che, ai sensi del 3° comma dell'art. 31 t.u.f., opera nei rapporti tra intermediario abilitato, consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede e i terzi con i quali quest'ultimo viene in contatto. Senza, tuttavia, considerare che la consistenza patrimoniale dei diversi soggetti in rilievo può essere anche molto diversa e sottovalutando, inoltre, che per l'attività del consulente finanziario autonomo che opera in totale indipendenza rispetto ad una società di consulenza, la normativa non prevede alcun meccanismo di allargamento della responsabilità a soggetti terzi.

4.1. - *Brevi note critiche.* Il tema introdotto nel paragrafo che precede è complesso e non si può certo pensare di esaurirlo in questa sede.

Tuttavia, vista l'importanza che lo stesso riveste, sia sul versante degli assetti del mercato della prestazione del servizio di consulenza, sia sul versante del rapporto tra fornitore del servizio e cliente, appare opportuno mettere in rilievo il fatto che — come già sopra osservato riguardo alle importanti novità introdotte, a livello tassonomico e organizzativo, dalla l. n. 208 del 2015 — anche a proposito della prestazione fuori sede del servizio di consulenza non vi erano norme

europee che il legislatore nazionale fosse tenuto ad attuare in Italia. E che, dunque, la scelta di consentire l'offerta fuori sede a tutti i consulenti e alle società di consulenza nasce da una precisa (non si sa bene quanto consapevole) volontà politica del nostro parlamento.

Tale scelta, tuttavia, appare singolare e ciò non solo perché risulta in netto contrasto con la soluzione adottata nel 2015, allorché il medesimo legislatore ha individuato la possibilità di svolgere la consulenza finanziaria fuori sede come caratteristica peculiare dell'attività svolta dagli ex promotori finanziari, per l'appunto, da allora definiti «consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede». Essa, infatti, sembra altresì sottovalutare che il consulente autonomo, come già avvertito, non opera per conto di nessun proponente e, quindi, risponde dei danni che cagiona al cliente esclusivamente con il suo patrimonio personale, salvo quanto subito appresso si dirà in tema di assicurazione professionale. Ma anche e soprattutto perché (tutto sommato, a sorpresa) appare trascurare un tema che, invece, negli ultimi trent'anni, nel diritto civile, anche di origine europea — così come in ambito di scienze comportamentali, psicologia cognitiva, law and economics e teoria economica del contratto — è stato ampiamente battuto e risulta ancora attuale, e cioè quello della tutela del consumatore rispetto ad offerte commerciali che possono raggiungerlo quando questi non se lo aspetta e, dunque, non è pronto per valutarle al meglio.

Se il consumatore/investitore si reca nell'ufficio del proprio consulente finanziario, è evidente che, con buona probabilità, si aspetta in quella sede di ricevere suggerimenti e, per l'appunto, raccomandazioni di investimento; viceversa, se il consulente fornisce la sua prestazione in un luogo diverso, può accadere che il consumatore/investitore non sia pronto per ricevere e vagliare la raccomandazione di investimento.

Tale seconda ipotesi costituisce, sempre per l'investitore, un rischio inferiore se a prestare la consulenza è un professionista che opera per un intermediario abilitato perché, nel caso in cui vi fossero problemi, egli può chiedere il risarcimento dei relativi danni anche all'intermediario, il quale, ai sensi dell'art. 31, 3° comma, t.u.f., risponde in solido con il consulente finanziario e che, tendenzialmente, dovrebbe avere un patrimonio capiente (19). Al contrario, se il danno è causato dal consulente autonomo o dalla piccola società di consulenza, è evidente che l'investitore godrà di minore copertura finanziaria e, dunque, sarà più esposto al rischio di non vedere risarcito il danno, in tesi, subito.

E ciò anche a prescindere dal fatto che, ai sensi dell'art. 23, 6° comma, t.u.f., «Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento di servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». In quanto, secondo la giurisprudenza più recente, tale regola opera soltanto quando il cliente contesti al soggetto abilitato una responsabilità contrattuale, e non anche quando agisce facendo valere la responsabilità solidale del medesimo per illecito commesso dal consulente finanziario (20).

