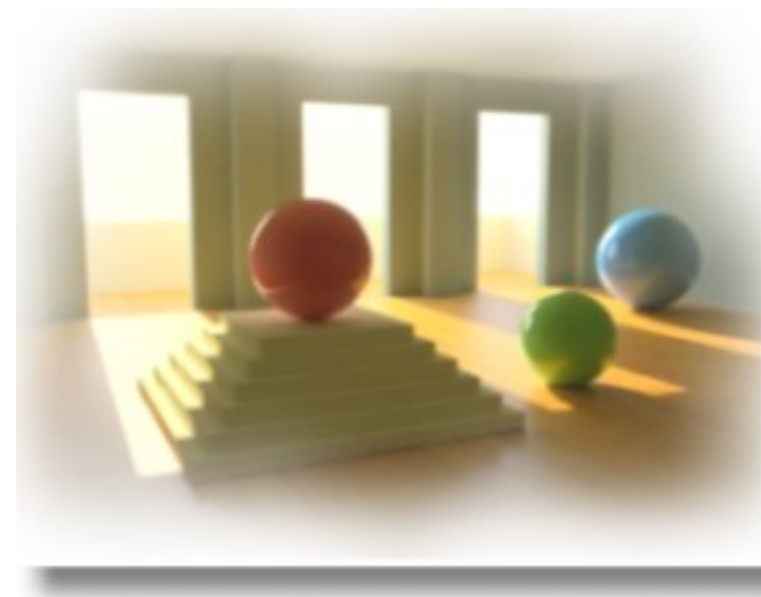




## DAL COLLOCAMENTO ALLA CONSULENZA. COSA CAMBIA DAL 1 NOVEMBRE 2007

Il complesso della nuova normativa può essere agevolmente reperito sui siti di **Consob**, **Banca d'Italia**, **Ministero del Tesoro**.



### LA DIRETTIVA MIFID IN SINTESI

**Mifid** (Markets in Financial Instruments Directive) è la **direttiva comunitaria** che si propone di promuovere una sostanziale omogeneità dei mercati finanziari all'interno dell'area europea.

La direttiva segna il passaggio da una precedente linea di **armonizzazione minima** (direttiva del 1993) a una linea di **armonizzazione forte** con l'esplicito scoraggiamento all'introduzione di regole ulteriori a livello nazionale.

L'obiettivo è creare un sistema normativo equivalente in tutti i paesi della Comunità (principio del "livellamento del campo di gioco") così da permettere ai diversi protagonisti del mercato di operare alle stesse condizioni in tutta l'area e rafforzare la protezione degli investitori tenendo conto delle esperienze dell'ultimo decennio.

In Italia, la direttiva è stata recepita con il Decreto Legislativo n° 164 del 17 settembre 2007 che entra in vigore il 1 novembre 2007 (di seguito il Decreto).

Per dare efficacia alla direttiva, sono state emanati il nuovo regolamento Intermediari Consob n° 16190/07 (di seguito NRI), il nuovo regolamento mercati Consob n° 16191/07 ed il regolamento congiunto Banca d'Italia, Consob del 29/10/07.



## CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

E' una delle novità di cui si è più parlato a proposito di Mifid.

Per la verità in Italia la "**consulenza in materia di valori mobiliari**" aveva fatto una prima apparizione come servizio di investimento, oggetto di riserva e di apposita autorizzazione, nella legge 1/91 istitutiva delle Sim (i promotori finanziari già sul mercato a quella data ricordano che fu proprio la riserva di attività agli intermediari autorizzati la giustificazione della definizione di "promotori finanziari" al posto di "consulenti finanziari"). Prima ancora di trovare una sua identità tra le numerose novità introdotte dalla legge del 1991, la consulenza era stata declassata dalla direttiva 93/22/Cee a servizio accessorio e tale era stata considerata dal decreto del 1996 che recepiva la direttiva e dal Testo Unico della Finanza del 1998.

