

# I prodotti del mercato mobiliare

Luciano M. Quattrocchio

## SOMMARIO:

1. Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari: nozione. – 2. I servizi e le attività di investimento. – 2.1. La categoria generale. – 2.2. I servizi accessori. – 3. Lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento. – 3.1. I soggetti. – 3.2. L'ambito geografico di operatività. – 3.3. L'offerta fuori sede. – 3.4. La promozione e il collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e di strumenti finanziari. – 3.5. La gestione di portafogli. – 4. La classificazione della clientela e i doveri di comportamento dell'intermediario. – 4.1. La classificazione della clientela. – 4.2. I doveri di comportamento. – 4.2.1. Principi generali. – 4.2.2. La separazione patrimoniale. – 4.2.3. I contratti. – 4.2.4. La disciplina delle informazioni fornite alla clientela. – 4.2.5. Le informazioni fornite dal cliente. – 4.2.6. Le semplificazioni. – 5. L'esecuzione degli ordini per conto dei clienti. – 5.1. Principi generali. – 5.2. La prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli. – 6. La gestione degli ordini dei clienti. – 7. Gli incentivi. – 8. La rendicontazione. – 9. I rapporti con controparti qualificate.

## 1. *Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari: nozione*

I termini prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari hanno un preciso significato giuridico, che differisce da ciò che comunemente si intende nella letteratura economica e finanziaria, ove vengono usati promiscuamente per indicare qualsiasi strumento diretto al trasferimento della moneta nello spazio (assegni bancari, carte di credito, ecc.) o nel tempo (depositi bancari, azioni, mutui, obbligazioni, ecc.), oppure volto al trasferimento del rischio (assicurazioni, *swap*, ecc.).

In particolare, i prodotti finanziari sono definiti dall'art. 1, comma 1, lett. *u*), t.u.f., il quale fa rientrare in tale categoria gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria, precisando che non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

Il rapporto fra prodotti finanziari e strumenti finanziari è, dunque, di genere a specie: gli strumenti finanziari rientrano, cioè, nella più ampia categoria dei prodotti finanziari.

La nozione di strumenti finanziari è stata introdotta nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. "Decreto *Eurosim*"), che ha dato attuazione alla direttiva comunitaria 10 maggio 1993, n. 22, relativa ai servizi di investimento. Successivamente, la nozione è stata modificata dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che ha dato attuazione alla c.d. "direttiva *MiFID*" ("*Market in Financial Instruments Directive*").

In particolare, l'art. 1, comma 2, t.u.f., nella nuova formulazione definisce gli strumenti finanziari, stabilendo che rientrano in tale (sotto)categoria: *a*) i valori mobiliari; *b*) gli strumenti del mercato monetario; *c*) le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio; *d*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», gli accordi per scambi futuri di tassi di interesse e gli altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie, che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti (identificabili come derivati finanziari); *e*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», gli accordi per scambi futuri di tassi di interesse e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *f*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*» e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *g*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», i contratti a termine («*forward*») e gli altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lett. *f*), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando – tra l'altro – se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (rientranti nella categoria dei derivati su merci); *h*) gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito (rientranti nella categoria dei derivati diversi); *i*) i contratti finanziari differenziali e, cioè, i contratti di acquisto e vendita di valuta, estranei a transazioni commerciali e regolati per differenza, anche mediante operazioni di rinnovo automatico (c.d. "*roll-over*") (rientranti nella categoria dei *derivati diversi*); *j*) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), gli «*swap*», i contratti a termine sui tassi d'interes-

se e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché gli altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando – tra l’altro – se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (rientranti nella categoria dei derivati diversi).

Come precisato dal successivo comma 4, sono altresì strumenti finanziari talune operazioni su valute (quelle individuate dal Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob), mentre non lo sono i mezzi di pagamento.

La nozione di strumenti finanziari – quindi – è “chiusa” dal punto di vista statico, in quanto sia la direttiva, sia il t.u.f. formulano un elenco ben preciso; diverso è il discorso sul piano dinamico, giacché l’art. 18, comma 5, lett. a), t.u.f., stabilisce che il Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob può individuare – al fine di tener conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie – nuove categorie di strumenti finanziari.

Dall’elencazione degli strumenti finanziari è agevole desumere che fra stessi e i valori mobiliari sussiste analogo rapporto di genere a specie, nel senso che i valori mobiliari costituiscono una specie di strumenti finanziari e – quindi – una *sub*-specie di prodotti finanziari.

La nozione di valori mobiliari è contenuta nel precedente comma 1-*bis* dello stesso art. 1 (introdotto *ex novo* dal già citato d.lgs. n. 164/2007), il quale prevede che per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e i certificati di deposito azionario; b) le obbligazioni e gli altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato, che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti, determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Dopo avere delineato l’ambito definitorio, occorre – sin da subito – sottoli-

neare che gli strumenti finanziari costituiscono oggetto dei servizi e (delle) attività di investimento.

## 2. I servizi e le attività di investimento

### 2.1. La categoria generale

I servizi e le attività di investimento comprendono una serie di attività, precisamente individuate. In particolare, a norma dell'art. 1, comma 5, t.u.f. (modificato dal già citato d.lgs. n. 164/2007), rientrano fra i servizi e (le) attività di investimento – quando hanno per oggetto strumenti finanziari – le seguenti categorie di operazioni: *a*) la negoziazione per conto proprio; *b*) l'esecuzione di ordini per conto dei clienti; *c*) la sottoscrizione e/o il collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (rientranti nella categoria dei servizi di collocamento); *c-bis*) il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (rientranti nella categoria dei servizi di collocamento); *d*) la gestione di portafogli; *e*) la ricezione e la trasmissione di ordini; *f*) la consulenza in materia di investimenti; *g*) la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Per negoziazione per conto proprio si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker* (propria del soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti). Una particolare modalità di negoziazione per conto proprio è quella svolta dal c.d. “internalizzatore sistematico”, cioè dal soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; esso rappresenta una sede di esecuzione degli ordini (c.d. “*trading venue*”) alternativa rispetto ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione (v. *infra*).

