

Consulenza finanziaria

# Le società di consulenza finanziaria: una disciplina *in itinere* (\*)

di Maria-Teresa Paracampo

Con la riforma di recente introduzione nell'ordinamento finanziario la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti senza detenzione di somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza della clientela, già riconosciuta ai consulenti finanziari persone fisiche, è stata estesa alle società di consulenza finanziaria, in ordine alle quali il completamento del quadro normativo - tuttora *in itinere* - non appare di facile e sollecita definizione. L'Autrice solleva in proposito talune perplessità con riguardo tanto alla forma giuridica prescelta (s.p.a e s.r.l.), quanto al circoscritto campo di intervento per una più dettagliata e compiuta regolamentazione delle società di consulenza finanziaria.

## 1. Premessa

Tra le novità più significative introdotte dalla direttiva 2004/39/CE (Mifid) nell'ordinamento finanziario è da segnalare la promozione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad attività finanziaria a titolo principale (1).

L'*upgrading* in tal senso è stato motivato dallo stesso legislatore comunitario sulla base della constatazione della «sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate» (*considerando* 3 Mifid).

Difatti, il bisogno di consulenza e di aiuto dei risparmiatori nelle scelte finanziarie - come è stato evidenziato - «segnala, in termini inequivoci, la correlazione che intercorre tra un'operatività «su misura» e gli effetti benefici che possono derivarne all'investitore; se ne evidenzia, altresì, la funzione chiarificatrice in un contesto operativo caratterizzato dalla presenza di prodotti ad alto rischio la cui complessità si pone, spesso, a fondamento di situazioni nelle quali il risparmiatore può con estrema facilità andare incontro a perdite o, quel che è peggio, divenire preda di intermediari non corretti e senza scrupoli» (2).

Versante quest'ultimo che non è rimasto immune al vento riformatore, atteso che con un travagliato iter normativo - tuttora non completamente definito e le cui fasi si sono intersecate e succedute in maniera disordinata - il mondo della consulenza ha

registrato il censimento di nuovi adepti (i consulenti finanziari persone fisiche e le società di consulenza finanziaria), legittimati alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, sebbene nelle limitate forme operative fissate *ex lege*: senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. E ciascuno degli operatori professionali si caratterizza ed è destinato a distinguersi sul mercato per un proprio statuto normativo: in taluni casi definito (Sim), in altri parzialmente definito (consulenti finanziari persone fisiche), in altri ancora tutto da definire (società di consulenza finanziaria).

Quello da ultimo indicato rappresenta il versante soggettivo più critico, introdotto nel nostro ordinamento solo recentemente, a seguito di un intervento legislativo che si è intersecato perpendicolarmente nell'ambito del percorso - peraltro irto di

### Note:

(\*) Il presente contributo è destinato agli Scritti in onore del Prof. Francesco Capriglione.

(1) La qualificazione del servizio di consulenza ha subito alterne vicende: nel vigore della L. n. 1/1991 era considerato a pieno titolo un'attività di intermediazione mobiliare che richiedeva apposita autorizzazione; successivamente è stato liberalizzato e retrocesso nel girone dei servizi accessori dal D.Lgs. n. 415/1996, in attuazione della direttiva 93/22/CEE.

(2) Così Capriglione F., *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della Mifid. Profili sistematici*, Padova, 2008, 104.

ostacoli - relativo all'istituzione e al debutto operativo dell'albo dei consulenti finanziari. Intervento motivato principalmente dall'intento di riallineare le iniziali scelte del legislatore nazionale al contesto normativo comunitario.

È proprio dalle disposizioni della Mifid che bisogna prendere le mosse per comprendere la genesi delle società di consulenza finanziaria (d'ora in poi: SCF) e per ricostruire le principali coordinate normative che hanno segnato le fasi di un *iter* travagliato e tuttora non concluso, ricco di problematiche di natura temporale e sostanziale.

## 2. Il contesto normativo comunitario e le scelte del legislatore nazionale

All'origine della *querelle* che ha portato al riconoscimento della cittadinanza nazionale alle SCF vi sono dunque talune premesse normative di stampo comunitario, a partire da quelle che toccano ambiti soggettivi di applicazione della direttiva, rimessi alla discrezionalità degli Stati membri.

