

## INDICE SOMMARIO

|                                |      |
|--------------------------------|------|
| <i>Abbreviazioni</i> . . . . . | XIII |
|--------------------------------|------|

### PARTE PRIMA

#### LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI E LE ALTRE ATTIVITÀ DI CONSULENZA

di *Luigi Gaffuri*

##### CAPITOLO 1

#### IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

|                                                                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Cenni storici . . . . .                                                                                        | 3  |
| 2. Definizione e contenuti della consulenza in materia di investimenti . . . . .                                  | 5  |
| 2.1. La fornitura delle raccomandazioni . . . . .                                                                 | 7  |
| 2.2. La riferibilità delle operazioni raccomandate a strumenti finanziari . . . . .                               | 9  |
| 2.3. La personalizzazione delle raccomandazioni . . . . .                                                         | 13 |
| 2.4. La destinazione della raccomandazione ad un investitore o ad un suo agente . . . . .                         | 16 |
| 3. Le modalità di svolgimento del servizio . . . . .                                                              | 17 |
| 3.1. La consulenza su base indipendente o non indipendente . . . . .                                              | 18 |
| 3.1.1. Gli strumenti finanziari oggetto della consulenza indipendente . . . . .                                   | 19 |
| 3.1.2. Il divieto di percepire incentivi . . . . .                                                                | 20 |
| 3.1.3. Svolgimento della consulenza indipendente e non indipendente da parte dello stesso intermediario . . . . . | 22 |
| 3.2. La prestazione della consulenza in via autonoma o in connessione ad altri servizi . . . . .                  | 24 |
| 3.3. La consulenza automatizzata ( <i>robo advice</i> ) . . . . .                                                 | 26 |
| 4. Processo decisionale e questioni operative . . . . .                                                           | 28 |
| 5. La remunerazione del servizio . . . . .                                                                        | 29 |
| 5.1. Assoggettabilità ad IVA del compenso . . . . .                                                               | 30 |

##### CAPITOLO 2

#### LA RISERVA DI ATTIVITÀ A FAVORE DI SOGGETTI ABILITATI

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Premesse . . . . .                                                     | 35 |
| 2. L'esercizio in modo professionale nei confronti del pubblico . . . . . | 35 |

|    |                                                                  |    |
|----|------------------------------------------------------------------|----|
| 3. | Le esenzioni previste dalla Direttiva . . . . .                  | 37 |
| 4. | I soggetti abilitati allo svolgimento della consulenza . . . . . | 38 |

### CAPITOLO 3

## LE ALTRE ATTIVITÀ DI CONSULENZA FINANZIARIA

|      |                                                                                                                                 |    |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.   | I servizi accessori di consulenza . . . . .                                                                                     | 39 |
| 1.1. | La consulenza in materia di finanza aziendale . . . . .                                                                         | 39 |
| 1.2. | La ricerca in materia di investimenti . . . . .                                                                                 | 41 |
| 2.   | La consulenza su prodotti di investimento assicurativi . . . . .                                                                | 44 |
| 3.   | La consulenza generica . . . . .                                                                                                | 45 |
| 4.   | L'attività di <i>advisor</i> di supporto alla prestazione di servizi di investimento<br>o di altre attività riservate . . . . . | 46 |

## PARTE SECONDA

### LA DISCIPLINA DEL SERVIZIO DI CONSULENZA

di *Luigi Gaffuri*

### CAPITOLO 1

## GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

|        |                                                                                                 |    |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.     | Premesse . . . . .                                                                              | 51 |
| 2.     | I requisiti generali delle informazioni . . . . .                                               | 52 |
| 2.1.   | Modalità di fornitura delle informazioni . . . . .                                              | 52 |
| 3.     | L'informativa preventiva . . . . .                                                              | 53 |
| 3.1.   | L'informativa sugli strumenti finanziari . . . . .                                              | 54 |
| 3.2.   | Informazioni sul servizio di consulenza . . . . .                                               | 57 |
| 4.     | Il rendiconto sul servizio di consulenza . . . . .                                              | 58 |
| 5.     | L'informativa sui costi . . . . .                                                               | 59 |
| 5.1.   | L'informativa <i>ex ante</i> sui costi . . . . .                                                | 60 |
| 5.2.   | L'informativa <i>ex post</i> sui costi . . . . .                                                | 62 |
| 5.2.1. | Le raccomandazioni della Consob in materia di informativa<br><i>ex post</i> sui costi . . . . . | 63 |
| 6.     | Informativa in materia di prodotti ESG ( <i>Environmental, Social, Governance</i> ) . . . . .   | 70 |