Rientra, invece, nell'ambito della gestione di portafogli la gestione – su base discrezionale e individualizzata – di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti.

La ricezione e trasmissione di ordini racchiude – oltre all'attività di ricezione e trasmissione di ordini – anche quella consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione).

La consulenza in materia di investimenti comprende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente; al contrario, non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.

Infine, per gestione di sistemi multilaterali di negoziazione si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi, relativi a strumenti finanziari.

Anche se i servizi e (le) attività di investimento costituiscono – dal punto di vista statico – un insieme “chiuso”, tuttavia – dal punto di vista dinamico – la relativa nozione è soggetta a modificazioni e integrazioni. Infatti, l'art. 18, comma 5, t.u.f., prevede che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori (v. *infra*), indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività.

## 2.2. I servizi accessori

La nozione di servizi accessori è contenuta nell'art. 1, comma 6, t.u.f. (modificato dal già citato d.lgs. n. 164/2007), il quale vi ricomprende: *a*) la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi; *b*) la locazione di cassette di sicurezza; *c*) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; *d*) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; *e*) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; *f*) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari; *g*) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento; *g-bis*) le attività e i servizi individuati con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob,

e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati.

### 3. Lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento

#### 3.1. I soggetti

Come sancito dall'art. 18 t.u.f., l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche. In particolare, le imprese di investimento che possono prestare alcune servizi e attività di investimento sono: – le società di gestione del risparmio, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dalle lett. *d*) ed *f*) dell'art. 1 t.u.f., al comma 5, oltre al servizio previsto dalla lett. *e*) del comma 5 del suddetto art., qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di fondi di investimento alternativi (c.d. "F.I.A."); – le società di gestione UE, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dalle lett. *d*) ed *f*) dell'art. 1, comma 5, t.u.f., qualora autorizzate nello Stato membro d'origine; – gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 t.u.b., che possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dalle lett. *a*) e *b*) dell'art. 1, comma 5, t.u.f., limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché i servizi previsti dalle lett. *c*) e *c-bis*) sempre del comma 5 dell'art. 1 t.u.f.; – le società di gestione di mercati regolamentati, che possono essere abilitate a svolgere l'attività di cui alle lett. *g*) dell'art. 1, comma 5, t.u.f.; – le società di intermediazione mobiliare, che possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché attività connesse o strumentali.

Anche in questo caso la categoria è "dinamica". Infatti, il successivo comma 5 stabilisce che il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob: *a*) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività; *b*) deve adottare le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività, nel rispetto delle disposizioni comunitarie.

Inoltre, l'art. 18-*bis* t.u.f. prevede che tale riserva di attività (relativa ai servizi e alle attività di investimento) 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, ed iscritte nell'albo dei consulenti finanziari (su cui v. *infra*) – di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

A tale fine è stato istituito l'albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta provvede un organismo composto da un presidente e quattro membri, di cui due in rappresentanza degli iscritti che li designano secondo le modalità fissate nello statuto dell'organismo, nominati tutti con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. I membri dell'organismo sono individuati tra persone di comprovate professionalità e competenza in materie finanziarie, giuridiche ed economiche.

I requisiti di professionalità per l'iscrizione nell'albo devono essere accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi, che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative.

Ancora, l'art. 18-ter t.u.f. stabilisce che – a decorrere dal 1° ottobre 2009 – la riserva di attività di cui sopra (relativa ai servizi e alle attività di investimento) non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza 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. A tale fine, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, può prevedere il possesso, da parte degli esponenti aziendali, dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza. A tale proposito, nell'albo sopra citato, è istituita una sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria.

### 3.2. *L'ambito geografico di operatività*

Quanto all'ambito geografico all'interno del quale possono essere prestati i servizi e le attività di investimento, l'art. 25 t.u.f. stabilisce che le Sim e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi e attività di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'art. 67. Inoltre, le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi e attività pos-

sono operare nei mercati regolamentati italiani. Possono – altresì – accedere ai mercati regolamentati, tenuto conto delle regole adottate dalla società di gestione, soggetti diversi alle seguenti condizioni: *i*) devono soddisfare i requisiti di onorabilità e professionalità; *ii*) devono disporre di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione; *iii*) devono disporre di adeguati dispositivi organizzativi; *iv*) devono disporre di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere. Tali soggetti, ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati.

Il successivo art. 26 t.u.f. prevede che le società di intermediazione mobiliare (c.d. "Sim") possono operare: *a*) in uno Stato comunitario, anche senza stabilirvi succursali; *b*) in uno Stato extracomunitario, anche senza stabilirvi succursali, previa autorizzazione della Banca d'Italia. E a tale fine la Banca d'Italia, sentita la Consob, stabilisce con regolamento: *i*) le norme di attuazione delle disposizioni comunitarie concernenti le condizioni necessarie e le procedure che devono essere rispettate perché le Sim possano prestare negli altri Stati comunitari i servizi ammessi al mutuo riconoscimento mediante lo stabilimento di succursali o la libera prestazione di servizi; *ii*) le condizioni e le procedure per il rilascio alle Sim dell'autorizzazione a prestare negli altri Stati comunitari, le attività non ammesse al mutuo riconoscimento e negli Stati extracomunitari i propri servizi.

In aggiunta, l'art. 27 t.u.f. prevede che – per l'esercizio dei servizi ammessi al mutuo riconoscimento – le imprese di investimento comunitarie possono stabilire succursali nel territorio della Repubblica; con l'avvertenza che il primo insediamento deve essere preceduto da una comunicazione alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato di origine e la succursale può iniziare l'attività decorsi due mesi dalla comunicazione.

Le imprese di investimento comunitarie possono esercitare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento nel territorio della Repubblica senza stabilirvi succursali, a condizione che la Consob sia stata informata dall'autorità competente dello Stato d'origine. In tale contesto, la Consob – sentita la Banca d'Italia – disciplina con regolamento le procedure che le imprese di investimento comunitarie devono rispettare per prestare nel territorio della Repubblica i servizi ammessi al mutuo riconoscimento, ivi incluse le procedure relative alle eventuali richieste di modifica da parte della Consob delle disposizioni riguardanti le succursali da stabilire nel territorio della Repubblica. Inoltre, la Consob, sentita la Banca d'Italia, disciplina con regolamento l'autorizzazione all'esercizio di attività non ammesse al mutuo riconoscimento comunque effettuato da parte delle imprese di investimento comunitarie nel territorio della Repubblica.



