

FrancoAngeli

Eugenio Linguanti
Piergiorgio Chiavacci

LA CONSULENZA

PER GLI INVESTITORI PRIVATI

Normativa, strumenti,
metodi, ruoli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Eugenio Linguanti
Piergiorgio Chiavacci

LA CONSULENZA PER GLI INVESTITORI PRIVATI

**Normativa, strumenti,
metodi e ruoli**

FrancoAngeli

Progetto grafico di copertina di Elena Pellegrini

Copyright © 2019 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it

Indice

Prefazione	pag.	9
Premessa	»	11
1. Normativa dei servizi di investimento	»	13
1.1. Evoluzione del quadro normativo	»	13
1.2. La tutela del risparmio dopo la MiFID II	»	20
1.2.1. Il ruolo dell'ESMA e gli Orientamenti	»	23
1.2.2. <i>Timeline</i> iter legislativo	»	25
1.3. Classificazione della clientela	»	25
1.4. <i>Product Governance</i> : principi generali	»	27
1.4.1. Compiti di produttori e distributori	»	30
1.5. Disciplina degli incentivi	»	32
1.5.1. Criteri di ammissibilità	»	34
1.6. Gestione dei conflitti di interesse	»	37
1.7. Informativa alla clientela	»	37
2. Consulenza finanziaria: regole di condotta	»	43
2.1. Le informazioni sul cliente investitore	»	43
2.2. Il questionario di profilatura	»	45
2.2.1. Rilevazione della tolleranza al rischio	»	47

2.3. Il regime di adeguatezza	pag.	48
2.3.1. Mappatura dei prodotti finanziari	»	51
2.3.2. Prodotti finanziari complessi	»	53
2.3.3. Orientamenti e Linee guida ESMA sull'adeguatezza	»	56
2.4. Competenze e conoscenze del personale	»	60
3. Consulenza finanziaria: metodi, strumenti e ruoli	»	71
3.1. Modelli di servizio per la consulenza	»	71
3.1.1. Consulenza base ed evoluta	»	73
3.2. Consulenza indipendente e sistemi di <i>pricing</i>	»	75
3.2.1. Come remunerare la consulenza	»	79
3.2.2. Politiche retributive del personale	»	81
3.3. Consulenza finanziaria e offerta fuori sede	»	84
3.4. Principi etici nella consulenza finanziaria	»	88
3.5. Rapporto fiduciario tra clienti e intermediari	»	91
3.6. <i>Fintech e robo-advisory</i>	»	92
4. Strumenti e metodi di investimento	»	95
4.1. Titoli di debito e di capitale	»	95
4.2. Risparmio gestito: intermediari, strumenti, normativa	»	100
4.2.1. Il valore informativo dei KIID	»	101
4.2.2. Un'analisi empirica sulla relazione tra spese correnti e rating Morningstar	»	103
4.2.3. Il <i>benchmark</i> e lo stile di gestione	»	104
4.2.4. Stile di investimento: <i>relative vs absolute return</i>	»	108
4.2.5. Investimenti sostenibili e responsabili (ESG)	»	109
4.3. ETF: alcuni approfondimenti	»	112
4.4. Fondi chiusi e fondi alternativi	»	115
4.5. Prodotti illiquidi: <i>private debt, venture e private equity</i>	»	116
5. Asset allocation e analisi di scenario	»	119
5.1. Presupposti conoscitivi della gestione di portafoglio	»	119
5.1.1. Lineamenti di teoria di portafoglio	»	122
5.2. Gli sviluppi della teoria di portafoglio: il CAPM	»	124
5.3. Modello di Black&Litterman: teoria e applicazioni	»	126
5.4. Stima del premio per il rischio	»	131
5.5. <i>Asset allocation</i> strategica, tattica ed operativa	»	133
5.6. La valutazione dell'efficienza gestionale	»	135
5.6.1. VaR e controllo del rischio	»	141
5.7. Analisi di scenario e gestione di portafoglio	»	143