### CAPITOLO 2

## IL CONTRATTO DI CONSULENZA

|    |                                                   |    |
|----|---------------------------------------------------|----|
| 1. | L'obbligo della forma scritta . . . . .           | 73 |
| 2. | I contenuti del contratto di consulenza . . . . . | 74 |

### CAPITOLO 3

## LA CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA

|    |                                                        |    |
|----|--------------------------------------------------------|----|
| 1. | Clienti al dettaglio e clienti professionali . . . . . | 77 |
|----|--------------------------------------------------------|----|

|    |                                                |    |
|----|------------------------------------------------|----|
| 2. | I clienti professionali di diritto . . . . .   | 77 |
| 3. | I clienti professionali su richiesta . . . . . | 78 |

#### CAPITOLO 4

### LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA

|      |                                                                                                       |     |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | Premesse . . . . .                                                                                    | 83  |
| 2.   | Le informazioni necessarie per la verifica dell'adeguatezza . . . . .                                 | 84  |
| 2.1. | Affidabilità e coerenza delle informazioni . . . . .                                                  | 87  |
| 3.   | La conoscenza e la mappatura dei prodotti . . . . .                                                   | 89  |
| 4.   | L'oggetto della valutazione di adeguatezza . . . . .                                                  | 90  |
| 5.   | Le metodologie per la valutazione di adeguatezza . . . . .                                            | 92  |
| 6.   | La valutazione di adeguatezza nel caso di clienti persone giuridiche e pluralità di clienti . . . . . | 93  |
| 7.   | Adeguatezza e investitori professionali . . . . .                                                     | 96  |
| 8.   | I prodotti illiquidi e complessi. Gli orientamenti dell'autorità di vigilanza . . . . .               | 96  |
| 9.   | Questioni operative . . . . .                                                                         | 100 |
| 10.  | La relazione di consulenza . . . . .                                                                  | 103 |
| 11.  | I prodotti equivalenti . . . . .                                                                      | 104 |
| 12.  | Analisi dei costi e dei benefici connessi allo <i>switch</i> . . . . .                                | 105 |
| 13.  | Consulenza automatizzata e adeguatezza . . . . .                                                      | 108 |
| 14.  | Prodotti ESG e valutazione di adeguatezza . . . . .                                                   | 110 |
| 15.  | Conservazione della documentazione . . . . .                                                          | 111 |

#### CAPITOLO 5

### I PRESIDI IN MATERIA DI *GOVERNANCE* DEI PRODOTTI

|    |                                                                                        |     |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Premesse . . . . .                                                                     | 113 |
| 2. | Obblighi dei produttori . . . . .                                                      | 114 |
| 3. | Applicabilità della <i>governance</i> del prodotto al servizio di consulenza . . . . . | 117 |
| 4. | Individuazione del mercato di riferimento effettivo . . . . .                          | 118 |
| 5. | Flussi informativi tra produttori e distributori . . . . .                             | 119 |
| 6. | <i>Product governance</i> e valutazione di adeguatezza . . . . .                       | 121 |

#### CAPITOLO 6

### GLI INCENTIVI

|    |                                                                           |     |
|----|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | La nozione di incentivo . . . . .                                         | 123 |
| 2. | Condizioni di ammissibilità degli incentivi . . . . .                     | 124 |
| 3. | La registrazione degli incentivi . . . . .                                | 129 |
| 4. | Gli obblighi di <i>disclosure</i> . . . . .                               | 130 |
| 5. | Benefici economici non soggetti alla disciplina degli incentivi . . . . . | 131 |
| 6. | La ricerca in materia di investimenti quale incentivo . . . . .           | 131 |

CAPITOLO 7

**I CONFLITTI DI INTERESSE**

|    |                                                                              |     |
|----|------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | L'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse . . . . .         | 135 |
| 2. | La mappatura dei conflitti di interesse . . . . .                            | 137 |
| 3. | La politica di gestione dei conflitti . . . . .                              | 138 |
| 4. | Alcuni esempi di conflitti di interesse nello svolgimento della consulenza . | 140 |
| 5. | Le politiche retributive . . . . .                                           | 142 |
| 6. | L'informativa ai clienti . . . . .                                           | 142 |
| 7. | Il registro dei conflitti di interesse . . . . .                             | 143 |