Quanto alle imprese di investimento extracomunitarie, l'art. 28 t.u.f. stabilisce che lo stabilimento in Italia della prima succursale di queste deve essere autorizzato dalla Consob, sentita la Banca d'Italia. L'autorizzazione è subordinata: *a)* alla sussistenza, in capo alla succursale, di requisiti corrispondenti a quelli previsti per le Sim; *b)* all'autorizzazione e all'effettivo svolgimento nello Stato d'origine dei servizi di investimento e delle attività dei servizi accessori che le imprese di investimento extracomunitarie intendono prestare in Italia; *c)* alla vigenza nello Stato d'origine di disposizioni in materia di autorizzazione, organizzazione e vigilanza equivalenti a quelli vigenti in Italia per le Sim; *d)* all'esistenza di apposite intese tra la Banca d'Italia, la Consob e le competenti autorità dello Stato d'origine; *e)* al rispetto nello Stato d'origine di condizioni di reciprocità, nei limiti consentiti dagli accordi internazionali. Tuttavia, la Consob, sentita la Banca d'Italia, può autorizzare le imprese di investimento extracomunitarie a svolgere i servizi e le attività di investimento e i servizi accessori senza stabilimento di succursali, sempreché ricorrano talune condizioni e venga presentato un programma concernente l'attività che si intende svolgere nel territorio della Repubblica. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può indicare, in via generale, i servizi e le attività che le imprese di investimento extracomunitarie non possono prestare nel territorio della Repubblica senza stabilimento di succursali.

Infine, l'art. 29 estende l'applicazione delle disposizioni del t.u.b. alla prestazione all'estero di servizi e attività di investimento e di servizi accessori da parte di banche italiane e alla prestazione in Italia dei medesimi da parte di banche estere.

### 3.3. *L'offerta fuori sede*

L'art. 30 t.u.f. disciplina l'offerta fuori sede, stabilendo che in essa rientrano la promozione e il collocamento presso il pubblico: *a)* di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento; *b)* di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività. Per contro, non costituisce offerta fuori sede: *i)* l'offerta effettuata nei confronti di clienti professionali; *ii)* l'offerta di propri strumenti finanziari rivolta ai componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, ai dipendenti, nonché ai collaboratori non subordinati dell'emittente, della controllante ovvero delle sue controllate, effettuata presso le rispettive sedi o dipendenze.

L'offerta fuori sede di strumenti finanziari può essere effettuata: – dai sog-

getti autorizzati allo svolgimento dei servizi previsti dall'art. 1, comma 5, lett. c) e c-bis); – dalle società di gestione del risparmio (c.d. “Sgr”); – dalle società di gestione UE; – dalle società di investimento a capitale variabile (c.d. “Sicav”); – dalle società di investimento a capitale fisso (c.d. “Sicaf”); – dai gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. “Gefia”) UE e non UE, limitatamente alle quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (c.d. “Oicr”). Inoltre, possono effettuare l'offerta fuori sede dei propri servizi e attività di investimento: – le imprese di investimento; – le banche; – gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 t.u.b.; – le Sgr; – le società di gestione UE e i Gefia UE e non UE; con la precisazione che, ove l'offerta abbia per oggetto servizi e attività prestati da altri intermediari, le imprese di investimento e le banche devono essere autorizzate allo svolgimento dei servizi di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, nonché di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente. Infine, le imprese di investimento possono procedere all'offerta fuori sede di prodotti diversi dagli strumenti finanziari e dai servizi e attività d'investimento, le cui caratteristiche sono stabilite con regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia.

Al fine di fornire un'adeguata tutela agli investitori, l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni, decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato (c.d. “diritto di ripensamento” o *jus poenitendi*). Tale facoltà deve essere indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore e l'omessa indicazione della facoltà di recesso (nei moduli o formulari) comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente (c.d. “nullità di protezione”).

La medesima disciplina si applica anche alla negoziazione per conto proprio, oltre che alle proposte contrattuali effettuate fuori sede; essa, inoltre, si estende ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e, limitatamente ai soggetti abilitati, ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione; per contro, non si applica alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea.

Da ultimo, l'art. 31 prevede che – per l'offerta fuori sede – le imprese di investimento, le Sgr, le società di gestione UE, le Sicav, le Sicaf, i Gefia UE e

non UE, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106 del t.u.b. e le banche devono avvalersi di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; con la precisazione che i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui si avvalgono le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, le società di gestione UE, i Gefia UE e non UE, le banche comunitarie ed extracomunitarie, sono equiparati – ai fini dell'applicazione delle regole di condotta – a una succursale costituita nel territorio della Repubblica.

### ***3.4. La promozione e il collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e di strumenti finanziari***

L'art. 32 t.u.f. prevede che la Consob, sentita la Banca d'Italia, può disciplinare con regolamento la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi e attività di investimento e di prodotti finanziari; ove, per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato.

In attuazione di tale disposto, l'art. 79 del regolamento intermediari prevede che – se autorizzate allo svolgimento dei servizi di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente – possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di prodotti finanziari, nonché di servizi e attività d'investimento prestati da altri intermediari: – le Sim; – le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia; – le imprese di investimento extracomunitarie; – le banche italiane e extracomunitarie; – le banche comunitarie con succursale in Italia e la società Poste Italiane; – gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 t.u.b., nei casi e alle condizioni stabiliti nel t.u.f.. In aggiunta, possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza anche dei servizi accessori e dei fondi pensione aperti: – le Sim; – le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia; – le imprese di investimento extracomunitarie. Ancora, possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di quote o azioni di Oicr: – le società di gestione del risparmio; – le società di gestione UE; – le Sicav; – le Sicaf; – i Gefia UE. Infine, se abilitate alla prestazione di servizi e attività di investimento in Italia possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza dei propri servizi e attività d'investimento: – le Sim; – le banche italiane auto-

rizzate alla prestazione di servizi di investimento; – gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art. 107 t.u.b., autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nei casi e alle condizioni stabiliti dal t.u.f.; – le società di gestione del risparmio; – le società di gestione UE; – i Gefia UE; – gli agenti di cambio; – la società Poste Italiane; – le imprese di investimento e le banche extracomunitarie; – le imprese di investimento e le banche comunitarie con succursale in Italia.