5.7.1. Politica monetaria e ruolo della banca centrale	pag.	145
5.7.2. Curva dei rendimenti e <i>credit spread</i>	»	146
5.7.3. La valutazione dei prezzi azionari	»	148
5.7.4. La dinamica del mercato valutario	»	149
6. Finanza comportamentale e decisioni di investimento	»	151
6.1. Perché il cliente <i>retail</i> ha bisogno di consulenza	»	151
6.2. Procedimenti euristici e bias comportamentali	»	153
6.3. Errori cognitivi ed <i>overconfidence</i>	»	156
6.4. Illusione del controllo ed eccesso di ottimismo	»	158
6.5. Teoria del rimpianto e giudizio retrospettivo	»	159
Conclusioni	»	161
Bibliografia	»	163
Autori	»	165

Gli autori ringraziano Ruggero Bertelli e Rodolfo Vanzini per la collaborazione e per i contributi forniti nella preparazione di questo volume.

Prefazione

Chi come me ha iniziato a lavorare nell'industria finanziaria parecchi anni orsono, si è certamente reso conto di come oggi sia molto più difficile e complesso svolgere professionalmente la propria attività.

Il numero e la tipologia di strumenti finanziari a disposizione sono cresciuti in modo esponenziale, i paradigmi economici su cui ci si è basati fino ad oggi per interpretare l'andamento dei mercati non sono più sufficienti, il contesto normativo stabilisce nuove relazioni tra clienti e intermediari e tra distributori e fabbriche prodotte, la tecnologia sta trasformando i tradizionali modelli di servizio e lo sta facendo con tempi decisamente più rapidi rispetto a quanto avvenisse in passato.

Emerge allora con assoluta evidenza la necessità di comprendere i meccanismi e le dinamiche con le quali i consulenti finanziari, ma non solo loro, si confrontano quotidianamente.

Questo volume vuole essere una guida semplice ma completa per coloro che considerano la consulenza finanziaria un'attività professionale "a geometria variabile", come direbbero gli autori Chiavacci e Linguanti, un libro per tutti quegli operatori finanziari che intendono accompagnare i risparmiatori, non sempre adeguatamente informati e consapevoli, alla scelta degli strumenti d'investimento più idonei agli obiettivi d'investimento di ciascuno, in coerenza con il proprio profilo di rischio-rendimento.

Luca Tenani

Amministratore Delegato
Schroders Italy SIM S.p.A.

Premessa

Le crisi finanziarie degli ultimi anni e i comportamenti scorretti di alcuni amministratori bancari hanno amplificato le carenze nel funzionamento dei mercati finanziari e nelle politiche di controllo interno degli intermediari.

La riduzione delle fonti tradizionali di reddito per le banche, causata dal minor margine di interesse e dalle perdite su crediti, ha incoraggiato pratiche di *misselling*¹; i sistemi di incentivazione del personale nella distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi sono risultati in alcuni casi in conflitto con gli interessi degli investitori.

“Un sempre maggior numero di investitori opera nei mercati finanziari e fruisce di un’offerta di servizi e strumenti sempre più ampia e complessa e, in considerazione di tali sviluppi, è necessario prevedere una certa armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l’Unione” (Considerando 70, Direttiva 2014/65/UE).

La necessità di ristabilire la fiducia nel sistema finanziario ha portato alla nascita di una nuova regolamentazione, declinata dal nuovo quadro normativo della seconda Direttiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive).

“A motivo dell’importanza [...] della crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori” (Considerando 70, Direttiva 2014/65/UE).

La riforma della normativa europea dei mercati finanziari mira in via prioritaria a rafforzare la tutela degli investitori, migliorando il clima di fiducia verso le istituzioni finanziarie e le autorità di settore.

1. Sono tali le vendite (prevalentemente su iniziativa degli intermediari) di strumenti finanziari inadeguati al profilo di rischio dell’investitore.

In tale ambito il servizio di consulenza in materia di investimenti assume un particolare rilievo per migliorare la tutela del risparmio e accrescere il livello di trasparenza a protezione degli investitori privati.

Nel quadro giuridico attuale la consulenza finanziaria rappresenta un'attività professionale "a geometria variabile", che può riguardare un'ampia gamma di prodotti e connettersi a vari servizi di investimento.

