

**Il promotore finanziario
tra consulenza e collocamento nella
Direttiva Mifid
I nuovi contratti**

Luca Frumento

Marzo 2008

**Il servizio di
Consulenza
in generale
(preMiFID e postMiFID)**

LA CONSULENZA FINANZIARIA NEL REGIME PREVIGENTE

Definizione

- fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica ed agli obiettivi del cliente stesso.

Disciplina

- era inclusa dall'articolo 1, comma 6, TUF tra i **servizi accessori**, dunque l'esercizio professionale nei confronti del pubblico non era riservato agli intermediari autorizzati (diversamente, nel regime della legge n. 1/91)

si trattava dunque di un'**attività libera**, esercitabile da **chiunque**

LA CONSULENZA FINANZIARIA NEL REGIME PREVIGENTE

La consulenza, nell'elaborazione della **Consob**, era caratterizzata da

- a) esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente
- b) posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati
- c) inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare
- d) unica remunerazione percepita dal consulente è quella pagata dal cliente

La tradizionale **duplice** accezione di consulenza

- **oggettiva o indipendente**
- **propedeutica o strumentale**

LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA MIFID

Definizione primaria

“Prestazione di **raccomandazioni personalizzate** ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad **una o più operazioni** relative a strumenti finanziari” (art. 4, par. 1, n. 4, Dir. Mifid I)

Definizione di dettaglio

“Raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Tale raccomandazione deve essere presentata come **adatta** per tale persona, o deve essere basata sulla **considerazione delle caratteristiche di tale persona**, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione (...). Una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico” (art. 52 Dir. Mifid II).

LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA MIFID

Disciplina

La consulenza non costituisce più un servizio accessorio ma un **servizio di investimento** (analogamente al regime della legge n. 1/1991), che può essere svolto **soltanto da soggetti abilitati**

→ ciò in ragione *"... della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate"* ('considerando' n. 3 Dir. Mifid I).

Esenzione

La consulenza svolta nell'esercizio di altra attività professionale, purché non specificamente remunerata

Esclusioni

- la consulenza destinata ad un pubblico indistinto
 - la consulenza generica
 - studio, ricerca ed analisi
-

LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA NORMATIVA DI RECEPIMENTO

Art. 18-bis T.U.F. (d. lgs. 164/07)

1. La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, **di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.**
- 2 E' istituito l'albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta, in conformità alle disposizioni emanate ai sensi del comma 5, provvede un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sentite la Banca d'Italia e la Consob.

(...)

La previsione di **regolamento ministeriale** su

requisiti di

- professionalità
- onorabilità
- indipendenza
- patrimoniali

- istituzione e funzionamento ordine
- modalità di accesso alla professione
- regole di condotta (richiamo a codice deontologico)
- attribuzioni ordine
- vigilanza Consob

La consulenza e il promotore finanziario

- **Compatibilità**
- **Consulenza 'endoprofessionale'**

(preMiFID e post MiFID)

IL REGIME DI COMPATIBILITÀ TRA ATTIVITÀ DI P.F. E LA CONSULENZA FINANZIARIA ANTE MIFID: RICOGNIZIONE DELLA NORMATIVA

Art. 92 Reg. Consob 11522/98

1. L'attività di promotore è incompatibile:

- a) con l'esercizio dell'attività di **consulenza** di cui all'articolo 1, comma 6, lettera f), del Testo Unico, salvo il caso che l'attività sia svolta per conto del soggetto abilitato per il quale opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo
(...)

- 🌐 **regola generale** la consulenza è attività libera (servizio accessorio) che può essere svolta da chiunque
- 🌐 **eccezione**salvo che dal promotore finanziario
- 🌐 **eccezione dell'eccezione** ...salvo che per soggetto di appartenenza o società del gruppo

IL REGIME DI COMPATIBILITÀ TRA ATTIVITÀ DI P.F. E LA CONSULENZA FINANZIARIA ANTE MIFID: LA PRASSI APPLICATIVA DELLA CONSOB

Il divieto ex art. 92 ha riguardo esclusivamente:

- **al promotore finanziario 'operativo'**

Il p.f. iscritto all'albo ma privo di mandato può svolgere attività di consulenza

- **alla consulenza c.d. 'oggettiva'**

Il p.f. può svolgere attività di consulenza 'generica'