Il regolamento intermediari ha, peraltro, cura di precisare che le attività svolte nei confronti dei clienti professionali (su cui v. *infra*) non costituiscono promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Il successivo art. 80 del regolamento intermediari stabilisce che la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza non possono effettuarsi e – qualora intrapresi – devono essere immediatamente interrotti, nei confronti dei clienti che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione; a tale fine deve essere fornita espressa indicazione della possibilità, per i clienti, di opporsi al ricevimento in futuro di tali comunicazioni.

Infine, l’art. 81 del regolamento intermediari prevede che nella promozione e nel collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza i soggetti autorizzati devono osservare le disposizioni in tema di prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori (su cui v. *infra*).

Occorre, da ultimo, ricordare che il Codice del Consumo contiene – negli artt. 67-*bis* ss. – una disciplina *ad hoc* per la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori; intendendosi per servizi finanziari qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale.

In particolare, è prevista una dettagliata regolamentazione – tra l’altro – in materia di: *i*) informazione del consumatore prima della conclusione del contratto a distanza; *ii*) comunicazione delle condizioni contrattuali e delle informazioni preliminari; *iii*) diritto di recesso; *iv*) pagamento dei servizi prestati.

### 3.5. La gestione di portafogli

Nell’ambito del servizio di gestione di portafogli, l’art. 24 del t.u.f. prevede le seguenti regole di condotta: *a*) il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere; *b*) il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso dell’impresa di investimento, della società di gestione del risparmio o della banca ai sensi dell’art. 1727 c.c.; *c*) la rappresentanza per l’esercizio dei diritti di voto inerenti agli

strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa di investimento, alla banca o alla società di gestione del risparmio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Sono altresì nulli i patti contrari, ma la nullità può essere fatta valere solo dal cliente (c.d. "nullità di protezione").

#### 4. *La classificazione della clientela e i doveri di comportamento dell'intermediario*

##### 4.1. *La classificazione della clientela*

L'art. 26, comma 1, del regolamento intermediari, definisce il cliente come la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori, operando una distinzione fra cliente professionale – per tale intendendosi il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'allegato n. 3 al regolamento medesimo (v. *infra*) e il cliente professionale pubblico (individuati con regolamento dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob) – e cliente al dettaglio – e, cioè, il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata –.

L'allegato n. 3 al regolamento intermediari chiarisce che il *cliente professionale* (privato) è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume.

La categoria dei clienti professionali è composta dai soggetti individuati espressamente dal legislatore (c.d. "clienti professionali di diritto") e dai soggetti che richiedono di essere considerati clienti professionali, in relazione ai quali l'intermediario è tenuto ad effettuare una valutazione di carattere sostanziale delle caratteristiche del cliente e della sua idoneità ad essere classificato tra i clienti professionali (c.d. "clienti professionali su richiesta").

In particolare, sono considerati clienti professionali di diritto per tutti i servizi e gli strumenti di investimento – anzitutto – i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: – le banche; – le imprese di investimento; – gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; – le imprese di assicurazione; – gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi; – i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi; – i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; – i soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e

che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); – gli altri investitori istituzionali; – gli agenti di cambio.

Sono – inoltre – considerati clienti professionali le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: *i*) totale di bilancio: 20.000.000 Euro; *ii*) fatturato netto: 40.000.000 Euro; *iii*) fondi propri: 2.000.000 Euro. In tale caso, l'intermediario – prima di qualunque prestazione di servizi – deve informare il cliente che – sulla base delle informazioni di cui dispone – esso viene considerato di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente. L'intermediario deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione.

Sono – infine – considerati clienti professionali gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

I clienti professionali possono, comunque, richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione: dunque, spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto devono concludere un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio.

Come si è detto, oltre ai clienti professionali di diritto vi sono i clienti professionali su richiesta. In particolare, gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli sopra elencati – che ne facciano espressa richiesta – come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito; non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle dei clienti professionali.

La disapplicazione di regole di condotta (su cui v. *infra*) previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere – tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti – che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Nel corso

della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: *i*) il cliente deve avere effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione, con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; *ii*) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 Euro; *iii*) il cliente deve lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

L'allegato n. 3 del regolamento intermediari prevede un'apposita procedura per l'attribuzione della qualità di clienti professionali su richiesta. In particolare, i clienti possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta espletata la procedura seguente: *i*) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto; *ii*) l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; *iii*) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. Inoltre, prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti di cui sopra. Ciò nonostante, spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione; e, se l'intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali, deve adottare provvedimenti appropriati.

Infine, a norma dell'art. 6 t.u.f., per controparti qualificate si intendono: 1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106 e 113 t.u.b., le società di cui all'art. 18 t.u.b., gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti,

purché esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

Gli intermediari possono, su loro iniziativa o su richiesta del cliente trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata.

Per garantire un adeguato livello di conoscibilità, l'art. 35 del regolamento intermediari stabilisce che gli intermediari devono comunicare – su supporto duraturo – ai clienti la loro nuova classificazione in qualità di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata; devono, inoltre, informare i clienti – sempre su supporto duraturo – circa l'eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela del cliente. Quando è prescritto che le informazioni siano fornite su un supporto duraturo, gli intermediari: *i*) devono utilizzare un supporto cartaceo; *ii*) devono utilizzare un supporto duraturo non cartaceo, a condizione che tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge o si svolgerà il rapporto tra l'intermediario e il cliente, e il cliente o potenziale cliente sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest'ultimo.