In base ai soggetti a cui il servizio di consulenza è destinato (clienti *retail* o professionali) l'attività di consulenza può estendersi dalla gestione patrimoniale agli investimenti immobiliari, dalla pianificazione previdenziale alle coperture assicurative.

Il mutato contesto normativo contribuisce a migliorare il rapporto tra clienti e intermediari nella gestione del risparmio, ma mette in discussione la sostenibilità dei modelli di servizio orientati al prodotto e alla sua specifica redditività.

Il mercato italiano, tuttavia, sembra offrire ampie opportunità per gli intermediari che sapranno sfruttare convenientemente i cambiamenti nella normativa e negli stili di investimento della clientela.

La diffusione del servizio di consulenza contribuisce a mettere al centro gli interessi dei risparmiatori e soddisfare esigenze di protezione e valorizzazione del risparmio.

Questo libro si propone di affrontare il tema della consulenza finanziaria per gli operatori del mondo bancario e finanziario, offrendo una visione organica di strumenti e metodi per la gestione del risparmio.

La struttura logica del testo prevede una suddivisione in cinque parti: la prima affronta gli aspetti normativi e regolamentari dei servizi di investimento, la seconda descrive i vari modelli di consulenza, la terza analizza le caratteristiche di strumenti e servizi di investimento, la quarta si occupa di gestione di portafoglio e analisi di scenario, la quinta e ultima parte tratta il tema della consulenza nella prospettiva della finanza comportamentale.

Normativa dei servizi di investimento

1.1. Evoluzione del quadro normativo

I primi provvedimenti normativi per disciplinare il servizio di consulenza in materia finanziaria risalgono ai primi anni '90.

Il 5 gennaio 1991 in Italia entrò in vigore la legge n. 1 “*Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari*”, che ricomprendeva la consulenza in materia di valori mobiliari tra le attività di intermediazione.

La definizione di stringenti regole di condotta per l’attività di consulenza finanziaria da parte del legislatore nazionale anticipò di alcuni anni l’evoluzione della disciplina a livello comunitario.

Si iniziò ad avere la consapevolezza della rilevanza della consulenza finanziaria nel settore degli investimenti, il cui esercizio venne riservato agli intermediari abilitati (SIM¹, banche, agenti di cambio, società fiduciarie).

L’introduzione di nuove figure professionali (promotori di servizi finanziari) venne disciplinata dalla normativa di settore, la quale stabilì sanzioni per il comportamento illecito di chiunque avesse svolto l’attività di intermediazione mobiliare fuori sede senza essere iscritto all’albo o senza essere autorizzato.

In attuazione della Legge 1/1991 fu emanato dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) il Regolamento n. 5387 del 2 luglio 1991, che disciplinò i limiti allo svolgimento del servizio e le norme di comportamento per gli intermediari; questo Regolamento fu prima modificato e successivamente abrogato dalla stessa Commissione con il Regolamento n. 8850 del 9 dicembre 1994.

1. SIM, Società per l’Intermediazione Mobiliare a cui era riservato l’esercizio professionale delle attività indicate all’art.1 della legge 1/1991 (negoziazione, collocamento, gestione di patrimoni, raccolta ordini, consulenza, sollecitazione fuori sede).

La consulenza in materia di valori mobiliari venne definita allora come un'attività di intermediazione mobiliare, subordinata a regole di comportamento a tutela dell'investitore.

In ambito europeo con la Direttiva 93/22/CEE² del 10 maggio 1993 fu presa una direzione differente, introducendo una disciplina della prestazione del servizio di investimento non particolarmente rigorosa; venne liberalizzata l'attività di consulenza finanziaria, non sottoponendola ad un regime di autorizzazione e includendola tra i servizi cosiddetti accessori.

La consulenza finanziaria era consentita agli intermediari autorizzati, ma non attribuita loro in modo esclusivo; qualunque persona fisica o giuridica poteva offrire tale servizio, anche al di fuori del controllo delle autorità di vigilanza.

Attraverso due specifiche Comunicazioni³ la Consob offrì delle chiavi interpretative sull'attività di consulenza in materia di investimenti, che consisteva nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso.