CAPITOLO 8

**I REQUISITI DI CONOSCENZA ED ESPERIENZA**

|      |                                                                          |     |
|------|--------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | I requisiti di accesso allo svolgimento della consulenza . . . . .       | 145 |
| 1.1. | Operatività sotto supervisione . . . . .                                 | 147 |
| 2.   | L'aggiornamento professionale . . . . .                                  | 148 |
| 3.   | L'individuazione dei soggetti che devono possedere i requisiti . . . . . | 150 |
| 4.   | La conservazione della documentazione . . . . .                          | 151 |

**PARTE TERZA**

**I CONSULENTI FINANZIARI E LE SOCIETÀ  
DI CONSULENZA FINANZIARIA**

di *Luigi Gaffuri*

CAPITOLO 1

**L'ALBO UNICO DEI CONSULENTI FINANZIARI**

|      |                                                                    |     |
|------|--------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | Premesse . . . . .                                                 | 155 |
| 2.   | Il ruolo dell'Organismo . . . . .                                  | 156 |
| 3.   | La disciplina dell'albo . . . . .                                  | 157 |
| 3.1. | I requisiti per l'iscrizione nelle tre sezioni dell'albo . . . . . | 158 |
| 3.2. | Obblighi informativi nei confronti dell'Organismo . . . . .        | 160 |

CAPITOLO 2

**I CONSULENTI FINANZIARI AUTONOMI E LE SOCIETÀ  
DI CONSULENZA FINANZIARIA**

|        |                                                                             |     |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.     | Premesse . . . . .                                                          | 163 |
| 2.     | I requisiti stabiliti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze . . . . . | 164 |
| 2.1.   | Il requisito di indipendenza . . . . .                                      | 165 |
| 2.1.1. | La consulenza prestata a emittenti/intermediari . . . . .                   | 167 |
| 2.1.2. | I rapporti di gruppo . . . . .                                              | 174 |
| 2.1.3. | Il divieto di percepire benefici da terzi . . . . .                         | 175 |

|       |                                                                                |     |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.2.  | I requisiti patrimoniali . . . . .                                             | 176 |
| 3.    | Il perimetro del servizio di consulenza e le altre attività esercitabili . . . | 176 |
| 4.    | Rapporti di collaborazione di CFA con SCF e con altri CFA . . . . .            | 178 |
| 5.    | L'offerta fuori sede del servizio di consulenza . . . . .                      | 180 |
| 6.    | La disciplina applicabile allo svolgimento del servizio di consulenza . . .    | 181 |
| 6.1.  | Le regole generali di comportamento . . . . .                                  | 182 |
| 6.2.  | Attività incompatibili e compatibili . . . . .                                 | 184 |
| 6.3.  | L'aggiornamento professionale . . . . .                                        | 185 |
| 6.4.  | Le regole di presentazione . . . . .                                           | 186 |
| 6.5.  | Il contratto di consulenza . . . . .                                           | 187 |
| 6.6.  | La valutazione di adeguatezza . . . . .                                        | 190 |
| 6.7.  | La <i>product governance</i> . . . . .                                         | 191 |
| 6.8.  | Informativa alla clientela e rendiconto . . . . .                              | 192 |
| 6.9.  | Procedure interne . . . . .                                                    | 193 |
| 6.10. | Pratiche retributive . . . . .                                                 | 194 |
| 6.11. | Conflitti di interesse . . . . .                                               | 195 |
| 6.12. | Segnalazione delle violazioni . . . . .                                        | 196 |

### CAPITOLO 3

#### CONSULENTI ABILITATI ALL'OFFERTA FUORI SEDE

|    |                                                                                  |     |
|----|----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Agente collegato e consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede .     | 199 |
| 2. | Il rapporto di monomandato e i contratti che ne regolano lo svolgimento .        | 200 |
| 3. | Le attività dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede . . . . . | 203 |
| 4. | Le cause di incompatibilità . . . . .                                            | 205 |
| 5. | Le regole di comportamento del consulente . . . . .                              | 207 |
| 6. | L'aggiornamento professionale . . . . .                                          | 210 |