## 4.2. I doveri di comportamento

### 4.2.1. Principi generali

L'art. 21 t.u.f., prevede che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori – i soggetti abilitati devono: *i*) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (c.d. “obblighi generali di correttezza e diligenza”); *ii*) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (c.d. “obblighi informativi”); *iii*) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti (c.d. “obblighi informativi”); *iv*) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività (c.d. “obblighi organizzativi”). Lo stesso articolo stabilisce, inoltre, che – nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei ser-



vizi accessori – le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art. 107 t.u.b., le banche italiane e quelle extracomunitarie (c.d. “disciplina dei conflitti di interesse”): *a*) devono adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; *b*) devono informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lett. *a*) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato (c.d. “*disclosure*”); *c*) devono svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. Ciò, fermo restando che – nello svolgimento dei servizi – le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono – previo consenso scritto – agire in nome proprio e per conto del cliente.

#### 4.2.2. *La separazione patrimoniale*

Il successivo art. 22 t.u.f. stabilisce che – nella prestazione dei servizi di investimento e accessori – gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall’impresa di investimento, dalla Sgr, dalla società di gestione UE o dagli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art. 107 t.u.b., nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell’intermediario e da quello degli altri clienti.

Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell’intermediario o nell’interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell’eventuale depositario o *sub*-depositario o nell’interesse degli stessi; inoltre, le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi; infine, per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano la compensazione legale e la compensazione giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal *sub*-depositario nei confronti dell’intermediario o del depositario.

In aggiunta, salvo consenso scritto dei clienti, l’impresa di investimento, la Sgr, la società di gestione UE, l’intermediario finanziario iscritto nell’elenco previsto dall’art. 107 t.u.b. e la banca non possono utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo; inoltre, l’impresa di investimento, l’intermediario fi-

nanziario iscritto nell'elenco previsto dall'art. 107 t.u.b., la Sgr e la società di gestione UE non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, le disponibilità liquide degli investitori, da esse detenute a qualsiasi titolo.

#### 4.2.3. I contratti

L'art. 23 t.u.f. prevede che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento – escluso il servizio di consulenza in materia di investimenti e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori – devono essere redatti per iscritto e un esemplare deve essere consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che – per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti – particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo. Inoltre, è nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico; in tali casi nulla è dovuto, fermo restando che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente. Infine, quanto al regime di responsabilità, si prevede che – nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori – spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

In attuazione di tale disposto, l'art. 37 del regolamento intermediari stabilisce che gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; inoltre, una copia di tale contratto deve essere consegnata al cliente. In particolare, il contratto: *a)* deve specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; *b)* deve stabilire il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; *c)* deve indicare le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; *d)* deve prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta; *e)* deve indicare e disciplinare, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni (aperte) scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente; *f)* deve indicare le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente co-

municati, gli incentivi ricevuti; *g*) deve indicare se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; *h*) deve indicare le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; *i*) deve indicare le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'art. 32-ter t.u.f. Le medesime disposizioni si applicano al servizio accessorio di concessione di finanziamenti agli investitori.

In aggiunta a quanto stabilito dall'art. 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli (su cui v. *infra*): *i*) deve indicare i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; *ii*) deve indicare gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità; *iii*) deve indicare se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva; *iv*) deve fornire la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; *v*) deve indicare se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega; *vi*) deve indicare il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente.

Infine, il contratto deve specificare la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili; ovvero di procedere a vendite allo scoperto, acquisti tramite somme di denaro prese a prestito, operazioni di finanziamento tramite titoli o qualsiasi operazione che implichi pagamenti di margini, deposito di garanzie o rischio di cambio.

#### **4.2.4. La disciplina delle informazioni fornite alla clientela**

L'art. 27 del regolamento intermediari stabilisce che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti; in particolare, le comunicazioni pubblicitarie e promozionali devono essere chiaramente identificabili come tali.

Più in dettaglio, gli intermediari devono fornire ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo

consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono: *a)* all'impresa di investimento e ai relativi servizi; *b)* agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; *c)* alle sedi di esecuzione; *d)* ai costi e oneri connessi.

Il successivo art. 31 prevede che gli intermediari debbano fornire ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione deve illustrare le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. Inoltre, la descrizione dei rischi deve includere, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo *status* e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: *i)* i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; *ii)* la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; *iii)* il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; *iv)* eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti.

In aggiunta, l'intermediario – quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti – deve fornire una descrizione adeguata delle singole componenti (di strumenti e servizi finanziari diversi) e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi; e, nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia devono includere dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia.

A norma del successivo art. 32, gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti – ove significativi – i seguenti elementi: *a)* il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le

imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o – se non può essere indicato un corrispettivo esatto – la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; *b*) quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lett. *a*) deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; *c*) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; *d*) le modalità per il pagamento. Ai fini della lett. *a*), le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente.

#### 4.2.5. *Le informazioni fornite dal cliente*

Gli artt. 41 ss. del regolamento intermediari disciplina il c.d. “*test di appropriatezza*”. In particolare, gli intermediari – quando prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli – devono richiedere al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento, rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. In tale prospettiva, gli intermediari – al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente – nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio devono ottenere – dal cliente o potenziale cliente – le informazioni necessarie in merito: *a*) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; *b*) alla situazione finanziaria; *c*) agli obiettivi di investimento. Inoltre, le informazioni di cui alla lett. *a*) – nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione – devono includere: *i*) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; *ii*) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; *iii*) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente. Inoltre, le informazioni di cui alla lett. *b*) del comma 1, devono contenere – ove pertinenti – dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari. Infine, le informazioni di cui al comma 1, lett. *c*), devono includere dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in

materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti.

Sulla base delle informazioni acquisite, gli intermediari – nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli – devono verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta. Ciò nonostante, gli intermediari possono presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale. In ogni caso, qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, devono avvertirlo di tale situazione; l'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni richieste, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari devono avvertire il cliente o potenziale cliente che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato; l'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti, a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete.

Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni sopra menzionate devono astenersi dal prestare i menzionati servizi; in ogni caso, gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste.