Il servizio di consulenza si caratterizzava per la sostanziale assenza di limitazioni al suo svolgimento da parte degli intermediari, ad eccezione dell'attività "strumentale alla vendita" riservata ai promotori finanziari.

Tre anni più tardi la normativa comunitaria fu recepita in Italia con il D.Lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 (il cosiddetto Decreto Eurosim), il quale abrogò una parte significativa della legge 1/1991.

Confermando un orientamento meno stringente, dettato dalla legislazione comunitaria, l'attività di consulenza venne identificata come servizio accessorio con la denominazione di "*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*".

Fu ampliata la categoria dei soggetti abilitati a esercitare la consulenza, liberalizzando, di fatto, la prestazione dell'attività di consulenza da parte di qualunque soggetto sia in forma individuale, sia societaria.

Il Decreto Legislativo n. 58 del 1° luglio 1998, noto come *Testo Unico della Finanza* (TUF), si limitò a riordinare le disposizioni esistenti in materia di intermediazione mobiliare, recependo all'art. 1, comma 6, lett. f) la qualificazione della consulenza finanziaria quale servizio accessorio.

L'ambito oggettivo del servizio di consulenza finanziaria non fu definito in modo puntuale né dalla normativa primaria, né da quella secondaria; l'interpretazione della Consob contribuì a identificarne i contorni e il contenuto della consulenza finanziaria con due interventi specifici:

- Comunicazione DI/99023323 del 26 marzo 1999, la quale recitava "*La prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari è pertanto libera e può esplicarsi sia in forma indivi-*

2. Conosciuta, anche, come DSI (Direttiva sui Servizi di Investimento).

3. Datate 29 novembre 1991 e 23 maggio 1994.

duale sia in forma societaria; nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti diversi dagli intermediari autorizzati non sono tenuti al rispetto della disciplina delineata dal decreto 58/1998 e dai regolamenti attuativi previsti dal medesimo decreto”; l’assenza di autorizzazione per l’esercizio della consulenza consentì a chiunque la prestazione, ma gli unici soggetti tenuti al rispetto di una disciplina erano gli intermediari i quali, anche nello svolgimento dei servizi accessori, furono assoggettati alle stesse regole imposte loro per lo svolgimento delle attività autorizzate;

- Comunicazione DI/30441 del 21 aprile 2000, nella quale venne chiarito che *“l’attività di consulenza in materia di investimenti consiste nel fornire alla clientela indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente, sulla base dei seguenti elementi:*
 - a. l’esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi d’investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore;*
 - b. la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;*
 - c. l’inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;*
 - d. la circostanza che l’unica remunerazione percepita dal consulente sia quella a esso pagata dal cliente, nel cui interesse il servizio è prestato”.*

I quattro punti relativi alla seconda Comunicazione attribuivano al consulente finanziario un ruolo di supporto al risparmiatore in un percorso di consapevolezza nelle scelte di investimento riguardo la complessità, le opportunità e le minacce dei mercati finanziari.

Il 19 novembre 2002 la Commissione europea presentò al Parlamento comunitario la proposta di una nuova Direttiva, contenente alcuni importanti elementi di indirizzo in merito alla consulenza in materia di investimenti.

Dietro tale impulso il Parlamento e il Consiglio dell’Unione europea diedero vita successivamente alla Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (Direttiva di primo livello o MiFID), che incideva in maniera significativa sulla disciplina dell’attività degli intermediari e dei mercati finanziari.

In attuazione della Direttiva di primo livello venne emanata la Direttiva 2006/73/CE del 10 agosto 2006 (Direttiva di secondo livello), recante modalità di esecuzione dei requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

La Direttiva di primo livello⁴ inquadra il servizio di consulenza in materia di investimenti come ***“la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento, riguardo una o più operazioni relative a strumenti finanziari”***.

Il Considerando n. 3 della Direttiva di primo livello stabilì che ***“per via della sempre maggior dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento, che richiedono un’autorizzazione”***.