### CAPITOLO 4

#### LO SVOLGIMENTO DELLA CONSULENZA DA PARTE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI

|    |                                                                        |     |
|----|------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Premessa . . . . .                                                     | 213 |
| 2. | Attività del consulente finanziario e attività incompatibili . . . . . | 213 |

### PARTE QUARTA

#### CONTENZIOSO E RISCHI LEGALI

di *Stefano Belleggia*

### CAPITOLO 1

#### L'ADEMPIMENTO DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI

|    |                                                                                |     |
|----|--------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Operatività degli obblighi di informazione e rimedi alla loro violazione .     | 219 |
| 2. | Profili di rischio connessi agli obblighi informativi e possibili rimedi . . . | 221 |

|        |                                                                        |     |
|--------|------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1.   | L'informativa preventiva . . . . .                                     | 222 |
| 2.1.1. | Rischi legati al disinvestimento . . . . .                             | 227 |
| 2.2.   | Rischi legati alla fornitura delle informazioni tramite internet . . . | 234 |
| 2.3.   | Rischi legati all'informativa su costi e oneri . . . . .               | 237 |
| 2.3.1. | Rischi legati ai costi impliciti . . . . .                             | 241 |
| 3.     | Conclusioni . . . . .                                                  | 242 |

## CAPITOLO 2

### I RISCHI LEGALI CONNESSI ALLA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA

|      |                                                                                               |     |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | La regola dell'adeguatezza e i rischi legali connessi . . . . .                               | 243 |
| 1.1. | Valutazione di adeguatezza: "logica per singolo prodotto" o "logica di portafoglio" . . . . . | 244 |
| 1.2. | La valutazione di adeguatezza: tempistiche . . . . .                                          | 246 |
| 1.3. | Il contenuto della relazione di adeguatezza . . . . .                                         | 248 |
| 1.4. | La valutazione di adeguatezza nelle operazioni di <i>switch</i> . . . . .                     | 251 |
| 2.   | L'alternanza dei regimi di adeguatezza e di appropriatezza . . . . .                          | 252 |
| 3.   | Valutazione di adeguatezza e <i>product governance</i> . . . . .                              | 254 |
| 4.   | Effetti della violazione dell'obbligo di adeguatezza . . . . .                                | 256 |

## CAPITOLO 3

### I RISCHI LEGALI NELLA PRESTAZIONE DELLA CONSULENZA SU BASE INDIPENDENTE

|      |                                                                                                                          |     |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | La consulenza su base indipendente . . . . .                                                                             | 261 |
| 2.   | I possibili profili di responsabilità del consulente "su base indipendente" .                                            | 263 |
| 2.1. | La violazione delle regole di consulenza "su base indipendente" ed esito positivo del servizio di investimento . . . . . | 263 |
| 2.2. | La violazione delle regole di consulenza "su base indipendente" ed esito negativo del servizio di investimento . . . . . | 264 |

## CAPITOLO 4

### LA RESPONSABILITÀ INDIRETTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI EX ART. 31 TUF E QUELLA SPECULARE DELLE SOCIETÀ DI CONSULENZA FINANZIARIA EX ART. 18-TER TUF

|    |                                                                                                                                                                 |     |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | I limiti della responsabilità degli intermediari finanziari per gli atti illeciti commessi dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede . . . . . | 267 |
| 2. | La responsabilità della società di consulenza finanziaria per gli atti illeciti commessi dai consulenti finanziari autonomi <i>ex art. 18-ter TUF</i> . . . . . | 278 |

CAPITOLO 5

**CONSULENZA FINANZIARIA AUTOMATIZZATA  
E POSSIBILI PROFILI CRITICI**

|    |                                                                         |     |
|----|-------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Introduzione . . . . .                                                  | 283 |
| 2. | La consulenza finanziaria e la cd. <i>robo advice</i> . . . . .         | 283 |
| 3. | Possibili profili critici dell'attività di <i>robo advice</i> . . . . . | 285 |
| 4. | Profili di responsabilità degli intermediari . . . . .                  | 290 |
| 5. | Conclusioni . . . . .                                                   | 291 |

CAPITOLO 6

**L'ONERE DELLA PROVA**

|    |                                                                                 |     |
|----|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. | Introduzione . . . . .                                                          | 293 |
| 2. | La norma di riferimento sull'onere della prova: art. 23, comma 6, TUF . . . . . | 293 |

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| <i>Indice analitico</i> . . . . . | 297 |
|-----------------------------------|-----|

