



LINEE GUIDA

Sommario: **1.** I servizi per l'accesso del cliente agli investimenti di natura finanziaria – 1.1. Il servizio di consulenza in materia di investimenti – 1.2. Il servizio di collocamento – 1.3. Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, compresa la modalità della *execution only* – 1.4. L'attività di consulenza "generica" – **2.** Le modalità operative da osservare nello svolgimento dinamico del rapporto con il cliente – **3.** Rendicontazione al cliente – **4.** Le procedure applicabili al promotore finanziario nei rapporti con il cliente.

1. I SERVIZI PER L'ACCESSO DEL CLIENTE AGLI INVESTIMENTI DI NATURA FINANZIARIA

L'intermediario distribuisce strumenti finanziari, altri prodotti finanziari e servizi di investimento curando, ove possibile, che gli stessi siano coerenti con le caratteristiche personali del cliente o del potenziale cliente.

La distribuzione di tali strumenti, prodotti e servizi può avvenire attraverso i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini, accompagnati o meno da un'attività di consulenza in materia di investimenti.

La prestazione di tali servizi può, altresì, essere preceduta da un'attività di consulenza "generica".

Il promotore finanziario, rispettando le procedure dell'intermediario preponente, illustra al cliente o al potenziale cliente le caratteristiche dei servizi di investimento prestati e/o offerti dall'intermediario medesimo e gli fa comprendere il diverso livello di protezione che l'ordinamento associa a ciascuno di essi, così aiutandolo ad individuare il servizio o i servizi più consoni ai suoi bisogni finanziari.

1.1. Il servizio di consulenza in materia di investimenti

Definizione e contenuti

Il servizio di consulenza in materia di investimenti consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate al cliente, su richiesta del medesimo o ad iniziativa



dell'intermediario, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento o prodotto finanziario o riguardo a un determinato servizio di investimento⁵.

La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. A tal fine, devono essere prese in considerazione sia le conoscenze ed esperienze in materia di investimenti di natura finanziaria già acquisite dal cliente, sia la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento del medesimo⁶. L'intermediario, anche quando presta il servizio di consulenza in materia di investimenti in abbinamento ad altri servizi di investimento, compreso quello di collocamento, adotta le misure organizzative e procedurali idonee ad assicurare che le raccomandazioni derivino esclusivamente da un processo di valutazione comparativa delle caratteristiche del prodotto e del profilo del cliente e vengano formulate soltanto se all'esito di tale processo l'operazione risulti adeguata⁷.

Le raccomandazioni personalizzate si distinguono dalle raccomandazioni generali, le quali non sono presentate come adatte al singolo cliente ovvero basate sulle sue caratteristiche, bensì sono indirizzate al pubblico e non tengono conto del profilo dell'investitore. Il carattere generale della raccomandazione si presume nel caso in cui sia utilizzato per la sua diffusione un canale distributivo destinato alla generalità dei clienti o dei potenziali clienti, come, ad esempio, un quotidiano, un giornale, una rivista o una trasmissione televisiva o radiofonica o un sito internet.

⁵ La definizione del servizio di consulenza in materia di investimenti, come di qualsiasi altro servizio di investimento, è integrata quando oggetto del servizio siano strumenti finanziari. Le Linee guida si estendono, tuttavia, alla consulenza relativa a un determinato servizio di investimento perché, da un lato, i servizi di investimento costituiscono oggetto della fattispecie dell'offerta fuori sede di cui all'art. 30 del TUF e, dall'altro lato, la valutazione di adeguatezza è richiesta anche quando la raccomandazione riguardi un servizio di investimento (art. 19, par. 4, MiFID; art. 39 s., reg. Consob n. 16190/2007). L'estensione delle Linee guida ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari deriva, poi, dalla circostanza che anche tali prodotti sono oggetto della menzionata fattispecie dell'offerta fuori sede; inoltre, per quanto riguarda i prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione, l'estensione delle regole di condotta relative alla prestazione dei servizi di investimento è esplicitamente disposta dall'art. 25-bis, TUF.

⁶ Al fine di poter rendere raccomandazioni personalizzate a clienti con i quali era già in corso la prestazione di un qualsiasi servizio di investimento alla data di entrata in vigore della disciplina attuativa della MiFID (2 novembre 2007), l'intermediario può - *rectius*, deve - valorizzare tutte le informazioni in suo possesso sulla cui base già svolgeva (ai sensi dell'abrogato art. 29, reg. Consob n. 11522/1998) - e può ora continuare a svolgere - l'analisi di adeguatezza, fermo restando l'impegno ad ottenere da tali clienti un'esplicita manifestazione di volontà circa i servizi di investimento che intendano gli siano prestati alla luce delle novità introdotte dalla MiFID, nonché circa l'eventuale aggiornamento del profilo personale ai fini di una migliore esecuzione dell'analisi suddetta.

⁷ La corretta impostazione di tale valutazione comparativa e la corretta attuazione della stessa contengono il rischio che l'espressione della raccomandazione possa essere influenzata dal perseguimento di interessi propri dell'intermediario e/o delle persone che operano per suo conto, quale quello all'eventuale ricevimento di commissioni o di altre utilità dalle società emittenti i prodotti oggetto della raccomandazione medesima.



Con riguardo ai contenuti del servizio, occorre definire:

- l'area degli strumenti finanziari, dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento cui si estenda concretamente la consulenza. Al riguardo, l'intermediario deve, in particolare, comunicare al cliente se fornisce raccomandazioni personalizzate su strumenti e prodotti da chiunque emessi e su servizi da chiunque prestati ovvero su quelli emessi o prestati dallo stesso intermediario consulente e/o da soggetti appartenenti al suo medesimo gruppo e/o da soggetti con i quali esso abbia stipulato accordi di distribuzione o di altra natura;
- le modalità di prestazione del servizio (ad esempio, comunicando i consigli per telefono o attraverso il servizio postale o via *e-mail* o avvalendosi del promotore finanziario); nonché
- i presupposti al ricorrere dei quali l'intermediario è tenuto a fornire la consulenza, ad esempio su richiesta del cliente, oppure indicando i casi in cui dette raccomandazioni possano eventualmente estendersi agli ordini impartiti dal cliente.
Se e nei limiti in cui il servizio di consulenza in materia di investimenti sia esteso anche alle operazioni autonomamente richieste dal cliente, l'intermediario, nella particolare ipotesi in cui dovesse sconsigliarle, e qualora contestualmente fornisse al cliente una raccomandazione a compiere un'operazione alternativa, nel fornire quest'ultima raccomandazione dovrebbe prendere in considerazione anche i profili sottesi all'operazione verso la quale il cliente si era inizialmente indirizzato, così da consigliarlo consapevolmente e alla luce di un'effettiva "comparazione".

Il contratto

Il rapporto di consulenza può essere formalizzato in un contratto scritto. La normativa non impone la forma scritta, né a fini di validità del contratto né a fini probatori. Resta fermo, peraltro, l'adempimento a carico dell'intermediario consulente dell'obbligo di fornire al cliente tutte le informazioni richieste dalla normativa (e, dunque, anche di mantenere prova dell'informativa fornita), con un grado di analiticità diverso a seconda della classificazione del cliente come al dettaglio o professionale.

I contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento diversi da quello di consulenza devono in ogni caso indicare se e con quali modalità e contenuti in connessione con i servizi stessi possa essere prestata la consulenza in materia di investimenti.



Nel caso di rapporto cointestato, va pattuito con i clienti cointestatari il modo attraverso cui l'intermediario raccoglie le informazioni relative a questi ultimi sulla cui base perviene poi alla definizione del profilo della parte (ancorché soggettivamente complessa). Fra le varie opzioni possibili vi è anche quella di individuare nel contratto, fra i diversi cointestatari, quello di essi che funga da unico interlocutore per il flusso biunivoco di informazioni che si instaura tra intermediario e clienti cointestatari⁸.