Il legislatore europeo identificò la consulenza come un servizio autonomo rispetto agli altri servizi e attività, introducendo la distinzione tra la consulenza in materia di investimenti e la consulenza “generica”.

La consulenza in materia di investimenti venne considerata “specificata”, riservata agli intermediari autorizzati, ai consulenti finanziari e caratterizzata da due elementi cardine:

- raccomandazione personalizzata;
- operazioni in strumenti finanziari.

Il primo era un elemento di carattere soggettivo, connesso alle caratteristiche personali del cliente; l’intermediario (su propria iniziativa o su iniziativa dell’investitore) doveva acquisire una conoscenza approfondita del profilo finanziario risparmiatore e delle sue necessità di investimento.

I requisiti di personalizzazione della raccomandazione furono precisati nella Direttiva di secondo livello all’articolo 52, specificando che la raccomandazione ***“viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o di potenziale investitore”***, a cui si aggiunge ***“deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona”***.

Il suddetto articolo affermò, inoltre, che ***“una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico”***; in tal caso mancava la personalizzazione, che contraddistingue la consulenza specifica come servizio principale.

Nel Considerando n. 79 della Direttiva di secondo livello la nozione di consulenza in materia di investimenti non ricomprendeva la consulenza su strumenti finanziari ***“fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (anche tramite internet) o trasmissione televisiva o radiofonica”***.

Il secondo elemento era di carattere oggettivo (***determinato strumento finanziario***); fu individuato nella realizzazione di un’operazione appartenente a una delle seguenti categorie, così come definite dall’articolo 52 della Direttiva di secondo livello:

4. All’articolo 4, paragrafo 1, punto 4).

- “*comperare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento*”;
- “*esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comperare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario*”.

La consulenza “generica” non rientrò nella nozione di consulenza in materia di investimenti⁵; in base al Considerando n. 81 della Direttiva di secondo livello:

- era inerente a un “*tipo di strumento finanziario*”, distinguendosi dalla consulenza in materia di investimenti, che invece aveva ad oggetto un “*determinato strumento finanziario*” e mirava a fornire indicazioni in ordine a categorie di prodotti finanziari (azioni, obbligazioni, ecc.);
- veniva prestata in maniera adeguata e coerente con le caratteristiche del cliente, per non incorrere nelle violazioni normative a carico degli intermediari, i quali sono tenuti a agire in modo onesto, equo e professionale e a fornire informazioni in modo corretto, chiaro e non fuorviante.

La Direttiva di secondo livello (Considerando n. 82) stabilì, inoltre, che la consulenza generica fornita prima o durante lo svolgimento della consulenza in materia di investimenti era da considerare parte integrante di tale servizio.

I Considerando 81 e 82 della stessa Direttiva specificavano regole di condotta in relazione alle imprese di investimento che svolgevano l’attività di consulenza “generica”, descrivendola come un momento, potenzialmente, strumentale e preparatorio a qualsiasi servizio di investimento.

La personalizzazione del servizio di consulenza nei termini precisati dalla Commissione Europea costituì un elemento essenziale per riconoscere la consulenza stessa come servizio di investimento, distinguendola dal fornire raccomandazioni su titoli e mercati (che costituiva, invece, un servizio accessorio).

La ricerca in materia di investimenti, l’analisi finanziaria e altre indicazioni su operazioni in strumenti finanziari, diversamente alla consulenza generica, erano rivolte al pubblico indistinto.

A riguardo il Considerando n. 83 della Direttiva di secondo livello chiarì che la prestazione di una raccomandazione generale, ossia quella destinata a canali di distribuzione o al pubblico, in merito ad un’operazione su uno strumento finanziario o un tipo di strumento finanziario, integra la prestazione del servizio accessorio.

5. Potenzialmente rientrerebbe nel suo perimetro anche l’attività di “*financial planning*”, intesa come l’insieme delle scelte relative a investimenti finanziari che riflettono gli obiettivi di vita del risparmiatore, nella misura in cui essa non si traduce nella raccomandazione di singoli strumenti finanziari.