Il Decreto introduce (o meglio reintroduce) la consulenza tra i servizi di investimento che vanno **autorizzati** e **regolamentati** ma, questa volta, la consulenza assume un rilievo di primo piano nell'attività degli intermediari e degli "agenti collegati" che per essi operano in esclusiva.

L'art. 19 del Decreto dispone infatti che gli intermediari già autorizzati alla prestazione di uno o più servizi di investimento al 31 ottobre 2007 sono **automaticamente autorizzati** anche all'attività di consulenza, a meno che entro il 30 novembre 2007 rinuncino a tale autorizzazione.

L'attività di consulenza in materia di investimenti è definita dal Decreto come "**la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari**".

L'elemento caratterizzante dell'attività di consulenza in materia di investimenti è dunque, in primo luogo, la **personalizzazione**, in secondo luogo **l'oggetto della consulenza** che è lo strumento finanziario.



Il Decreto precisa che la raccomandazione è personalizzata quando è **presentata** come **adatta al cliente** o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente in funzione dei suoi obiettivi d'investimento e della sua situazione finanziaria.

Una raccomandazione **non è personalizzata** se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.

Si configura come servizio di consulenza quando ha per oggetto la realizzazione di un'operazione quale: comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento.

Pertanto affinché si possa parlare di consulenza è necessario che la "**raccomandazione personalizzata**" sia diretta a un singolo investitore, sia fondata sulle caratteristiche personali del cliente e riguardi una specifica operazione di investimento in strumenti finanziari.

**La normativa non pone nessun ulteriore vincolo circa la neutralità o l'ampiezza dell'ambito di raccomandazione: la consulenza in materia di investimenti può dunque essere esercitata nel perimetro dei prodotti e servizi offerti dall'intermediario.**

**Si riconosce in sostanza che l'attività svolta dal promotore finanziario nell'individuare e suggerire lo strumento di investimento adatto al singolo cliente all'interno dell'offerta della propria sim o banca è, a pieno titolo, consulenza.**



Nella prestazione del servizio di consulenza con collocamento le Sim, attraverso i promotori finanziari, presteranno i servizi oggetto del collocamento e raccomandazioni personalizzate al cliente.

Il servizio di collocamento sarà preceduto da una consulenza generica che consiste in raccomandazioni relative a tipi di servizi, strumenti e prodotti finanziari. Il servizio prevede inoltre l'assistenza in fase successiva al collocamento, con particolare riferimento alla prestazione di servizi di informativa, analisi e supporto alle decisioni del cliente, all'effettuazione di operazioni successive, inclusi versamenti, sottoscrizioni aggiuntive, operazioni di disinvestimento, riscatto, o altro.



## La consulenza delle persone fisiche

L'attività di consulenza potrà essere svolta anche da persone fisiche obbligatoriamente iscritte in un apposito Albo che sarà istituito a giugno del 2008.

Il Ministero del Tesoro ha predisposto il regolamento istitutivo dell'Albo dei Consulenti Finanziari che in larga parte richiama quello dei promotori finanziari.

L'Albo sarà gestito da un Organismo dotato di natura associativa vigilato dalla Consob.

I requisiti per l'iscrizione all'Albo sono una laurea in materie economiche o giuridiche, onorabilità, indipendenza.

L'iscrizione è subordinata al superamento di una prova, dalla quale sono esonerati diversi soggetti dotati di esperienze professionali idonee.

I promotori finanziari, purché laureati, sono tra i soggetti ammessi senza esame all'istituendo Albo dei Consulenti Finanziari.

Naturalmente se un promotore finanziario decide di svolgere l'attività di consulente come persona fisica, iscrivendosi all'Albo dei Consulenti, deve rinunciare a qualsiasi legame con una società di investimento o una assicurazione o società emittenti (per soddisfare il requisito dell'indipendenza).

Le persone fisiche che intendono svolgere attività di consulenza in materia di investimenti dovranno sottoscrivere polizze assicurative contro la responsabilità derivante da negligenza professionale, con coperture di almeno 1.500.000 euro l'anno e di almeno 1.000.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo.