“L'attività di un promotore finanziario consistente nella tenuta di una rubrica quotidiana su un sito Internet, con la quale effettuare commenti generici sull'andamento dei mercati, senza in alcun modo proporre o consigliare qualsiasi sorta e tipo di prodotto e senza ricevere alcun compenso, non integra il servizio di consulenza e, pertanto, può essere liberamente prestata dal promotore finanziario che dovrà, comunque, attenersi alle norme di diritto comune e usare la diligenza e la professionalità richieste dalla natura della prestazione” (com. Consob 81423/00)

IL REGIME DI COMPATIBILITÀ TRA ATTIVITÀ DI P.F. E LA CONSULENZA FINANZIARIA POST MIFID: RICOGNIZIONE DELLA NORMATIVA

L'Art. 106 Reg. 16190/07 ha abrogato la previgente disposizione di incompatibilità della consulenza per il p.f.

Ratio dell'abrogazione

"Ciò premesso ed avuto riguardo al citato principio di generale compatibilità contemplato dalla direttiva 2004/39/CE:

- a) appare **contraddittorio**, sotto il profilo sistematico, includere l'attività di consulenza nell'ambito di un articolo concernente le attività incompatibili con quella di promotore finanziario;*
- b) è inoltre **ridondante** specificare in sede regolamentare che l'attività di consulenza - se prestata per conto del soggetto abilitato per il quale il promotore opera - è attività compatibile con quella di promotore finanziario. Nel caso specifico, tale compatibilità deriva direttamente dalle disposizioni primarie;*
- c) infine, la possibilità di svolgere la consulenza per conto di qualsiasi soggetto **appartenente al gruppo** a cui appartiene il soggetto abilitato per conto del quale il promotore opera è coerente con l'odierna inclusione della consulenza nel novero dei servizi accessori ma è contraria al rispetto della regola del "monomandato" stabilita sia dalle norme comunitarie [art. 4, paragrafo 25) ed art. 23 della direttiva 2004/39/CE] sia dalla legislazione nazionale in materia di offerta fuori sede di servizi d'investimento, nell'ambito dei quali la consulenza è inclusa dalla stessa direttiva.*

Si ritiene quindi di dover abrogare la disposizione di cui all'art. 92, lett. a), del vigente Regolamento Intermediari" (doc. consultazione Consob su bozza reg. 16190/07)

**IL REGIME DI COMPATIBILITÀ TRA ATTIVITÀ DI P.F. E LA CONSULENZA FINANZIARIA
POST MIFID: LA BOZZA DEL REGOLAMENTO ATTUATIVO ART. 18-BIS TUF**

Art. 3

(Esenzione dalla prova valutativa)

- "1. Fermo restando il possesso del titolo di studio di cui all'articolo 2, comma 1, sono esonerati dalla prova valutativa di cui all'articolo 2, comma 2:
- a) i **promotori finanziari** regolarmente iscritti al relativo albo;
- (...)"

Art. 6

(Requisiti di indipendenza ed incompatibilità)

- "1. Non possono essere iscritti ovvero mantenere l'iscrizione all'Albo coloro che:
- a) non dichiarino al momento dell'iscrizione e non conservino per tutto il periodo dell'iscrizione la **piena indipendenza ed autonomia** da:
 - 1) altri soggetti abilitati all'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento;
 - 2) imprese di assicurazione;
 - 3) altri soggetti che emettono o **intermediano prodotti finanziari**;
 - b) **svolgano altra attività o assumano altro incarico, a qualsiasi titolo, nei confronti dei soggetti di cui alla lettera a)**;
 - c) rientrino in una delle cause di incompatibilità determinate dalla Consob, con proprio regolamento, ai sensi dell'articolo 18-bis, comma 5, lettera c), del decreto legislativo n. 58/1998.
2. L'accertamento della mancanza ovvero della perdita dei requisiti di indipendenza o il determinarsi di una causa di incompatibilità comporta l'applicazione della sanzione di cui all'articolo 18-bis, comma 4, lettera b) del decreto legislativo n. 58/1998 con provvedimento motivato emanato dall'organismo".

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME ANTE MIFID

Il p.f. svolge attività di consulenza 'propedeutica' e 'funzionale' al collocamento

.....che si distingue nettamente dalla consulenza c.d. oggettiva stante il difetto di:

- bilateralità
 - autonoma retribuzione
 - numero potenzialmente indeterminato prodotti/servizi
 - equidistanza da intermediari
-

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME ANTE MIFID

Il difficile 'bilanciamento' della consulenza propedeutica del p.f.