L'art. 40 del regolamento intermediari disciplina il c.d. “*test di adeguatezza*”. In particolare, sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari devono valutare che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: *a)* corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; *b)* sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; *c)* sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio. Occorre, peraltro, tenere presente che una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se av-

venga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente.

In tale contesto, gli intermediari – in caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto – possono presumere, ai fini della lett. *b*), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento; inoltre, gli intermediari – quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale – possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini della lett. *c*).

#### 4.2.6. *Le semplificazioni*

L'art. 43 del regolamento intermediari prevede una semplificazione (c.d. “*execution only*”, in contrapposizione alla *best execution* di cui si dirà più avanti), stabilendo che gli intermediari possano prestare i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla valutazione della clientela, quando sono soddisfatte tutte le condizioni di seguito elencate: *a*) i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un Paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), Oicr armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; *b*) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; *c*) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; *d*) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

### 5. *L'esecuzione degli ordini per conto dei clienti*

#### 5.1. *Principi generali*

Gli artt. 45 ss. del regolamento intermediari disciplinano l'esecuzione degli ordini per conto dei clienti, secondo il principio della c.d. “*best execution*”. In tale prospettiva, gli intermediari – allorché eseguono ordini – devono adottare tutte le misure ragionevoli e devono mettere in atto meccanismi efficaci, per

ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Per stabilire l'importanza relativa dei fattori testé menzionati, gli intermediari devono tenere conto dei seguenti criteri: *i*) caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale; *ii*) caratteristiche dell'ordine del cliente; *iii*) caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine; *iv*) caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.

Nel rispetto di quanto sopra esposto, gli intermediari devono adottare una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata: *a*) ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente; *b*) ad orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lett. *a*). Inoltre, gli intermediari devono evitare di strutturare o applicare le commissioni secondo modalità che comportano una discriminazione indebita tra una sede di esecuzione e l'altra.

Quando gli intermediari eseguono ordini per conto di un cliente al dettaglio, la selezione di cui alla precedente lett. *a*), deve essere condotta in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. Fattori diversi dal corrispettivo totale possono ricevere precedenza rispetto alla considerazione immediata del prezzo e del costo, soltanto a condizione che essi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale per il cliente al dettaglio. Inoltre, la scelta di cui alla precedente lett. *b*), è condotta sulla base del corrispettivo totale. A tal fine, sono considerate anche le commissioni proprie e i costi dell'impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili.

In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario deve eseguire l'ordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni.

Al fine di garantire le condizioni di trasparenza, gli intermediari devono: *i*) fornire informazioni appropriate ai propri clienti circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata; *ii*) specificare ai clienti se la strategia prevede che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; *iii*) ottenere il consenso preliminare del cliente sulla strategia di esecuzione degli ordini; *iv*) ottenere il consenso pre-



liminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Tale consenso può essere espresso in via generale o in relazione alle singole operazioni.

In aggiunta, gli intermediari devono fornire ai clienti al dettaglio, in tempo utile prima della prestazione del servizio, le seguenti informazioni sulla loro strategia di esecuzione: *a)* l'indicazione dell'importanza relativa assegnata ai diversi fattori o della procedura con la quale viene determinata l'importanza relativa di tali fattori; *b)* l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali l'intermediario fa notevole affidamento per adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti; *c)* un avviso chiaro ed evidente che eventuali istruzioni specifiche del cliente possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni. Tali informazioni devono essere fornite su supporto duraturo o tramite un sito *Internet*.

In aggiunta, gli intermediari devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, su richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità della strategia di esecuzione, e devono comunicare ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata. Inoltre, devono controllare l'efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze. Infine, devono riesaminare le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione.

## **5.2. La prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli**

Nella prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli, gli intermediari devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti tenendo conto dei fattori e dei criteri sopra menzionati (c.d. "*best execution*"). A tale fine, gli intermediari devono stabilire anche una strategia di trasmissione che identifichi, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi. Inoltre, devono fornire informazioni appropriate ai loro clienti sulla propria strategia di trasmissione. In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'in-

termediario è tenuto ad attenersi alle stesse, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute.

Gli intermediari devono, inoltre, controllare l'efficacia della strategia e, in particolare, verificare la qualità dell'esecuzione da parte dei soggetti identificati per l'esecuzione degli ordini, e – se del caso – porre rimedio ad eventuali carenze; devono, poi, riesaminare la strategia di trasmissione con periodicità almeno annuale, nonché anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità dell'impresa di continuare ad ottenere il migliore risultato possibile per i propri clienti.

Tali prescrizioni non si applicano quando l'intermediario che presta il servizio di gestione di portafogli e/o di ricezione e trasmissione degli ordini esegue altresì gli ordini ricevuti o le decisioni di negoziare per conto del portafoglio dei suoi clienti.

## **6. La gestione degli ordini dei clienti**

Gli artt. 49 ss. del regolamento intermediari disciplinano la gestione degli ordini dei clienti. In particolare, si prevede che gli intermediari che trattano ordini per conto dei clienti debbano applicare misure che assicurino una trattazione rapida, corretta ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione dello stesso intermediario. In caso di ordini di clienti con limite di prezzo – relative ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato – che non siano eseguiti immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato, gli intermediari autorizzati all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti devono adottare misure volte a facilitare l'esecuzione più rapida possibile di tali ordini, pubblicandoli immediatamente in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato, a meno che il cliente fornisca esplicitamente istruzioni diverse. A tal fine gli intermediari possono trasmettere gli ordini del cliente con limite di prezzo a un mercato regolamentato e/o a un sistema multilaterale di negoziazione.

In tale contesto, gli intermediari devono adempiere alle seguenti condizioni quando trattano gli ordini dei clienti: *a)* assicurare che gli ordini eseguiti per conto dei clienti siano prontamente ed accuratamente registrati ed assegnati; *b)* trattare gli ordini equivalenti dei clienti in successione e con prontezza, a meno che le caratteristiche dell'ordine o le condizioni di mercato prevalenti lo rendano impossibile o gli interessi dei clienti richiedano di procedere diversamente; *c)* informare il cliente al dettaglio circa eventuali difficoltà rilevanti che potrebbero influire sulla corretta esecuzione degli ordini, non appena vengono a conoscenza di tali difficoltà.