La sottovalutazione del tema appare ancor più singolare se si considera che, come ovvio, la problematica risarcitoria sottesa all'attività dei consulenti autonomi e delle società di

(19) Come già indicato nel testo, il 3° comma dell'art. 31 t.u.f. stabilisce che: «Il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale». Tra i più recenti arresti della oramai nutrita e consolidata giurisprudenza in materia, v. Cass. 31 luglio 2017, n. 18928, *Foro it.*, *Le banche dati*, archivio *Cassazione civile*; 8 agosto 2016, n. 16616, *id.*, Rep. 2016, voce *Intermediazione e consulenza finanziaria*, n. 187; e 22 settembre 2015, n. 18613, *id.*, Rep. 2015, voce cit., n. 76, e *Giur. comm.*, 2017, II, 370, con nota di S. SARDELLI. Inoltre, l'art. 196, 4° comma, t.u.f. stabilisce che le società che si avvalgono di consulenti finanziari rispondono in solido con questi anche del pagamento delle sanzioni pecuniarie eventualmente irrogate ai consulenti dall'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico.

(20) In questi termini, Cass. 8 agosto 2016, n. 16616, cit.

(18) Ad esempio, Gianfranco Ursino su *Il Sole-24 Ore* dello scorso 20 luglio, in un articolo intitolato «L'Ocf vuole i consulenti agli arresti domiciliari», criticava apertamente il parere espresso dalla presidente dell'Ocf, secondo la quale la concessione ai consulenti autonomi e alle società di consulenza della possibilità di prestare la propria attività fuori dal domicilio eletto avrebbe reso più difficile l'esercizio della vigilanza su tali soggetti.

consulenza finanziaria è già da tempo considerata dal legislatore. Tanto è vero che con i decreti del ministero dell'economia e delle finanze n. 206 del 24 dicembre 2008 e n. 66 del 5 aprile 2012 sono stati dettati, rispettivamente per i consulenti finanziari di cui all'art. 18 *bis* t.u.f. e per le società di consulenza finanziaria, requisiti c.d. patrimoniali minimi che, entro certi limiti, hanno come obiettivo il contenimento del rischio in parola.

Per i consulenti l'art. 6 del decreto n. 206, infatti, stabilisce che l'iscrizione all'albo è consentita solo previa sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che garantisca una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 1.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo. Per le società di consulenza l'art. 4 del decreto n. 66 pone un identico principio, salvo stabilire che la polizza deve assicurare una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 5.000.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

Si tratta di somme di valore, tutto sommato, limitato, se paragonato a quello degli investimenti effettuati annualmente dai clienti di un consulente finanziario o di una società di consulenza di medie dimensioni, e che, dunque, non consentono di affermare che tale copertura assicurativa obbligatoria funzioni realmente a tutela degli investitori danneggiati.

Probabilmente perché consapevole del problema, il legislatore ha cercato parzialmente di ovviarvi prevedendo, al 2° comma del medesimo art. 30 *bis* t.u.f., che: «L'efficacia del contratto di consulenza concluso in luogo diverso dal domicilio eletto o dalla sede legale è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte del cliente al dettaglio. Entro detto termine il cliente può comunicare il proprio recesso senza spese, né corrispettivo al consulente finanziario autonomo o alla società di consulenza finanziaria; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati al cliente al dettaglio». Ed inoltre, al 3° comma, che: «L'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente al dettaglio».

Tuttavia, le due disposizioni si riferiscono solo al contratto di consulenza che il consulente propone al cliente e non anche gli ordini assunti dal cliente in ragione delle raccomandazioni ricevute. Né, del resto, poteva essere altrimenti, posto che gli ordini sono rivolti dall'investitore all'intermediario e, dunque, sul piano negoziale non coinvolgono in alcun modo il consulente. Viceversa, l'analoga norma stabilita in materia di offerta fuori sede dall'art. 30 t.u.f., in particolare al 6° comma, prevede che l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali o di negoziazione per conto proprio, conclusi fuori sede, è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore.