Regole a tutela del cliente

La tutela del cliente è assicurata dal fatto che, nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, qualunque sia l'area degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari o dei servizi di investimento cui la consulenza stessa si estenda, l'intermediario può fornirgli soltanto raccomandazioni a lui adeguate. A questo fine l'intermediario determina e attua modalità di prestazione del suddetto servizio tali da assicurare che la valutazione preventiva dell'adeguatezza delle raccomandazioni prestate sia effettuata avendo riguardo al migliore interesse del cliente.

La valutazione dell'adeguatezza consiste in un giudizio attraverso il quale l'intermediario deve verificare che:

- a) l'operazione o il servizio consigliato corrispondano agli obiettivi di investimento del cliente;
- b) il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'operazione o al servizio consigliato compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- c) il cliente sappia comprendere i rischi inerenti all'operazione o al servizio consigliati.

Al fine di poter svolgere tali valutazioni l'intermediario deve conoscere, rispettivamente:

- per la valutazione *sub a)*, gli obiettivi di investimento del cliente, inclusi i dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare

⁸ Tale ipotesi operativa prescinde dalla possibilità o meno che gli altri cointestatari eventualmente abbiano di impartire disgiuntamente all'intermediario disposizioni di investimento a valere sul patrimonio cointestato. Altro è, infatti, l'attribuzione del potere dispositivo (ad un solo cointestatario o a tutti i cointestatari, e in questo secondo caso congiuntamente o disgiuntamente), altro è la gestione del profilo del cliente (cui è commisurato l'adempimento dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza), che per esigenze di ordine ben potrebbe essere considerato unitariamente, atteso che dalla situazione di comproprietà deriva l'unitaria imputazione degli effetti a tutti i cointestatari (sia pure *pro quota*).



l'investimento⁹, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità per cui vuole accedere agli investimenti;

- per la valutazione *sub b)*, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo e dei suoi impegni finanziari;
- per la valutazione *sub c)*, i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari e/o su prodotti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; il livello di istruzione, la professione attuale e/o quella precedente del cliente.

L'intermediario valuta responsabilmente l'oggetto e il grado di analiticità delle informazioni occorrenti per poter effettuare raccomandazioni in materia di investimenti ai clienti, tenendo conto,, fra l'altro:

- della natura del cliente, presumendosi che *(i)* il cliente professionale (“di diritto” e “su richiesta”), diversamente dal cliente al dettaglio, sia in possesso già delle conoscenze ed esperienze necessarie per comprendere i rischi inerenti ai tipi di strumenti finanziari o di prodotti finanziari o di servizi di investimento oggetto della consulenza per i quali è classificato nella categoria dei clienti professionali (con la conseguenza che nei suoi riguardi può non essere compiuta la valutazione *sub c)*, né devono quindi essere necessariamente acquisite le informazioni ad essa inerenti), e *(ii)* che il cliente professionale “di diritto” sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi

⁹ L'*holding period* assume rilevanza in relazione agli strumenti finanziari e agli altri prodotti finanziari non prontamente liquidabili per i quali non sussista (ai sensi della comunicazione della Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009) né un mercato nel quale gli stessi possano essere scambiati entro un lasso di tempo ragionevole e a condizioni di prezzo significative (tali, cioè, da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto o in vendita), né un impegno al loro riacquisto da parte dell'emittente, del collocatore o di un terzo che si sia con essi accordato secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* dei prodotti medesimi nel mercato primario. L'intermediario predetermina i criteri di liquidità delle obbligazioni bancarie e delle polizze assicurative appartenenti ai rami vita III e V verificando che le relative previsioni contrattuali soddisfino le predette condizioni, contemplando la possibilità per il cliente di smobilizzare in ogni momento l'investimento a condizioni congrue, non penalizzanti ed oggettive. Al fine di determinare più nel dettaglio le condizioni la cui ricorrenza consenta all'intermediario di considerare un'obbligazione bancaria o una polizza assicurativa finanziaria senz'altro come liquidabile si rinvia ai criteri per l'individuazione dei prodotti finanziari liquidi stabiliti nel capitolo 1 delle Linee guida dell'Abi, dell'Assosim e della Federcasse “per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi”, validate dalla Consob in data 5 agosto 2009; resta comunque ferma la facoltà discrezionale di ciascun intermediario di discostarsi per specifici prodotti finanziari da taluni dei parametri anche temporali indicati in dette Linee guida là dove l'eccessiva rigidità degli stessi sembri poter determinare una ingiustificata sperequazione fra prodotti sostanzialmente omogenei sotto il profilo della liquidabilità, e sempre che l'eventuale ampliamento dei parametri sia contenuto e risponda a predeterminati criteri di ragionevolezza avuto riguardo alla natura del prodotto e ai riflessi sulla clientela della sua classificazione come liquidabile.



rischio di investimento compatibile con i suoi obiettivi di investimento (con la conseguenza che nei suoi riguardi può non essere compiuta neppure la valutazione *sub b*), né devono quindi essere necessariamente acquisite le informazioni ad esse inerenti);

- dei tipi di strumenti/prodotti/servizi cui si estende la consulenza, esigendosi una valutazione delle informazioni coerente con il grado di rischio, anche di liquidità, e il grado di complessità dei medesimi;
- dell'entità del patrimonio che il cliente intende dedicare ad investimenti di natura finanziaria e della rilevanza dello stesso in relazione al suo patrimonio complessivo, essendo richiesto un grado di analiticità tanto maggiore quanto più sussista il rischio che la parte di patrimonio dedicata a siffatti investimenti possa eccedere la capacità finanziaria del cliente.

L'intermediario cura che i propri promotori finanziari (o altri incaricati) provvedano a raccogliere le informazioni sul profilo dei clienti sia all'atto dell'instaurazione del rapporto di consulenza in materia di investimenti, sia successivamente in modo che tali informazioni siano costantemente aggiornate.

L'intermediario non deve in ogni caso incoraggiare un cliente o un potenziale cliente a non fornire le informazioni in esame ovvero a non aggiornarle, ove sia il caso.

L'intermediario, in caso di non ottenimento delle informazioni sul profilo del cliente si astiene dal prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti; in caso di non ottenimento degli aggiornamenti successivi, può fare affidamento sulle informazioni acquisite fino a quando queste non risultino manifestamente superate, inesatte o incomplete.

Sulla base delle informazioni acquisite l'intermediario traccia un profilo del cliente al fine di verificare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate al cliente stesso, tenendo conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di tali operazioni e, in particolare, dei vari profili di rischio nonché, ove rilevanti, dei singoli fattori di costo¹⁰. La valutazione di adeguatezza deve prendere in considerazione, conformemente alla disciplina vigente, anche fattori come la frequenza delle operazioni e la dimensione della singola operazione, tenendo così conto del portafoglio finanziario complessivo del cliente.

¹⁰ Così, con riguardo ai prodotti finanziari non prontamente liquidabili emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione, l'intermediario verifica la compatibilità degli stessi con le eventuali esigenze di smobilizzo manifestate dal cliente avendo riguardo ai singoli fattori che incidono sulla loro liquidabilità, ivi compreso lo *spread* denaro-lettera nella fase di smobilizzo.



Gli intermediari che adottano “logiche di adeguatezza di portafoglio” devono assicurare comunque che il portafoglio nel suo complesso e *pro quota* rispetti gli obiettivi di investimento del cliente, ed in particolare i relativi orizzonti temporali¹¹.