Così, dapprima l'art. 3, par. 1, Mifid, prevede un'esenzione facoltativa dall'applicazione della direttiva, rimessa sempre alla discrezionalità degli Stati membri, nei confronti delle «persone» (3) che: «non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e che per questo motivo non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti; e non sono autorizzate a prestare servizi di investimento, tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi di investimento collettivo e l'attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti; e nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzate a trasmettere ordini soltanto» ad una serie di soggetti ivi elencati, «a condizione che le attività di tali persone siano regolamentate a livello nazionale» (4).

Parallelamente, l'art. 4, par. 1, n. 1), Mifid, nell'ambito della definizione di impresa di investimento, rimette sempre alla discrezionalità degli Stati membri la possibilità di estenderne i margini includendovi «le imprese che non sono persone giuridiche a condizione che:

- a) il loro *status* giuridico garantisca ai terzi un livello di protezione dei loro interessi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche, e
- b) siano oggetto di una vigilanza prudenziale equivalente adeguata al loro *status* giuridico».

Contestualmente, l'art. 67 Mifid, nell'apportare una serie di modifiche alla direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale

delle imprese di investimento e degli enti creditizi, fissa due parametri quantitativi di carattere strutturale che incidono anche sul versante dei requisiti patrimoniali delle società in questione.

L'articolo su indicato contiene dapprima una premessa nel comma 1 - in specie, lett. c) - che esclude dalla definizione di impresa di investimento quelle «imprese che sono esclusivamente autorizzate a prestare i servizi di consulenza in materia di investimenti e/o ricevere e trasmettere ordini di investitori, in entrambi i casi senza detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti e che, per questo motivo, non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti».

In conseguenza di tanto il par. 3 elenca taluni requisiti patrimoniali che, nel *genus*, sono applicabili in via alternativa sulla scorta della scelta effettuata dall'impresa interessata, mentre nella *species*, sono tassativi quanto a tetti minimi da rispettare (5).

Il tenore delle disposizioni riportate - che porta ora a favorire l'accesso al mercato anche ad operatori sotto forma di imprese individuali, ora a considerare imprese di investimento, con tutte le conseguenze che ne conseguono sul versante disciplinare, anche quelle imprese non dotate di personalità giuridica - ha aperto ampie possibilità di scelta al legislatore nazionale sull'opportunità di estendere (ai sensi dell'art. 4) l'ambito dei soggetti qualificabili come imprese di investimento ovvero di raffigurare fattispecie soggettive (ai sensi dell'art. 3) diverse dalle imprese di investimento ed, in tale qualità, esentate dall'applicazione della direttiva.

Sulla base di tali premesse normative, il legislatore nazionale tuttavia, al termine di un lungo dibattito,

---

### Note:

(3) Il *considerando* 9 Mifid precisa che «il riferimento a persone dovrebbe essere inteso nel senso che esso include sia le persone fisiche sia le persone giuridiche».

(4) La norma precisa però al par. 2 che «le persone escluse dall'ambito di applicazione della presente direttiva a norma del paragrafo 1 non godono delle libertà di prestare servizi e/o di effettuare attività di investimento o di stabilire succursali previste, rispettivamente, dalle disposizioni dell'articolo 31 e dell'articolo 32».

(5) Requisiti che si articolano: nella fissazione di un capitale iniziale di cinquantamila euro; oppure nella sottoscrizione di un'assicurazione della responsabilità civile professionale estesa all'intero territorio comunitario o una garanzia comparabile contro la responsabilità derivante da negligenza professionale, che assicuri una copertura di almeno un milione di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di un milionecinquecentomila euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo; oppure nella previsione di una combinazione di capitale iniziale e di assicurazione della responsabilità civile professionale in una forma che comporti un livello di copertura equivalente a quella prevista dai predetti requisiti di capitale o di assicurazione.

ha preferito esercitare un'opzione normativa di parziale adeguamento. Difatti la legge comunitaria 2006 (L. n. 13/2007), recante i criteri di delega per il recepimento della Mifid, ha circoscritto esclusivamente alle persone fisiche l'ambito dei soggetti abilitati a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti con le limitazioni operative indicate dagli artt. 3, par. 1 e 67 Mifid (senza detenere fondi o strumenti finanziari di pertinenza della clientela), escludendo contestualmente identica possibilità per le persone giuridiche (6).