Se l'intermediario ha la responsabilità di controllare o disporre il regolamento di un ordine eseguito, deve – inoltre – adottare tutte le misure ragionevoli per assicurare che gli strumenti finanziari o le somme di denaro, di pertinenza dei clienti, ricevuti a regolamento dell'ordine eseguito siano prontamente e correttamente trasferiti sul conto del cliente.

Gli intermediari non possono fare un uso scorretto delle informazioni relative a ordini in attesa di esecuzione e devono adottare tutte le misure ragionevoli per impedire l'uso scorretto di tali informazioni da parte di uno qualsiasi dei loro soggetti rilevanti e, cioè, da: *i*) componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; *ii*) dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; *iii*) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario, sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario.

Gli artt. 50 ss. del regolamento intermediari disciplinano le ipotesi di aggregazione e assegnazione degli ordini. In particolare, si prevede che gli intermediari possano trattare l'ordine di un cliente o un'operazione per conto proprio in aggregazione con l'ordine di un altro cliente solo quando le condizioni seguenti sono soddisfatte: *a*) deve essere improbabile che l'aggregazione degli ordini e delle operazioni vada a discapito di uno qualsiasi dei clienti i cui ordini vengono aggregati; *b*) ciascun cliente per il cui ordine è prevista l'aggregazione deve essere informato che l'effetto dell'aggregazione potrebbe andare a suo discapito in relazione ad un particolare ordine; *c*) deve essere stabilita e applicata con efficacia una strategia di assegnazione degli ordini che preveda in termini sufficientemente precisi una ripartizione corretta degli ordini aggregati e delle operazioni. La strategia deve disciplinare il modo in cui il volume e il prezzo degli ordini determinano le assegnazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Per quanto riguarda l'esecuzione parziale di ordini aggregati di clienti, gli intermediari devono ripartire le relative operazioni conformemente con la propria strategia di assegnazione degli ordini.

In ogni caso, gli intermediari che hanno aggregato operazioni per conto proprio con uno o più ordini di clienti non possono assegnare le relative operazioni in un modo che sia dannoso per un cliente; e, per l'esecuzione parziale di ordini aggregati di clienti con operazioni per conto proprio, gli intermediari

devono assegnare le operazioni eseguite al cliente prima che all'intermediario. Tuttavia, le operazioni eseguite possono essere proporzionalmente assegnate anche all'intermediario se, conformemente alla strategia di assegnazione degli ordini, senza l'aggregazione non sarebbe stato possibile eseguire l'ordine a condizioni altrettanto vantaggiose o non sarebbe stato possibile eseguirlo affatto.

Gli intermediari, nel quadro della strategia di assegnazione degli ordini, devono comunque adottare misure volte ad impedire una riassegnazione delle operazioni per conto proprio eseguite in combinazione con ordini di clienti secondo modalità svantaggiose per il cliente.

## 7. *Gli incentivi*

L'art. 52 del regolamento intermediari prevede che gli intermediari – relativamente alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente – non possano versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di: *a)* compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un cliente o da chi agisca per conto di questi; *b)* compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni: *b1)* l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo sono comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio; *b2)* il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie è volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente; *c)* compensi adeguati che rendano possibile la prestazione dei servizi o siano necessari a tal fine – come ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali – e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti.

Gli intermediari, ai sensi del punto b1), possono comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, in forma sintetica, comunicando ulteriori dettagli su richiesta del cliente.

## 8. La rendicontazione

Gli artt. 53 ss. del regolamento intermediari disciplinano la rendicontazione, prevedendo che i clienti ricevano dall'intermediario il rendiconto dei servizi prestati, che deve comprendere – se del caso – i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto.

Più in particolare, nella prestazione dei servizi di esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini, nonché collocamento, ivi inclusa l'offerta fuori sede: *a*) gli intermediari devono fornire prontamente al cliente, su supporto duraturo, le informazioni essenziali riguardanti l'esecuzione dell'ordine; *b*) nel caso di un cliente al dettaglio, gli intermediari devono inviare al cliente un avviso su supporto duraturo che confermi l'esecuzione dell'ordine quanto prima e al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione o, se l'impresa di investimento riceve la conferma da un terzo, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo alla ricezione della conferma dal terzo medesimo. In aggiunta a quanto sopra previsto, gli intermediari devono fornire al cliente – su sua richiesta – informazioni circa lo stato del suo ordine.

L'avviso di cui alla lett. *b*) deve contenere le informazioni di seguito elencate, se pertinenti: 1) l'identificativo dell'intermediario che compie la comunicazione; 2) il nome o altro elemento di designazione del cliente; 3) il giorno di esecuzione; 4) l'orario di esecuzione; 5) la tipologia dell'ordine (ordine con limite di prezzo, ordine al prezzo di mercato o altro tipo specifico di ordine); 6) l'identificativo della sede di esecuzione; 7) l'identificativo dello strumento; 8) l'indicatore acquisto/vendita; 9) la natura dell'ordine, in caso non si tratti di acquisto/vendita; 10) il quantitativo; 11) il prezzo unitario (quando l'ordine è eseguito in *tranche*, l'intermediario può fornire al cliente informazioni in merito al prezzo di ciascuna *tranche* o al prezzo medio; qualora venga fornito il prezzo medio, l'intermediario deve informare il cliente al dettaglio, su sua richiesta, in merito al prezzo di ciascuna *tranche*); 12) il corrispettivo totale; 13) la somma totale delle commissioni e delle spese applicate e, qualora il cliente al dettaglio lo richieda, la scomposizione di tali commissioni e spese in singole voci; 14) le responsabilità del cliente in relazione al regolamento dell'operazione, compreso il termine per il pagamento o la consegna nonché i dettagli del conto rilevanti, qualora tali responsabilità e dettagli non siano stati notificati in precedenza al cliente; 15) se la controparte del cliente è lo stesso intermediario o un'altra impresa del suo gruppo o un altro cliente dell'intermediario, a meno che l'ordine non sia stato eseguito tramite un sistema che realizza una negoziazione anonima.