Nel caso di rapporti cointestati, la valutazione di adeguatezza può essere effettuata avendo riguardo ad un complessivo profilo unitario della parte soggettivamente complessa, determinato sulla base degli accordi contrattuali all’uopo intercorsi fra intermediario consulente e clienti cointestatari.

Qualora il cliente richieda il compimento di operazioni inadeguate, l’intermediario deve avvisarlo della inadeguatezza di tali operazioni, facendogliene comprendere le ragioni e cercando quindi di dissuaderlo dal compierle; solo nel caso in cui il cliente insista, può procedere all’esecuzione delle stesse sotto un servizio diverso dalla consulenza (di cui si applicherà il relativo regime), previa acquisizione dell’evidenza di tale volontà del cliente¹².

Il promotore finanziario, rispettando le procedure dell’intermediario preponente:

- deve chiedere al cliente le informazioni che consentano all’intermediario medesimo di valutare l’adeguatezza delle operazioni raccomandate, riguardanti:
 - a) la conoscenza ed esperienza in materia di investimenti in relazione a ciascun tipo di strumento finanziario o di servizio di investimento;
 - b) la situazione finanziaria;
 - c) gli obiettivi di investimento;

¹¹ Cfr. il Documento della Consob del 2 marzo 2009, *Esiti della consultazione*, p. 75 s., in merito alla coeva comunicazione sulla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi.

¹² Siffatta soluzione è conforme all’orientamento espresso dal CESR nel parere 05-290b, secondo il quale (p. 27, trad. nostra): «*se nel corso di una relazione continuativa di consulenza o della prestazione del servizio di gestione il cliente chiede all’intermediario di eseguire una specifica transazione o gli fornisce l’istruzione di includere uno specifico strumento finanziario nel portafoglio gestito, l’intermediario deve verificarne l’adeguatezza a meno che risulti chiaro che l’operazione verrà eseguita al di fuori degli scopi del servizio di consulenza o di quello di gestione; in quest’ultimo caso troverà applicazione la disciplina dell’appropriatezza o, alternativamente, quella della execution only*». Inoltre, va considerato che una diversa soluzione non impedirebbe al cliente di compiere l’operazione con un altro intermediario nell’ambito di un servizio non consulenziale, così risultando comunque vanificata la protezione collegata al servizio di consulenza ed ottenendosi, per di più, un effetto distorsivo del mercato che potrebbe avere ricadute negative per lo stesso cliente (in termini, ad esempio, di maggior costo per l’attivazione di un servizio di investimento con un altro intermediario).



- deve informare il cliente che, qualora questi non comunichi le informazioni predette, il servizio di consulenza in materia di investimenti non potrà essere prestato;
- deve curare, ove del caso, l'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente all'atto dell'instaurazione del rapporto di consulenza;
- deve raccomandare esclusivamente strumenti finanziari, prodotti finanziari e servizi di investimento rientranti nei tipi preventivamente comunicati dall'intermediario come adeguati per il cliente.

Corrispettivo e incentivi

A fronte della prestazione del servizio di consulenza può essere previsto il pagamento da parte del cliente di una commissione *ad hoc*, così come può essere previsto che il cliente non debba pagare alcuna specifica commissione, traendo l'intermediario comunque un ritorno economico dallo sviluppo che tale servizio apporta agli altri servizi di investimento dal medesimo prestati, e a fronte dei quali il cliente corrisponderà le commissioni di volta in volta previste.

Al cliente deve comunque essere esplicitato se l'intermediario abbia stipulato convenzioni con terzi soggetti in forza delle quali essi gli devolvano delle commissioni di collocamento e/o di servizio a titolo di remunerazione (i) del servizio di consulenza prestato a favore dell'investitore in abbinamento all'attività distributiva svolta e/o (ii) dell'attività di assistenza *post* vendita al medesimo offerta.

Dette commissioni, ove previste, rappresentano la remunerazione dell'attività che l'intermediario consulente svolge in via continuativa con l'ausilio dei propri professionisti, promotori finanziari abilitati per legge a prestare consigli ai clienti sotto la piena e incondizionata responsabilità dell'intermediario medesimo e che, in concreto, si recano presso di essi verificandone nel tempo le esigenze finanziarie e fornendogli consigli adeguati sulla base di uno strumentario che l'intermediario mette loro appositamente a disposizione: attività che, dunque, unisce la forte utilità per il cliente (che non deve recarsi in sede o presso una dipendenza dell'intermediario) al qualificato ed essenziale apporto professionale dei promotori finanziari.

La retrocessione di tali commissioni si considera volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti¹³ anche perché si inserisce all'interno di un rapporto distributivo che avvicina la parte collocatrice al prodotto collocato, garantendone la migliore conoscenza quale presupposto per poter effettuare raccomandazioni adeguate ai propri clienti.

¹³ In tal senso v. esplicitamente il considerando 39 della direttiva di "livello 2".



L'intermediario presta il servizio di consulenza in materia di investimenti in maniera da prevenire il pericolo che il ricevimento delle suddette commissioni di collocamento e/o di servizio possa influenzare la formulazione delle raccomandazioni in potenziale contrasto con l'interesse dei clienti.

L'intermediario deve comunicare chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio, l'esistenza, la natura e l'importo (o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo) delle commissioni eventualmente retrocesse da soggetti terzi.

1.2. Il servizio di collocamento

Definizione e contenuti

Il servizio consiste nell'espletamento da parte dell'intermediario dell'incarico di promuovere e di collocare presso il pubblico strumenti finanziari, prodotti finanziari e servizi di investimento, di norma per conto del soggetto emittente¹⁴. Esso presuppone, quindi, generalmente, la stipulazione a monte di un contratto di distribuzione di strumenti finanziari o di prodotti finanziari o di servizi di investimento con la società emittente o fornitrice (c.d. società prodotto).

L'assunzione da parte dell'intermediario dell'impegno a collocare gli strumenti, i prodotti e/o i servizi di una o più società prodotto è compatibile, come visto, con la prestazione del servizio di consulenza, che può consistere nella formulazione alla clientela di raccomandazioni aventi ad oggetto anche o soltanto strumenti, prodotti o servizi che l'intermediario consulente abbia a monte l'incarico di collocare. Ove non sia prestato il servizio di consulenza, l'attività a valle si estrinseca sostanzialmente in un'attività promozionale presso la clientela, finalizzata al collocamento di detti strumenti, prodotti e servizi attraverso la mera illustrazione delle relative caratteristiche¹⁵; in tal

¹⁴ Analogamente a quanto già rilevato a proposito del servizio di consulenza, le presenti Linee guida si estendono anche al "collocamento" di servizi di investimento, poiché tale attività integra comunque offerta fuori sede ai sensi dell'art. 30 del Tuf e poiché, inoltre, la normativa comunitaria e quella nazionale di attuazione declinano la regola dell'appropriatezza anche con riguardo al «*tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto*» (art. 19, par. 5, MiFID; artt. 41 s., reg. Consob n. 16190/2007). L'estensione delle Linee guida ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari deriva, poi, dalla circostanza che anche tali prodotti sono oggetto della menzionata fattispecie dell'offerta fuori sede; inoltre, per quanto riguarda i prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione, l'estensione al collocamento degli stessi delle norme relative alla prestazione dei servizi di investimento è esplicitamente disposta dall'art. 25-bis, Tuf.

¹⁵ Come si può leggere nella Relazione al d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di attuazione della MiFID, «*non configurano ... consulenza in materia di investimenti gli atti preparatori, compresa l'illustrazione delle caratteristiche di specifici strumenti finanziari, alla prestazione di un servizio di investimento o allo*



caso l'intermediario deve quindi astenersi dal presentare un determinato strumento, prodotto o servizio come adatto alle caratteristiche del cliente.