## IL CONTRATTO

La fornitura di servizi di investimento (eccetto la consulenza) si instaura sulla base di un contratto scritto che illustra: i servizi forniti e le loro caratteristiche nonché le prestazioni dovute; il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo o modifica; le modalità con le quali il cliente può impartire disposizioni; la documentazione dovuta al cliente; la soglia di perdita oltre la quale il cliente va informato (nella raccolta ordini e gestione di portafogli); la remunerazione percepita dall'intermediario o i criteri oggettivi per la sua determinazione; **le modalità con le quali i servizi oggetto del contratto sono connessi con la consulenza**; eventuali altre condizioni contrattuali e procedure di conciliazione.

La necessità di prevedere un contratto sussiste anche laddove il servizio di investimento prestato sia il solo collocamento.

Nel Regolamento Consob 11522/98 ora abrogato (art. 30) il collocamento era escluso dall'obbligo di contratto che riguardava invece gli altri servizi.

Se il servizio offerto è la **gestione di portafogli**, il contratto contiene ulteriori informazioni circa le caratteristiche del servizio secondo linee non molto diverse da quelle attualmente in vigore.

## ADEGUATEZZA, APPROPRIATEZZA, EXECUTION ONLY

Il Regolamento Consob 11522/98 ora abrogato prescriveva (art. 29) che l'intermediario si astenesse "dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni **non adeguate** per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione." La valutazione di adeguatezza discendeva dalla disamina di una serie di informazioni che l'intermediario era tenuto a raccogliere dal cliente.

Nella nuova disciplina, il concetto di adeguatezza si scompone in due distinti livelli:

- l'adeguatezza, che attiene solo la prestazione di **consulenza** e di **gestione patrimoniale** ma è più impegnativa rispetto a quella precedentemente prevista
- l'appropriatezza, che attiene tutti gli altri servizi e in particolare, per quel che qui interessa, il collocamento.

Viene introdotto poi un terzo livello di rapporto, quello della semplice esecuzione di un ordine (Execution Only) che libera l'intermediario sia dell'obbligo di raccogliere informazioni sul cliente sia da stringenti responsabilità nei suoi confronti (e di tale assenza di responsabilità il cliente viene esplicitamente informato).

La possibilità di applicare questa modalità di servizio si applica esclusivamente a strumenti finanziari non complessi, liquidi e negoziati su mercati regolamentati.

Tale modalità è prevista soltanto per i clienti che lavorano in autonomia (ad es. con applicativi internet).



La **valutazione di adeguatezza** è il livello più alto di tutela del cliente e presuppone che l'intermediario disponga di informazioni sufficienti a valutare la coerenza dell'operazione agli obiettivi del cliente, alle sue competenze e alle sue disponibilità economiche.

**In assenza di informazioni sufficienti a valutare l'adeguatezza dell'operazione, l'intermediario non può prestare a quel cliente servizi di consulenza o di gestione patrimoniale.**

Il Nuovo Regolamento elenca il livello massimo di informazioni necessarie a valutare l'adeguatezza del servizio o dello strumento al cliente. Si va dalla conoscenza delle competenze specifiche del cliente alla conoscenza degli obiettivi dell'investimento, della sua situazione finanziaria intesa come fonte e consistenza dei suoi redditi regolari, del patrimonio complessivo, dei suoi impieghi e degli impegni finanziari.



Il cliente deve essere consapevole che il suo rifiuto a fornire le informazioni chieste riduce le tutele a suo favore declassando il rapporto a semplice collocamento: la società in tal caso si limita a valutare l'appropriatezza dell'operazione.

La **valutazione di appropriatezza**, che attiene il servizio di collocamento, richiede all'intermediario di accertare sostanzialmente che il cliente abbia capito l'operazione che sta per effettuare, in particolare sotto il profilo dei rischi. Le informazioni da richiedere al cliente riguardano infatti la sua conoscenza e la sua esperienza nel settore di investimento specifico.

Qualora, sulla base delle informazioni raccolte, l'intermediario ritenga che lo strumento o il servizio **non siano appropriati** comunica tale giudizio al cliente senza che questo pregiudichi la libertà del cliente di procedere con l'operazione.