Dunque, per l'offerta fuori sede del servizio di consulenza finanziaria il t.u.f. oggi prevede che l'investitore può recedere da ogni contratto di collocamento, gestione o negoziazione per conto proprio, laddove, invece, riguardo ai consulenti autonomi e alle società di consulenza finanziaria, come visto, il d.leg. n. 129 del 2017 introduce il meccanismo della sospensione dell'efficacia del negozio concluso fuori dal locale del soggetto prestatore dell'attività di consulenza, ma solo con riguardo al contratto di consulenza e non ai diversi contratti o, comunque, agli ordini di investimento del cliente. Il che, per certi versi, lascia impregiudicato il problema sopra evidenziato.

Problema che può essere colto in tutta la sua rilevanza aggruando a quanto già detto che, ai sensi del comma 3 *bis* dell'art. 31 t.u.f., comma introdotto dal d.leg. n. 129 del 2017, «i soggetti abilitati garantiscono che i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede comunichino immediatamente a qualsiasi cliente o potenziale cliente in che veste operano e quale soggetto abilitato rappresentano. I soggetti

abilitati adottano tutti i necessari controlli sulle attività esercitate dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede in modo che i soggetti abilitati stessi continuino a rispettare le disposizioni del presente decreto e delle relative norme di attuazione. I soggetti abilitati che si avvalgono di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede verificano che i medesimi possiedano le conoscenze e la competenza adeguate per essere in grado di prestare i servizi d'investimento o i servizi accessori e di comunicare accuratamente tutte le informazioni riguardanti i servizi proposti al cliente o potenziale cliente. I soggetti abilitati che nominano consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede adottano misure adeguate per evitare qualsiasi eventuale impatto negativo delle attività di questi ultimi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2014/65/UE del parlamento europeo e del consiglio sulle attività esercitate dagli stessi per conto del soggetto abilitato».

Ora, il punto è: ma per i consulenti autonomi e le società di consulenza chi svolgerà questi controlli e chi esercita analoghi presidi a tutela del cliente?

Senza considerare, inoltre, che la sostanziale parificazione, sotto il profilo in parola, dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede, dei consulenti autonomi e delle società di consulenza rende, per certi versi, non più ragionevoli e coerenti ulteriori previsioni normative vigenti, quali ad esempio il 1° comma dell'art. 31 t.u.f. che, nel testo risultante dal d.leg. n. 129 del 2017, come già cennato, stabilisce che «per l'offerta fuori sede i soggetti abilitati si avvalgono di consulenti abilitati all'offerta fuori sede».

È evidente, infatti, che se l'offerta fuori sede, intesa come prestazione di consulenza finanziaria avente ad oggetto raccomandazioni di investimento, può essere esercitata anche da un semplice consulente autonomo, la riserva in parola non ha più alcuna ragion d'essere.

I pochi cenni svolti in margine alla complessa problematica sembrano sufficienti per evidenziare come sarebbe senz'altro opportuno che il legislatore e le autorità competenti svolgano una ulteriore riflessione sul tema, quanto meno per garantire la coerenza del sistema. Pena l'esposizione del cliente/investitore a rischi che possono minarne la fiducia, con le ovvie conseguenze in termini di equilibri e performance del mercato.

ABSTRACT - *MiFID 2, Legislative Decree No. 129 of 2017 and off-site provision of advice on financial investments by fee only consultants and consulting firms.*

The text analyzes the Legislative Decree No. 129 of 2017 introducing into Italian law implementing provisions of the EU directive c.d. MiFID 2, in force since 3 January 2018. Some of the most interesting innovations concern the discipline of advice on financial investments. Among these we note Art. 30 *bis*, a new entry of the consolidated law on financial intermediation, which opens the off-site provision of consultancy activities — up to now reserved for consultants authorized to do so — also to independent financial consultants and to financial advice entities. This pregnant choice has practical consequences and deserves a carefully critical evaluation.