Più nel dettaglio, nello svolgimento dell'attività propriamente promozionale l'intermediario collocatore offre nel tempo alla clientela un'ampia gamma di strumenti finanziari, di altri prodotti finanziari e di servizi di investimento emessi o prestati da società prodotto appartenenti e non al gruppo dell'intermediario medesimo e, nel corso della stessa, procede al collocamento di specifici strumenti, prodotti e servizi.

In caso di operatività fuori sede il rapporto che si instaura fra intermediario e cliente è mediato dalla presenza del promotore finanziario, professionista di fiducia del cliente iscritto ad un albo tenuto da un organismo vigilato dalla Consob. Tale rapporto assume, di norma, carattere continuativo, proprio grazie al servizio messo a disposizione del cliente attraverso l'assistenza del promotore finanziario a lui dedicato.

Il contratto

La disciplina del rapporto di collocamento che si instaura, *anche* fuori sede, con il cliente al dettaglio deve essere formalizzata in un contratto scritto a pena di nullità che può essere fatta valere solo dal cliente¹⁶. Le condizioni generali che disciplinano la prestazione del servizio di collocamento possono costituire oggetto di un apposito contratto fra intermediario e cliente ovvero possono essere contenute in un più ampio contratto nel quale sono disciplinati più servizi, fra cui quello di collocamento.

Il contratto deve indicare le modalità di svolgimento del rapporto e gli obblighi che l'intermediario deve rispettare nel corso dello stesso,

Nel caso di rapporto cointestato, va indicato il modo attraverso cui l'intermediario raccoglie le informazioni dei cointestatari sulla cui base perviene poi alla definizione del profilo della parte (ancorché soggettivamente complessa). Fra le varie opzioni possibili vi è anche quella di individuare nel contratto, fra i diversi cointestatari, quello di essi che

svolgimento di un'attività di investimento, quando da tale attività non derivino raccomandazioni personalizzate, ossia presentate facendo riferimento alle specifiche caratteristiche del cliente».

¹⁶ Il requisito della forma scritta non è richiesto per i contratti stipulati con i clienti professionali. Al riguardo, l'art. 37, comma 1, RI, nel trasporre una disposizione contenuta nell'art. 39 della direttiva di "livello 2", prevede: «gli intermediari forniscono ai clienti *al dettaglio* i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimento, sulla base di un apposito contratto scritto» (corsivo nostro). Tale previsione costituisce, in particolare, espressione della potestà regolamentare assegnata alla Consob dall'art. 23, comma 1, TUF, di escludere la forma scritta per i contratti stipulati con i clienti professionali (di diritto e su richiesta), conformemente alla suaccennata disposizione comunitaria in materia.



funga da unico interlocutore per il flusso biunivoco di informazioni che si instaura tra intermediario e clienti cointestatari¹⁷.

Regole a tutela del cliente

Fatta salva l'ipotesi in cui il servizio in esame sia prestato in abbinamento con l'attività di consulenza in materia di investimenti, nel qual caso l'intermediario è tenuto a riferirsi alla disciplina propria dell'adeguatezza (cfr. *supra*), nello svolgimento del (solo) servizio di collocamento l'intermediario tutela gli interessi finanziari del cliente, in particolare, attraverso l'assolvimento dell'obbligo di valutazione dell'appropriatezza.

Questa valutazione consiste in un giudizio attraverso il quale l'intermediario deve verificare che il cliente abbia il livello di conoscenze ed esperienze necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il prodotto o il servizio offerto comportano.

A tal fine, l'intermediario deve richiedere al cliente informazioni sui tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali egli abbia dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari e/o su prodotti finanziari da lui realizzate e il periodo durante il quale queste operazioni siano state eseguite; il livello di istruzione nonché la professione attuale e/o quella precedente del cliente. E', poi, onere dell'intermediario curare di richiedere al cliente di aggiornare all'occorrenza nel tempo tali informazioni. L'intermediario può, quindi, fare affidamento sulle informazioni ricevute dal cliente fino a quando queste non risultino manifestamente superate, inesatte o incomplete.

L'oggetto e il grado di analiticità delle suddette informazioni varia a seconda:

- della natura del cliente, presumendosi che il cliente professionale ("di diritto" e "su richiesta"), diversamente dal cliente al dettaglio, abbia già il livello di conoscenze e di esperienze necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali egli sia stato classificato come professionale (con la conseguenza che nei suoi riguardi può non essere compiuta la valutazione di appropriatezza, né devono quindi essere necessariamente acquisite le informazioni ad essa inerenti);

¹⁷ Tale ipotesi operativa prescinde dalla possibilità o meno che gli altri cointestatari eventualmente abbiano di impartire disgiuntamente all'intermediario disposizioni di investimento a valere sul patrimonio cointestato. Altro è, infatti, l'attribuzione del potere dispositivo (ad un solo cointestatario o a tutti i cointestatari, e in questo secondo caso congiuntamente o disgiuntamente), altro è la gestione del profilo del cliente (cui è commisurato l'adempimento dell'obbligo di valutazione dell'appropriatezza), che per esigenze di ordine ben potrebbe essere considerato unitariamente, atteso che dalla situazione di proprietà deriva l'unitaria imputazione degli effetti a tutti i cointestatari (sia pure *pro quota*).



- del tipo di strumenti/prodotti/servizi oggetto di collocamento, esigendosi una valutazione delle informazioni coerente con il grado di rischio, anche di liquidità, e il grado di complessità dei medesimi.

Nel caso di rapporti cointestati, la valutazione di appropriatezza può essere effettuata avendo riguardo ad un complessivo profilo unitario della parte soggettivamente complessa, determinato sulla base degli accordi contrattuali all'uopo intercorsi fra intermediario collocatore e clienti cointestatari.

Sulla base delle informazioni acquisite l'intermediario individua i tipi di operazioni e di servizi appropriati per il cliente, comparando distintamente, ove del caso, i vari profili di rischio insiti negli strumenti finanziari e negli altri prodotti finanziari oggetto di collocamento con il grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente, onde verificare l'effettiva capacità di quest'ultimo di comprenderne la portata.

La possibilità di effettuare la valutazione di appropriatezza non è condizione per la prestazione del servizio di collocamento. Nella prestazione di questo servizio l'intermediario ha l'obbligo di richiedere al cliente le pertinenti informazioni sopra individuate; tuttavia, se il cliente non fornisce tali informazioni, l'intermediario può ugualmente prestare il servizio di collocamento e, dunque, promuovere strumenti e/o prodotti e/o servizi informando però il cliente del fatto che in tal caso esso si trova nella impossibilità di svolgere la valutazione dell'appropriatezza.

Ove, invece, il cliente fornisca dette informazioni, l'intermediario è tenuto a proporgli, illustrandone le caratteristiche e i rischi, esclusivamente strumenti finanziari, prodotti finanziari e servizi di investimento ritenuti appropriati per il medesimo. Qualora il cliente richieda il compimento di operazioni inappropriate, l'intermediario deve avvisarlo della non appropriatezza di tali operazioni, anche attraverso l'uso di un formato standardizzato, facendogliene comprendere le ragioni e cercando quindi di dissuaderlo dal compierle; solo nel caso in cui il cliente insista, può procedere all'esecuzione delle stesse, previa acquisizione dell'evidenza di tale volontà del cliente¹⁸.