Se il cliente non fornisce le informazioni richieste o se le informazioni raccolte non sono sufficienti, l'intermediario si limita ad avvertire il cliente che non è in grado di valutare l'appropriatezza dell'investimento, prima di dar corso alla disposizione.

## REGOLE DI COMPORTAMENTO DEI PROMOTORI FINANZIARI

Quando la società di investimento opera tramite PF, sono costoro a farsi carico della raccolta di informazioni necessarie alla società per valutare adeguatezza o appropriatezza. Di conseguenza viene modificata la parte del **Regolamento Consob** che riguarda le regole di comportamento dei Promotori Finanziari. In relazione ai servizi di consulenza e gestione di portafogli, il promotore chiede al cliente e al potenziale cliente tutte le informazioni necessarie. Ove manchi l'autorizzazione al servizio di consulenza in capo all'intermediario o in assenza delle informazioni necessarie, il promotore non può prestare raccomandazioni personalizzate.

### Tre categorie di clienti

Nell'applicazione delle regole di comportamento previste dal Decreto si distinguono tre categorie di clienti:

I CLIENTI PROFESSIONALI (DI DIRITTO O SU RICHIESTA)	LE CONTROPARTI QUALIFICATE	I CLIENTI AL DETTAGLIO
--	----------------------------	------------------------

I **clienti professionali di diritto** sono innanzi tutto quelli definiti dalla direttiva, ossia tutti i soggetti che devono essere autorizzati per operare sui mercati finanziari (banche, assicurazioni, Oicvm e società di gestione, negozianti, investitori istituzionali) ma anche le imprese di grandi dimensioni che soddisfino almeno due dei seguenti criteri: 20 mln di euro bilancio; 40 mln di euro di fatturato medio, 2 mln di fondi propri.

Esistono poi i **clienti professionali privati "su richiesta"**. Clienti cioè che chiedono per iscritto all'intermediario di essere classificati come tali.

Si tratta di soggetti con competenze idonee a svolgere un ruolo di amministratore o dirigente in una società autorizzata a operare nel settore finanziario e che soddisfano almeno due delle seguenti condizioni:

- aver effettuato almeno 10 operazioni di dimensioni significative per ciascuno dei quattro trimestri precedenti
- avere un portafoglio di strumenti finanziari (compresa la liquidità) superiore a 500.000 euro
- lavorare o aver lavorato per almeno un anno nel settore finanziario in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni previste.

I clienti professionali **devono essere informati** per iscritto dall'intermediario della loro classificazione e del diritto a chiedere le medesime tutele dei clienti al dettaglio.



I clienti attualmente considerati "operatori qualificati" purché rientrino nelle nuove regole sopra indicate possono essere considerati clienti professionali **senza obbligo** di nuova comunicazione.

Le **controparti qualificate** sono innanzi tutto le imprese di investimento, le banche, le assicurazioni, gli Oicvm e le rispettive società di gestione, i governi e i loro uffici...

Alle controparti qualificate non si applicano le norme di tutela previste per i clienti al dettaglio.

Controparti qualificate e clienti professionali devono tuttavia essere informati del loro diritto a essere trattati come clienti retail e avere pertanto tutte le protezioni operative e informative dovute ai clienti retail sia in generale sia per singole operazioni.

Per esclusione, tutti coloro che non sono né clienti professionali né controparti qualificate sono clienti al dettaglio e a loro si applicano gli obblighi informativi e comportamentali volti alla loro tutela in relazione ai servizi di cui si avvalgono.



## INCENTIVI

Il Decreto prescrive che le imprese di investimento possano essere remunerate solo dal cliente e che qualsiasi altro compenso (anche non monetario) debba essere rivelato al cliente e finalizzato a **migliorare il servizio** che gli viene prestato.

In una realtà come quella italiana, nella quale l'intermediario che si interfaccia con il cliente è quasi sempre un distributore, il tema degli incentivi (così è stato tradotto il termine inglese inducements) è stato oggetto di particolare attenzione.