La MiFID conteneva la previsione di due diversi regimi:

- regime di adeguatezza, per i servizi a più alto valore aggiunto, ovvero consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio;
- regime di appropriatezza per i cosiddetti servizi diversi da consulenza e gestione di portafoglio, ovvero collocamento, ricezione e trasmissione ordini, esecuzione ordini o negoziazione per conto proprio, che possono essere prestati senza essere necessariamente accompagnati da consulenza.

Nonostante i termini “adeguatezza” e “appropriatezza” nella lingua italiana siano sinonimi, le regole di condotta connesse sono dissimili; le disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori, sancite dall’articolo 19 della Direttiva di primo livello relativo alle norme di comportamento, stabilivano:

- al paragrafo 4, in riferimento all’attività di consulenza in materia di investimenti (adeguatezza): *“L’impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente”*;
- al paragrafo 5, in riferimento all’appropriatezza: *“gli Stati membri si assicurano che, quando prestano servizi di investimento diversi da quelli di cui al paragrafo 4, le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente”*.

Il recepimento della disciplina comunitaria in Italia avvenne con il D.Lgs. n. 164 del 17 settembre 2004, che comportò una serie di modifiche al TUF entrate in vigore il 1° novembre 2007⁶.

La consulenza in materia di investimenti diventò un servizio di investimento; il Testo Unico della Finanza all’articolo 1, comma 5-*septies*, recitava: ***“Per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo ad 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. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”***.

6. A partire da tale data, la disciplina nazionale contemplò l’abilitazione di diritto al nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti per tutti gli intermediari che, al 31 ottobre 2007, risultavano autorizzati ad un qualsivoglia servizio di investimento.

Coerentemente con la disciplina europea, l'intermediario aveva l'onere di verificare se quella consulenza sia stata condotta correttamente nel rispetto dei doveri di conoscenza del proprio cliente e della conseguente valutazione di adeguatezza delle operazioni raccomandate.

In tale ambito la Consob:

- riprese i provvedimenti comunitari e nazionali, inerenti al tema della consulenza finanziaria, nel Regolamento Intermediari (n. 16190 del 29 ottobre 2007), nel quale venne:
 - enfatizzata la **centralità dell'interesse del cliente**, quale destinatario dei diversi servizi prestati dagli intermediari, in coerenza con le scelte già operate dalla MiFID, al fine di assicurare un contesto competitivo e trasparente dell'offerta dei servizi, in cui l'investitore decide su base informata la proposta coerente con le proprie esigenze;
 - rimarcata l'ampiezza della nozione di "consulenza in materia di investimenti" e la consapevolezza della complessità del servizio.
- Elaborò le prime "*linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti*", evidenziando alcune modalità operative con le quali poteva essere caratterizzato il servizio:
 - range più o meno ampio di prodotti oggetto del servizio;
 - periodicità dell'attività, che può assumere carattere "continuativo" o "episodico";
 - svolgimento in associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini;
 - livelli commissionali di erogazione.

Nel mutato contesto normativo agli intermediari si richiedeva di:

- ricercare migliori modelli di business;
- definire nuovi compiti e responsabilità per il personale a contatto con la clientela in riferimento ad aspetti contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo.

L'articolo 18 del TUF attribuì la prestazione dei servizi di investimento in via esclusiva agli intermediari abilitati in possesso di requisiti patrimoniali, organizzativi e di professionalità/onorabilità per i soggetti che svolgevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo e per i soci più importanti; all'articolo 31 dello stesso TUF si specificava che la consulenza poteva essere esercitata dall'impresa di investimento, anche per il tramite dei propri promotori finanziari⁷.

Nello stesso Testo Unico, infine, fu introdotta⁸ una rilevante novità rispetto alla disciplina previgente, ovvero la regolamentazione della professione dei consulenti finanziari autonomi; in precedenza la prestazione della consulenza come servizio di investimento era riservata a soggetti con la forma giuridica di società.

7. Così come prevedeva la MiFID, ai sensi della quale (Art. 23, par. 1) le imprese di investimento possono avvalersi di agenti collegati "*per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese*".

8. D.Lgs. 58/1998, Art. 18 bis.