Il promotore finanziario, rispettando le procedure dell'intermediario preponente:

¹⁸ Si deve considerare che, se all'intermediario non fosse data la possibilità di eseguire un'operazione appropriata su richiesta del cliente, si avrebbe lo stesso effetto distortivo del mercato già messo in luce per il caso in cui il cliente richieda il compimento di un'operazione inadeguata in costanza di prestazione del servizio di consulenza. Inoltre, non si vedono ragioni per trattare questa fattispecie in maniera diversa da quella che consegue alla scelta del cliente di non fornire le informazioni occorrenti per svolgere la valutazione di appropriatezza. Se i servizi di collocamento e di raccolta ordini possono essere prestati anche se il cliente non fornisce tali informazioni, purché venga avvertito del fatto che non riceverà la tutela dell'appropriatezza, va da sé che detti servizi possano essere prestati anche quando il cliente dia tali informazioni e tuttavia richieda concretamente di effettuare investimenti giudicati in concreto inappropriate dall'intermediario, purché, di nuovo e allo stesso modo, il cliente sia informato di tale inappropriatezza.



- deve chiedere al cliente informazioni che consentano all'intermediario preponente di valutare l'appropriatezza delle operazioni proposte, riguardanti la conoscenza ed esperienza in materia di investimenti in relazione a ciascun tipo di strumento finanziario o di prodotto finanziario o di servizio di investimento;
- deve informare il cliente che, qualora questi non fornisca tali informazioni, l'intermediario preponente non potrà svolgere per suo conto la valutazione di appropriatezza delle operazioni proposte;
- nel caso in cui il cliente fornisca le informazioni, deve illustrare esclusivamente gli strumenti finanziari e/o i prodotti finanziari e/o i servizi di investimento rientranti nei tipi preventivamente comunicati dall'intermediario preponente come appropriati per il cliente, astenendosi dal fornire a questi raccomandazioni personalizzate – ossia, presentate come adeguate per lui o basate sulla considerazione delle sue caratteristiche – relative al compimento di operazioni aventi ad oggetto uno o più specifici strumenti finanziari o prodotti finanziari o servizi di investimento;
- nel caso in cui il cliente richieda il compimento di un'operazione inappropriata o la prestazione di un servizio inappropriato, deve avvertirlo di tale circostanza spiegandogli le ragioni per cui l'operazione o il servizio sono ritenuti inappropriati¹⁹.

Corrispettivo e incentivi

A fronte della prestazione del servizio di collocamento l'intermediario può ricevere una commissione *ad hoc* come può non essere remunerato direttamente dal cliente, potendo esso ricevere, ricorrendo le condizioni di legge, una commissione dalle società prodotto commisurata agli strumenti/prodotti/servizi collocati.

In una tale ultima circostanza l'intermediario deve rendere trasparente al cliente il meccanismo della retrocessione delle commissioni, comunicandogli, prima della sottoscrizione o dell'acquisto dello strumento/prodotto/servizio la misura delle eventuali commissioni di collocamento e/o di servizio percepite dalla società prodotto.

La retrocessione delle commissioni di collocamento può risultare ammissibile laddove l'intermediario distributore:

¹⁹ L'intermediario monitora l'eventuale compimento sistematico di operazioni non appropriate da parte dei clienti assistiti da un medesimo promotore finanziario anche attraverso l'applicazione dei relativi indicatori di anomalia contenuti nel Codice di vigilanza dell'Assoreti sull'attività dei promotori finanziari.



- (i) offra al cliente l'opportunità di accedere ad un ampio ventaglio di strumenti/prodotti/servizi; ovvero
- (ii) provveda ad orientare le scelte d'investimento dell'investitore fornendogli raccomandazioni personalizzate e verificandone l'adeguatezza.

Le commissioni di servizio, a loro volta, possono risultare ammissibili in quanto siano dirette specificamente a remunerare la cura continuativa che l'intermediario presta fuori sede ai bisogni finanziari del cliente in via prevalente attraverso un promotore finanziario a lui dedicato che si rende disponibile a richiesta e che in ogni caso lo visita periodicamente al fine di verificarne i bisogni, fornirgli la necessaria assistenza, monitorarne il portafoglio, illustrargli le opportunità di investimento, curare la materiale trasmissione degli ordini e delle disposizioni inerenti ai servizi svolti, così unendo la forte utilità per il cliente del servizio fuori sede al qualificato ed essenziale apporto professionale del promotore finanziario.

1.3. Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, compresa la modalità della *execution only*²⁰

Definizione e contenuti

Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini consiste nella ricezione da parte dell'intermediario degli ordini di investimento/disinvestimento del cliente al fine della loro trasmissione ad un altro intermediario per l'esecuzione²¹.

A differenza del servizio di collocamento, il servizio di ricezione e trasmissione di ordini presuppone che l'intermediario non abbia a monte un incarico distributivo; esso, pertanto, prescinde dall'attività promozionale dell'intermediario.

Nel concreto, si deve distinguere il caso in cui l'ordine possa essere stato influenzato da un'attività consulenziale dell'intermediario specificamente indirizzata al singolo cliente, dal caso in cui l'ordine derivi da un'iniziativa del cliente. L'ordine si considera impartito ad iniziativa del cliente anche se faccia seguito ad una comunicazione dell'intermediario contenente una promozione o un'offerta di strumenti finanziari, effettuata però con mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo o categoria di clienti o di potenziali clienti.

²⁰ Le linee guida relative al servizio di ricezione e trasmissione di ordini si estendono, *mutatis mutandis*, al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

²¹ Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini ha ad oggetto strumenti finanziari. Le presenti Linee guida si estendono anche agli ordini relativi a prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari in quanto la fattispecie dell'offerta fuori sede abbraccia il più ampio genere dei prodotti finanziari.



Infatti, nel caso di ordini impartiti ad iniziativa del cliente e che, inoltre, abbiano ad oggetto strumenti finanziari non complessi (quali individuati nel Regolamento Intermediari della Consob), il cliente può scegliere di operare nella modalità della *execution only*, con la quale egli rinuncia a ricevere dall'intermediario la tutela dell'appropriatezza. Condizione ulteriore e basilare per poter operare in tale modalità è che il cliente sia stato informato, anche mediante un formato standardizzato, ma in ogni caso in termini chiari ed evidenti, del fatto che non riceverà dall'intermediario alcuna verifica circa l'appropriatezza o meno degli ordini impartiti.

La modalità della *execution only* è esclusa per i prodotti finanziari assicurativi.

Il contratto

La disciplina del servizio di ricezione e trasmissione di ordini deve essere formalizzata all'interno di un contratto stipulato per iscritto a pena di nullità che potrebbe essere fatta valere dal cliente al dettaglio in ogni momento²². Il contratto deve in particolare indicare se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio in esame possa essere prestata la consulenza in materia di investimenti.

Nel caso di rapporto cointestato, nel contratto va indicato il modo attraverso cui l'intermediario raccoglie le informazioni dei cointestatari sulla cui base perviene poi alla definizione del profilo della parte (ancorché soggettivamente complessa). Fra le varie opzioni possibili vi è anche quella di individuare nel contratto, fra i diversi cointestatari, quello di essi che funga da unico interlocutore per il flusso biunivoco di informazioni che si instaura tra intermediario e clienti cointestatari²³.

Regole a tutela del cliente

Fatta salva l'ipotesi in cui il servizio in esame sia prestato in abbinamento con l'attività di consulenza in materia di investimenti, nel qual caso l'intermediario è tenuto a riferirsi alla disciplina propria dell'adeguatezza (cfr. *supra*), nella prestazione del (solo) servizio di ricezione e trasmissione di ordini l'intermediario ha l'obbligo di valutare l'appropriatezza degli strumenti e/o dei prodotti finanziari richiesti dal cliente attraverso gli ordini di volta in volta impartiti.

²² Il requisito della forma scritta non è richiesto per i contratti stipulati con i clienti professionali. Cfr. la precedente nota 17.