La società di investimento che svolge l'attività di collocamento si trova infatti nella condizione di ricevere i propri compensi **non direttamente dal cliente**, ma dalle società/prodotto alle quali il cliente paga commissioni di gestione che remunerano l'intero processo gestione-collocamento-assistenza post vendita. Gli orientamenti fin d'ora delineati fanno presumere che:

- dovrà essere esplicitato nella fase contrattuale il compenso (modalità ed entità) dell'intermediario che si interfaccia direttamente con il cliente
- dovranno essere precisate le obbligazioni dell'intermediario a fronte dei compensi
- dovrà essere evidente il vantaggio del cliente a fronte dei compensi sia monetari (retrocessioni dalle società di gestione) sia di altra natura (ricerche, pubblicazioni, strumenti di lavoro...).

## INFORMAZIONI E COMUNICAZIONI PUBBLICITARIE E PROMOZIONALI

Le prescrizioni del Decreto e del NRI non si discostano in modo sensibile da quelle attualmente in vigore.

**Si sottolinea** l'impegno alla chiarezza e comprensibilità: non possono essere presentati i vantaggi per gli investitori senza un'indicazione corretta ed evidente dei rischi. Nel caso di informazioni sui risultati, queste non possono costituire l'elemento predominante della comunicazione.

## ATTIVITA' DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

La regolamentazione della gestione collettiva del risparmio è in una linea di continuità con quella attualmente in vigore.

Tra le novità:

- enfasi sul concetto di indipendenza. Le SGR e Sicav devono assicurare che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente
- **rimozione dell'obbligo** di pubblicare su un quotidiano nazionale gli avvisi della disponibilità dei prospetti periodici e dei rendimenti comparati
- **obbligo** di mettere a disposizione degli investitori la composizione del portafoglio degli Oicr su base semestrale e con maggiore dettaglio (primi 50 titoli e tutti quelli che superano lo 0,5% dell'asset)
- **obbligo** di introdurre una "misura di rischio" per i fondi che non hanno benchmark e di raffrontare i rendimenti con questo parametro. E' chiara l'intenzione di intervenire sugli ormai diffusissimi fondi flessibili rendendoli confrontabili se non con un benchmark tradizionale con un indicatore di rischio.

## CONCORRENZA NEI MERCATI DI NEGOZIAZIONE

L'innovazione principale introdotta dalla Mifid è l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati (Borse) la previsione che gli intermediari autorizzati possano operare su diversi sistemi di scambi, a patto che siano salvaguardati criteri di trasparenza e garanzia per gli investitori.

Cade il monopolio delle Borse che, dalla fine degli anni novanta, si erano trasformate da strutture di natura mutualistica in società per azioni avviando contemporaneamente un processo di aggregazioni ancora in corso.

Il Decreto disciplina tre tipologie di piattaforme di negoziazione:

### **Mercati regolamentati**

Sistemi multilaterali, amministrati **e/o gestiti dal gestore del mercato** che consentono o facilitano l'incontro (al loro interno e in base alle loro regole non discrezionali) di interessi multipli di acquisto o di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari.

### **MTF Multilateral Trading Facilities**

Sistemi multilaterali, **gestiti da un'impresa di investimento** o da un gestore del mercato, che consentono l'incontro (al loro interno e in base alle loro regole non discrezionali) di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari.

### **Internalizzatori sistematici**

Imprese di investimento che **in modo organizzato, frequente e sistematico** negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF.

Il presente documento ha esclusivamente scopo informativo e le descrizioni di società o prodotti finanziari in esso menzionati non si propongono di essere esaustive.

Esso non è, e quindi non va inteso, quale sollecitazione all'investimento né quale offerta di vendita o di acquisto di valori mobiliari.

Tutte le informazioni e le opinioni ivi contenute si basano su fonti ritenute, in buona fede, affidabili, tuttavia il Sito non fornisce alcuna garanzia, espressa o implicita, circa l'accuratezza, la completezza e la correttezza delle stesse. Pertanto InvestireConsapevoli non si riterrà responsabile di eventuali danni derivanti dall'utilizzo di tale documento.