- **difetto di consulenza** responsabilità del p.f. per negligenza e violazione dei canoni di informazione e correttezza
- **eccesso di consulenza** ipotesi di gestione patrimoniale surretizia

“Non è possibile valutare a priori ed in termini generali l'eventualità che da un servizio di consulenza personalizzata prestata tramite promotori possa scaturire in concreto un'ipotesi di **attività abusiva di gestione di portafogli d'investimento**; è necessaria pertanto una valutazione caso per caso con riferimento alle singole fattispecie concrete” (com. 1083623/01)

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

Art. 4, par. 1, n. 25 MiFID I

*"agente collegato": persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari e/o **presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari**"*

Art. 23, par. 1, cit.

Le imprese di investimento possono avvalersi di agenti collegati *"per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e **prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese**"*.

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

la preposizione del p.f. al servizio di consulenza

duplice premessa:

- servizio di consulenza in capo all'intermediario (oltre al collocamento)
- formale attribuzione di incarico al p.f. dell'incarico di advisor

La gestione del conflitto di interessi

La continuità con la prassi Consob ante MiFID

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

Collocamento e consulenza - differenti regimi

Il test di appropriatezza per il collocamento e la possibilità di *disclaimer*

- **regola**

il test di adeguatezza per la consulenza e il difetto di *disclaimer*

- **eccezione**

interpretazione di stretto diritto della consulenza

- **si intende evitare il regime di non *disclaimer* nell'ambito del collocamento**

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

il favor della Consob per il binomio consulenza-collocamento

*"In materia, si osserva che non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") **il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la "consulenza in materia di investimenti"** (linee guida. Consob sulla consulenza)*

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

La consulenza generica (*financial planning; asset allocation*) svolta dal promotore finanziario

- **autonoma** consulenza
- **accessiva a** collocamento

Facoltà di autonoma retribuzione

LA CONSULENZA 'ENDOPROFESSIONALE' RESA DAL PROMOTORE FINANZIARIO NEL REGIME POST MIFID

il possibile ruolo *all inclusive* del promotore finanziario

- i) consulenza generica
- ii) consulenza in senso stretto
(valutazione di adeguatezza)
- iii) collocamento (valutazione di appropriatezza)
- iv) assistenza post vendita

La necessità di rimedi  organizzativi
 informativi

per comprimere il rischio di conflitto di interessi

Il contratto di investimento PostMiFID

ESAME DI CONTRATTO TIPO DI COLLOCAMENTO E DI CONSULENZA

La filosofia del contratto-quadro (collocamento + consulenza)

Gli elementi del contratto

- Parte anagrafica
- Privacy
- Disciplina del servizio di collocamento
- Disciplina del servizio di consulenza
- Informativa sul conflitto di interessi/inducement
- Attestazioni sulla classificazione del cliente
-

 Gli allegati

ESAME DI CONTRATTO TIPO DI COLLOCAMENTO E DI CONSULENZA

Informazioni dal cliente

Conoscenza del prodotto/servizio



appropriatezza + adeguatezza

- ❖ azioni
- ❖ obbligazioni
- ❖ fondi
- ❖ gestioni
- ❖ prodotti complessi
- ❖

Esperienza nei servizi di investimento



appropriatezza + adeguatezza

- ❖ scolarità
- ❖ professione
- ❖ precedenti operazioni
- ❖ valore/frequenza operazioni
- ❖

ESAME DI CONTRATTO TIPO DI COLLOCAMENTO E DI CONSULENZA

Informazioni dal cliente

Obiettivi di investimento



adeguatezza

- ❖ orizzonte temporale
- ❖ propensione al rischio
- ❖ finalità dell'investimento
- ❖ ...

Situazione finanziaria





adeguatezza

- ❖ patrimonio
- ❖ reddito
- ❖ impegni finanziari
- ❖ ...

ESAME DI CONTRATTO TIPO DI COLLOCAMENTO E DI CONSULENZA

Informazioni dal cliente

Rifiuto di rendere informazioni

-  conoscenza/esperienza
-  situazione finanziaria/obiettivi investimento

Solo per il test di appropriatezza  necessità di *disclaimer*

→ **NO per il test di adeguatezza**