²³ Tale ipotesi operativa prescinde dalla possibilità o meno che gli altri cointestatari eventualmente abbiano di impartire disgiuntamente all'intermediario disposizioni di investimento a valere sul patrimonio cointestato. Altro è, infatti, l'attribuzione del potere dispositivo (ad un solo cointestatario o a tutti i cointestatari, e in questo secondo caso congiuntamente o disgiuntamente), altro è la gestione del profilo del cliente (cui è commisurato l'adempimento dell'obbligo di valutazione dell'appropriatezza), che per esigenze di ordine ben potrebbe essere considerato unitariamente, atteso che dalla situazione di comproprietà deriva l'unitaria imputazione degli effetti a tutti i cointestatari (sia pure *pro quota*).



Questa valutazione consiste in un giudizio attraverso il quale l'intermediario deve verificare che il cliente abbia il livello di conoscenze ed esperienze necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il prodotto richiesto comportano.

A tal fine, l'intermediario deve richiedere al cliente informazioni sui tipi di operazioni e strumenti finanziari con i quali egli abbia dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari e/o su prodotti finanziari da lui realizzate e il periodo durante il quale queste operazioni siano state eseguite; il livello di istruzione nonché la professione attuale e/o quella precedente del cliente. E', poi, onere dell'intermediario curare di richiedere al cliente di aggiornare all'occorrenza nel tempo tali informazioni. L'intermediario può, quindi, fare affidamento sulle informazioni ricevute dal cliente fino a quando queste non risultino manifestamente superate, inesatte o incomplete.

L'oggetto e il grado di analiticità delle suddette informazioni varia a seconda:

- della natura del cliente, presumendosi che il cliente professionale ("di diritto" e "su richiesta"), diversamente dal cliente al dettaglio, abbia già il livello di conoscenze e di esperienze necessario per comprendere i rischi connessi alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali egli sia stato classificato come professionale (con la conseguenza che nei suoi riguardi può non essere compiuta la valutazione di appropriatezza, né devono quindi essere necessariamente acquisite le informazioni ad essa inerenti);
- del tipo di strumenti/prodotti oggetto del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, esigendosi una valutazione delle informazioni coerente con il grado di rischio, anche di liquidità, e il grado di complessità dei medesimi.

Nel caso di rapporti cointestati, la valutazione di appropriatezza può essere effettuata avendo riguardo ad un complessivo profilo unitario della parte soggettivamente complessa, determinato sulla base degli accordi contrattuali all'uopo intercorsi fra intermediario raccoglitore e clienti cointestatari.

Sulla base delle informazioni acquisite l'intermediario individua i tipi di operazioni appropriati per il cliente, comparando distintamente, ove del caso, i vari profili di rischio insiti negli strumenti finanziari e negli altri prodotti finanziari oggetto del servizio di ricezione e trasmissione di ordini con il grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente, onde verificare l'effettiva capacità di quest'ultimo di comprenderne la portata.

La possibilità di effettuare la valutazione di appropriatezza non è condizione per la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Nella prestazione di questo servizio l'intermediario ha l'obbligo di richiedere al cliente le pertinenti informazioni sopra individuate; tuttavia, se il cliente non fornisce tali informazioni,



l'intermediario può ugualmente prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, informando però il cliente del fatto che in tal caso esso si trova nella impossibilità di svolgere la valutazione dell'appropriatezza.

Ove, invece, il cliente fornisca dette informazioni, l'intermediario è tenuto a valutare l'appropriatezza delle operazioni richieste. Qualora il cliente richieda il compimento di operazioni inappropriate, l'intermediario deve avvisarlo della non appropriatezza di tali operazioni, anche attraverso l'uso di un formato standardizzato, facendogliene comprendere le ragioni e cercando quindi di dissuaderlo dal compierle; solo nel caso in cui il cliente insista, può procedere all'esecuzione delle stesse, previa acquisizione dell'evidenza di tale volontà del cliente²⁴.

Nel caso in cui ricorrano gli estremi sopra visti per la prestazione del servizio in oggetto nella modalità della *execution only*, l'obbligo di valutazione dell'appropriatezza non opera, con la conseguenza che l'intermediario può non richiedere al cliente al dettaglio le informazioni occorrenti per poterla svolgere.

Il promotore finanziario, rispettando le procedure dell'intermediario preponente:

- deve chiedere al cliente informazioni che consentano all'intermediario preponente di valutare l'appropriatezza delle operazioni richieste, riguardanti la conoscenza ed esperienza in materia di investimenti in relazione a ciascun tipo di strumento finanziario o di prodotto finanziario;
- deve informare il cliente che, qualora questi non fornisca tali informazioni, l'intermediario preponente - o, a seconda dei casi, quello che svolge il servizio di ricezione e trasmissione di ordini collocato dall'intermediario preponente - non potrà svolgere per suo conto la valutazione di appropriatezza delle operazioni richieste;

²⁴ Si deve considerare che, se all'intermediario non fosse data la possibilità di eseguire un'operazione appropriata su richiesta del cliente, si avrebbe lo stesso effetto distortivo del mercato già messo in luce per il caso in cui il cliente richieda il compimento di un'operazione inadeguata in costanza di prestazione del servizio di consulenza. Inoltre, non si vedono ragioni per trattare questa fattispecie in maniera diversa da quella che consegue alla scelta del cliente di non fornire le informazioni occorrenti per svolgere la valutazione di appropriatezza. Se i servizi di collocamento e di raccolta ordini possono essere prestati anche se il cliente non fornisce tali informazioni, purché venga avvertito del fatto che non riceverà la tutela dell'appropriatezza, va da sé che detti servizi possano essere prestati anche quando il cliente dia tali informazioni e tuttavia richieda concretamente di effettuare investimenti giudicati in concreto inappropriate dall'intermediario, purché, di nuovo e allo stesso modo, il cliente sia informato di tale inappropriatezza.



- nel caso in cui il cliente richieda il compimento di un'operazione inappropriata, deve avvertirlo di tale circostanza spiegandogli le ragioni per cui l'operazione è ritenuta inappropriata²⁵;
- nel caso in cui il cliente opti, ricorrendone le condizioni, per la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini in regime di *execution only*, deve informare il cliente in termini chiari del fatto che l'intermediario proponente - o, a seconda dei casi, quello che svolge il servizio di ricezione e trasmissione di ordini collocato dall'intermediario proponente - non effettuerà la valutazione di appropriatezza per suo conto, in modo che il cliente ne possa ben comprendere le conseguenze.

Corrispettivo e incentivi

A fronte della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini l'intermediario riceve di norma una commissione *ad hoc* dal cliente.

Eventuali retrocessioni di commissioni possono trovare giustificazione nella prestazione – eventualmente abbinata al servizio di ricezione e trasmissione di ordini – del servizio di consulenza, ai cui relativi paragrafi, pertanto, si rinvia.

1.4. L'attività di consulenza "generica"

Definizione e contenuti

L'attività di consulenza "generica" consiste nella prestazione di raccomandazioni relative a tipi di strumenti finanziari o di prodotti finanziari o di servizi di investimento. In concreto, essa si estrinseca in un'attività di pianificazione ideale del portafoglio della clientela, distinguendosi, così, dal servizio di consulenza in materia di investimenti che, invece, si estrinseca nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative ad uno specifico strumento o prodotto finanziario o ad uno specifico servizio di investimento²⁶.

Per la sua natura generica l'attività in oggetto, pur potendo avere una sua autonomia causale ed essere perciò prestata in via autonoma e a fronte anche di una autonoma remunerazione diretta da parte del cliente, assolve, di norma, ad una funzione preparatoria di altri servizi, compresi quelli sopra descritti di consulenza, di collocamento e di ricezione e trasmissione di ordini.

²⁵ L'intermediario monitora l'eventuale compimento sistematico di operazioni non appropriate da parte dei clienti assistiti da un medesimo promotore finanziario anche attraverso l'applicazione dei relativi indicatori di anomalia contenuti nel Codice di vigilanza dell'Assoreti sull'attività dei promotori finanziari.