Per un'esigenza di maggiore tutela, i rendiconti periodici forniti ai clienti al

dettaglio devono includere le informazioni di seguito elencate, ove pertinenti: *i*) il nome dell'intermediario; *ii*) il nome o altro elemento di designazione del conto del cliente al dettaglio; *iii*) il resoconto del contenuto e della valutazione del portafoglio, compresi i dettagli relativi a ciascuno strumento finanziario detenuto, il suo valore di mercato o il suo valore equo (*fair value*) se il valore di mercato è indisponibile, il saldo contante all'inizio e alla fine del periodo oggetto del rendiconto e il rendimento del portafoglio durante il periodo oggetto del rendiconto; *iv*) l'importo totale delle competenze e degli oneri applicati durante il periodo oggetto del rendiconto, con indicazione delle singole voci quanto meno per ciò che riguarda le competenze di gestione totali e i costi totali connessi all'esecuzione, compresa, ove pertinente, la dichiarazione che su richiesta verrà fornita una scomposizione in voci più dettagliata; *v*) un raffronto del rendimento durante il periodo oggetto del rendiconto con il parametro di riferimento eventualmente convenuto tra l'intermediario e il cliente; *vi*) l'importo totale dei dividendi, degli interessi e degli altri pagamenti ricevuti durante il periodo oggetto del rendiconto in relazione al portafoglio del cliente; *vii*) informazioni circa altri eventi societari che conferiscano diritti in relazione a strumenti finanziari detenuti nel portafoglio; *viii*) per ciascuna operazione eseguita durante il periodo, le informazioni di cui ai precedenti nn. 3-12, ove pertinenti, a meno che il cliente non scelga di ricevere le informazioni volta per volta sulle operazioni eseguite.

Sempre nel caso di clienti al dettaglio, i rendiconti periodici devono essere forniti a cadenza semestrale, salvo nei seguenti casi: *a*) se il cliente lo richiede, il rendiconto periodico deve essere fornito ogni tre mesi; *b*) nel caso di ordini per un cliente al dettaglio relativi a quote o azioni di Oicr che vengono eseguiti periodicamente, il rendiconto periodico deve essere comunque fornito almeno ogni 12 mesi; *c*) quando il contratto tra l'intermediario e il cliente al dettaglio autorizza un portafoglio caratterizzato da effetto leva, il rendiconto periodico deve essere fornito almeno una volta al mese.

Gli intermediari devono informare i clienti al dettaglio che essi hanno il diritto di presentare richieste ai fini dell'applicazione di quanto previsto dalla precedente lett. *a*); inoltre, qualora il cliente scelga di ricevere le informazioni volta per volta sulle operazioni eseguite, gli intermediari devono fornire prontamente a tale cliente, all'atto dell'esecuzione di un'operazione, le informazioni essenziali su supporto duraturo. In tale ultimo caso, qualora il cliente interessato sia un cliente al dettaglio, l'intermediario deve inviare una comunicazione di conferma dell'operazione, contenente le informazioni di cui ai precedenti nn. 1-15, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione o, se l'intermediario riceve la conferma da un terzo, al più tardi il primo giorno lavorativo successivo alla ricezione di tale conferma; ciò, salvo nel-

l'ipotesi in cui la conferma conterrebbe le stesse informazioni di un'altra conferma che deve essere prontamente inviata al cliente al dettaglio da un altro soggetto.

Gli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafogli per clienti al dettaglio o amministrano conti di clienti al dettaglio che includono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, devono comunicare al cliente eventuali perdite che superino una soglia predeterminata convenuta tra l'intermediario e il cliente non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata, o, qualora tale soglia venga superata in un giorno non lavorativo, della fine del giorno lavorativo successivo.

Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o disponibilità liquide di clienti devono inviare, quanto meno una volta all'anno, a ciascun cliente un rendiconto di tali strumenti finanziari o disponibilità liquide, su supporto duraturo. Tale rendiconto deve includere le informazioni seguenti: *a)* i dettagli di tutti gli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide detenuti dall'impresa di investimento per il cliente alla fine del periodo oggetto del rendiconto; *b)* in che misura eventuali strumenti finanziari o disponibilità liquide della clientela sono stati oggetto di operazioni di finanziamento tramite titoli; *c)* l'entità di eventuali benefici maturati dal cliente in virtù della partecipazione ad operazioni di finanziamento tramite titoli e la base sulla quale tali benefici sono maturati. Nei casi di operazioni non regolate, le informazioni di cui alla lett. *a)* possono essere basate o sulla data di negoziazione o sulla data di regolamento, purché la stessa base sia applicata a tutte le informazioni di questo tipo contenute nel rendiconto. Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o disponibilità liquide del cliente e prestano al cliente il servizio di gestione di portafogli possono includere tali informazioni nel rendiconto periodico di gestione.

Per esigenze di tracciabilità, gli intermediari devono registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dai clienti e devono mantenere evidenza degli ordini inoltrati elettronicamente dai clienti.

## **9. I rapporti con controparti qualificate**

L'art. 58 del regolamento intermediari disciplina i rapporti con controparti qualificate.

Anzitutto, si prevede che gli intermediari debbano ottenere da tali controparti la conferma esplicita, in via generale o in relazione alle singole operazioni, che esse accettano di essere trattate come controparti qualificate.

Alla prestazione dei servizi di investimento, e dei servizi accessori ad essi

connessi, a controparti qualificate, non si applicano le regole di condotta sopra menzionate e, in particolare, quelle relative a: *i*) informazioni, comunicazioni pubblicitarie e promozionali, e contratti; *ii*) adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione o ricezione di ordini; *iii*) *best execution*; *iv*) gestione degli ordini dei clienti; *v*) incentivi; *vi*) rendiconti.

In ogni caso, la classificazione come controparte qualificata non pregiudica la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattato come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio. La richiesta è soggetta al consenso dell'intermediario; e, quando una controparte qualificata richiede espressamente di essere trattata come un cliente al dettaglio, si applicano le disposizioni relative alle richieste di trattamento quale cliente non professionale.