²⁶ Cfr. la nota 6 delle presenti Linee guida.



Il contratto

L'attività di consulenza "generica" può non essere consacrata in un contratto scritto quando sia prestata in via autonoma.

Quando assolva ad una funzione preparatoria di uno o più altri servizi, essa sarà descritta e disciplinata all'interno del documento che descrive e disciplina il servizio o i servizi cui accede.

Regole a tutela del cliente

Nella prestazione del servizio di consulenza generica l'intermediario deve agire nell'interesse del cliente e, a tal fine, si impegna, in particolare, a fornire consigli generici coerenti con le informazioni relative al cliente stesso di cui sia comunque in possesso.

Costituendo, di norma, momento strumentale e preparatorio di qualsivoglia servizio d'investimento, la consulenza "generica" risulta attratta dalla disciplina di tale servizio.

Corrispettivo e incentivi

A fronte della prestazione dell'attività di consulenza "generica" l'intermediario, come accennato, può ricevere una specifica commissione dal cliente, così come può non richiedere alcuna commissione ove tale attività abbia carattere preparatorio di un altro servizio, di cui si applicherebbe allora il relativo regime commissionale e degli incentivi.

2. LE MODALITÀ OPERATIVE DA OSSERVARE NELLO SVOLGIMENTO DINAMICO DEL RAPPORTO CON IL CLIENTE

Alla luce di quanto sopra si comprende l'importanza per il cliente di orientarsi verso quel servizio di investimento o quei servizi di investimento che gli assicurino il grado di protezione di cui ritenga di avere bisogno nella scelta degli investimenti che intenda compiere in prodotti finanziari.

L'intermediario lo aiuta nell'effettuazione di tale scelta, facendogli comprendere, anche con l'ausilio del promotore finanziario, le differenze esistenti fra una relazione consulenziale e una relazione non consulenziale, spiegando in tale ambito le diverse forme di protezione rispettivamente associate a ciascun servizio di investimento ed illustrando, quindi, le commissioni e gli incentivi percepiti nei diversi casi nonché le eventuali connessioni fra la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e la prestazione degli altri servizi di investimento.



All'intermediario è riconosciuta la necessaria flessibilità organizzativa atta a consentire il passaggio da un'attività di consulenza generica alla prestazione di consigli su specifici strumenti o prodotti finanziari o servizi di investimento, come al collocamento dei medesimi strumenti/prodotti/servizi e/o alla raccolta degli ordini della clientela, attraverso l'assistenza qualificata del promotore finanziario.

Nella dinamica operativa, infatti, il cliente potrebbe scegliere fra i diversi servizi, passando anche da un servizio all'altro nel corso del rapporto, secondo la volontà dal medesimo manifestata nel tempo.

Più in particolare, il rapporto inizia a svolgersi con le modalità indicate dal cliente, il quale sceglie, dunque, secondo le proprie esigenze e alla luce dei servizi prestati dall'intermediario, fra il servizio di consulenza in materia di investimenti, quello di collocamento e quello di ricezione e trasmissione di ordini, inclusa eventualmente la modalità della *execution only*.

A) Se il cliente opta inizialmente per il servizio di consulenza in materia di investimenti, l'intermediario deve avere cura di raccogliere le informazioni sul profilo dell'investitore atte a consentirgli di adempiere all'obbligo di valutazione di adeguatezza.

La prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti può essere preceduta da un'attività preparatoria di consulenza generica. In questo caso l'intermediario tiene conto delle suddette informazioni anche quando procede alla suddivisione ideale del portafoglio del cliente per tipi di strumenti finanziari e/o di prodotti finanziari e/o di servizi di investimento.

Nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti l'intermediario può svolgere attività promozionale nei confronti del medesimo cliente anche con comunicazioni a lui personalmente indirizzate tramite il promotore finanziario, ma si impegna a raccomandare soltanto strumenti finanziari e/o prodotti finanziari e/o servizi di investimento che siano stati preventivamente sottoposti all'analisi di adeguatezza e siano risultati in concreto adeguati per quel cliente. Ciò in considerazione del fatto che, in costanza del servizio di consulenza in materia di investimenti, vi è da parte del cliente la ragionevole e legittima attesa che qualsiasi proposta proveniente dall'intermediario tenga conto, per definizione, delle suddette informazioni personali.

Dunque, il regime della consulenza finisce in concreto con l'assorbire il regime del collocamento.

Nel caso, poi, in cui più strumenti o prodotti finanziari fra quelli cui si estende la consulenza risultino adeguati al cliente, l'intermediario può raccomandarne uno o più di essi sulla base di criteri volti anche a ponderare i diversi fattori ritenuti caso per caso rilevanti per il cliente.



La prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti si può accompagnare come non accompagnare alla prestazione anche del servizio di ricezione e trasmissione di ordini. L'intermediario, infatti, può includere nell'oggetto del servizio di consulenza in materia di investimenti gli ordini impartiti autonomamente dalla clientela, di cui è tenuto quindi a verificare l'adeguatezza, come può escludere del tutto tali ordini dall'oggetto del predetto servizio di consulenza o circoscrivere quest'ultimo soltanto ad ordini relativi a determinati tipi di strumenti o prodotti finanziari. L'estensione dell'area della consulenza dovrà naturalmente risultare dal contratto.

Ciò posto, gli ordini impartiti dal cliente a seguito di una conforme raccomandazione dell'intermediario sono da ritenere implicitamente coperti da una valutazione di adeguatezza già espressa dall'intermediario all'atto in cui questo ha fornito la raccomandazione medesima. Su tali ordini, pertanto, non deve essere effettuata la successiva valutazione di appropriatezza, rimanendo essi, in fatto, assorbiti nel regime della consulenza. La valutazione di appropriatezza deve, invece, essere effettuata in relazione agli ordini non coperti da una precedente valutazione di adeguatezza svolta nell'ambito del servizio di consulenza, salvo il caso in cui l'ordine sia impartito in regime di *execution only* (di cui sia ovviamente verificata la ricorrenza di tutti i presupposti).

Se e nei limiti in cui il servizio di consulenza in materia di investimenti sia esteso anche alle operazioni autonomamente richieste dal cliente, l'intermediario, nella particolare ipotesi in cui dovesse sconsigliarle, e qualora contestualmente fornisse al cliente una raccomandazione a compiere un'operazione alternativa, nel fornire quest'ultima raccomandazione dovrebbe prendere in considerazione anche i profili sottesi all'operazione verso la quale il cliente si era inizialmente indirizzato, così da consigliarlo consapevolmente e alla luce di un'effettiva "comparazione".

Previa specifica ed autonoma richiesta del cliente, l'intermediario ha facoltà di dare corso, nell'ambito di un servizio di investimento diverso da quello di consulenza (del quale si applicherà il relativo regime), ad operazioni che si fossero rivelate non adatte. In tale circostanza, l'intermediario deve avvertire il cliente delle ragioni della non adeguatezza di tali operazioni ed acquisire dallo stesso conferma della volontà di compierle ugualmente.

Resta naturalmente salva la possibilità per l'intermediario di non dare corso ad operazioni inadeguate.

B) Se il cliente opta inizialmente per il servizio di collocamento e/o per quello di ricezione e trasmissione di ordini, l'intermediario è tenuto a richiedere al cliente le informazioni occorrenti per poter valutare l'appropriatezza e quindi a svolgere tale valutazione se il cliente gli abbia fornito le relative informazioni. Resta ferma la possibilità per l'intermediario di dare corso ad operazioni inappropriate richieste dal cliente, previa idonea avvertenza a quest'ultimo delle ragioni della non appropriatezza di



tali operazioni e previa acquisizione dal cliente della conferma della volontà di compierle ugualmente.

Anche in questo caso l'intermediario può svolgere un'attività preparatoria di consulenza generica (tenendo conto delle informazioni acquisite dal cliente), ma deve astenersi dal raccomandare al cliente uno specifico strumento o prodotto finanziario o uno specifico servizio di investimento, al fine attivando le opportune e necessarie procedure e misure anche di controllo interno.

C) Se il cliente opta inizialmente per il servizio di ricezione e trasmissione di ordini nella modalità della *execution only*, l'intermediario può non richiedere alcuna informazione al cliente e deve astenersi sia dal prestare consigli relativi a specifici strumenti o prodotti finanziari, sia dallo svolgere attività promozionale tramite il promotore finanziario, potendo offrire o promuovere strumenti finanziari, come detto, soltanto mediante mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo o categoria di clienti o di potenziali clienti.

3. RENDICONTAZIONE AL CLIENTE

Ai sensi dell'art. 53, comma 1, del Regolamento Intermediari della Consob, i clienti devono ricevere dall'intermediario il rendiconto dei servizi prestati con ogni informazione utile²⁷, ivi compresi, se del caso, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto.

La norma ha portata generale ed è applicabile a tutti i servizi svolti nei confronti dei clienti. L'intermediario concorda con il cliente le modalità²⁸ e la frequenza²⁹ dei rendiconto relativi alla prestazione dei servizi di investimento.

L'art. 53, commi 2 e 3, del Regolamento Intermediari della Consob, prevede che l'intermediario invii al cliente al dettaglio una conferma di eseguito nella prestazione dei servizi di esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini nonché collocamento,

²⁷ Ad esempio, qualora nel corso della prestazione dei vari servizi di investimento il cliente venisse a detenere per iniziativa dell'intermediario prodotti finanziari illiquidi, il rendiconto dovrebbe esplicitarne il *fair value* nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

²⁸ Nel caso in cui il servizio di consulenza in materia di investimenti risulti prestato in associazione con quelli di collocamento e di ricezione e trasmissione di ordini, l'intermediario può fornire il rendiconto della prestazione consulenziale svolta con l'aggiunta di un apposito campo informativo nell'avviso di cui all'art. 53, comma 6, RI.

²⁹ La periodicità della rendicontazione può dipendere anche dalla natura dei prodotti finanziari di cui il cliente sia venuto in possesso tramite l'intermediario. In tale ottica va valutata, ad esempio, l'esigenza del cliente di avere posizioni aggiornate nel tempo sul presumibile valore di realizzo dei prodotti finanziari illiquidi eventualmente posseduti.



ivi inclusa l'offerta fuori sede, salvo il caso in cui detta conferma conterrebbe le stesse informazioni di un'altra conferma che debba essere prontamente inviata al cliente al dettaglio da un soggetto diverso.

Tale norma, per un verso, non si applica di per sé al servizio di consulenza (che ivi non è menzionato e che del resto non si manifesta in ordini della clientela) e, per altro verso, è interpretabile nel senso che l'intermediario collocatore non debba inviare al cliente la conferma di eseguito ogni qualvolta vi provveda il soggetto mandante.

4. LE PROCEDURE APPLICABILI AL PROMOTORE FINANZIARIO NEI RAPPORTI CON IL CLIENTE

In generale, nella prestazione dei servizi considerati nelle presenti Linee guida l'intermediario cura che il promotore finanziario:

- conosca e osservi le regole di presentazione e di comportamento prescritte dalle disposizioni normative riguardanti la sua attività e quella dell'intermediario preponente, dagli orientamenti interpretativi di “livello 3” (adottati dalle competenti Autorità nazionali, comunitarie e internazionali) dalle linee guida associative validate dalla Consob alle quali l'intermediario preponente abbia prestato adesione nonché dai codici di autodisciplina dell'Associazione di riferimento dell'intermediario preponente, quali di tempo in tempo vigenti;
- conosca gli obblighi gravanti sull'intermediario preponente nello svolgimento dei servizi predetti e ne curi l'adempimento fuori sede;
- conosca e osservi le procedure adottate dall'intermediario preponente, ivi comprese quelle concernenti:
 - l'identificazione e l'adeguata verifica del cliente e del titolare effettivo del rapporto o dell'operazione, previste dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, e successive modifiche e integrazioni, in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo;
 - la rendicontazione delle operazioni eseguite dalla clientela;
 - la conservazione della documentazione inerente ai rapporti con la clientela;



- la prevenzione dei reati che possono implicare una responsabilità amministrativa dell'intermediario preponente, ai sensi del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, e successive modifiche e integrazioni;
- la possibilità di accettare procure o incarichi dai clienti. A tal fine le procedure dell'intermediario preponente prevedono l'autorizzazione dell'organo amministrativo o della persona o funzione da esso delegata. Esse, tuttavia, non si applicano qualora il cliente sia coniuge, convivente o parente entro il secondo grado del Promotore finanziario e comunque nei casi di conferimenti di procure o di incarichi consentiti dalle disposizioni di legge o di regolamento. In ogni caso, l'intermediario vieta al promotore finanziario di:
 - rappresentare i clienti o i potenziali clienti nella stipulazione di contratti con o tramite l'intermediario preponente, fatta eccezione per i casi in cui agisca in nome e per conto del coniuge, di conviventi o di parenti entro il secondo grado ovvero nella veste di legale rappresentante di persone fisiche prive in tutto o in parte della capacità di agire, purché queste ultime non siano clienti assistiti dallo stesso promotore finanziario;
 - ricevere dai clienti procure o incarichi a disporre in qualsiasi modo delle somme o di altri valori di pertinenza degli stessi;
 - ricevere incarichi di domiciliazione da soggetti diversi dal coniuge, dai conviventi o dai parenti entro il secondo grado;
 - essere cointestatari, con soggetti diversi dal coniuge, dai conviventi o dai parenti entro il secondo grado, di contratti aventi ad oggetto valori o strumenti finanziari, finalizzati alla prestazione di servizi di investimento, che i promotori stessi collochino.

Il Promotore finanziario esegue diligentemente i programmi di formazione e di aggiornamento professionale predisposti dall'intermediario preponente nel rispetto delle procedure da quest'ultimo adottate. Queste tengono conto dei criteri di seguito indicati.

- Gli intermediari adottano corsi di aggiornamento professionale dei Promotori finanziari in occasione di novità normative che impattano sulla loro attività nonché prima di procedere alla distribuzione di prodotti finanziari sostanzialmente innovativi.



-
- Gli intermediari demandano alla funzione aziendale all'uopo prescelta il compito di verificare con periodicità annuale la completezza e l'effettivo svolgimento dell'aggiornamento professionale dei promotori finanziari anche alla luce delle surriferite esigenze, integrando eventuali lacune formative nel rispetto delle procedure interne.
 - Fatte salve le norme che contemplano specifiche modalità di esecuzione della formazione ai fini della distribuzione di particolari tipologie di prodotti o servizi, l'aggiornamento professionale del promotore finanziario può essere curato anche mediante l'erogazione di corsi *on line* che consentano di verificarne la frequenza; ciò, anche ai fini del rilascio al medesimo dei relativi attestati.
 - Nei corsi in aula gli intermediari si possono avvalere di docenti esterni come di personale interno e/o di promotori finanziari appositamente selezionati sulla base di adeguati criteri di conoscenze e di esperienze didattiche.
 - L'attestato di frequenza può essere rilasciato al termine di ogni corso così come può essere cumulativo e comprendere fino a tutti i corsi espletati dal promotore finanziario nell'arco dell'anno solare; in ogni caso, deve essere rilasciato entro trenta giorni dal momento della cessazione del rapporto con il promotore finanziario.