Successivamente, la scelta iniziale del legislatore nazionale di inibire l'attività di consulenza alle persone giuridiche è stata oggetto di una sorta di ripensamento (un vero e proprio *revirement*) che ha portato all'introduzione nel Tuf dell'art. 18 *ter* (7), relativo alle società di consulenza finanziaria.

Dette società, nella veste di società per azioni e di società a responsabilità limitata, sono state così legittimate ad esercitare l'attività di consulenza in materia di investimenti con le stesse limitazioni operative previste per i consulenti finanziari persone fisiche: senza detenere fondi o strumenti finanziari di pertinenza della clientela.

Il riallineamento con la normativa comunitaria non è però privo di traumi, dal momento che solleva diverse problematiche (specie nel raffronto con le Sim), ed ha i suoi costi sul versante dell'implementazione della nuova disciplina che, se per un verso continua a subire ritardi, per altro verso non appare di facile e sollecita definizione.

Nella prospettiva di riassumere la cronistoria delle SCF e la complessa cornice normativa nella quale vanno inquadrare, va altresì segnalato che quando tutto sembrava pronto per far partire e rendere ufficialmente operativo l'albo dei consulenti finanziari ecco verificarsi l'ennesimo «incidente di percorso» in quella che ormai è una lunga e tormentata vicenda che si trascina da troppo tempo e che ha tutto il sapore di una classica «soap opera normativa all'italiana» (8), nella quale si sono alternati continui rinvii e interventi a sorpresa.

**Note:**

(6) Conformemente alla delega ricevuta, il legislatore, dilatando l'art. 18 Tuf relativo ai soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento, ha introdotto l'art. 18 *bis* sui consulenti finanziari persone fisiche, dotati dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali fissati da un decreto ministeriale ed iscritti all'albo professionale tenuto a cura di un organismo di categoria, a sua volta sottoposto alla vigilanza della Consob. La definizione del quadro disciplinare, rimesso prettamente alla normazione secondaria, si articola in due decreti del Ministro dell'economia (uno sui requisiti dei consulenti, l'altro di nomina dei membri dell'organismo) e nel regolamento Consob (sulle

modalità di tenuta dell'albo e sulle regole di condotta dei consulenti).

Attualmente è disponibile solo il D.M. 24 dicembre 2008, n. 206, il primo - e al momento anche l'unico - a vedere la luce, che consacra la nascita dell'albo professionale e ufficializza i requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari. Disciplina quest'ultima destinata però a rimanere «lettera morta», in attesa che il *puzzle* normativo non venga completato con i pezzi mancanti (i.e. il regolamento Consob e il decreto ministeriale di nomina dei membri dell'organismo deputato alla tenuta dell'albo) che sono strettamente intersecati tanto da costituire condizione imprescindibile ai fini del debutto operativo dell'albo. Debutto che, dopo un movimentato balletto di rinvii, dovrebbe - *rebus sic stantibus* - avvenire il prossimo 31 dicembre 2009.

Difatti, l'art. 19, comma 14, D.Lgs. n. 164/2007 indicava dapprima - per il debutto ufficiale dell'albo dei consulenti finanziari - la data del 30 giugno 2008, poi spostata al 31 dicembre 2008, ulteriormente rinviata al 30 giugno 2009 ad opera dell'art. 41, comma 16 *bis*, d.l. 30 dicembre 2008, n. 207 (c.d. decreto Milleproroghe), convertito in L. 27 febbraio 2009, n. 14 e nuovamente prorogata al 31 dicembre 2009 con il decreto anticrisi (art. 23 D.L. 1° luglio 2009, n. 78, convertito in L. 3 agosto 2009, n. 102).

Il testo dell'art. 19, comma 4, D.Lgs. n. 164/2007 risulta attualmente così modificato: «Fino alla data di entrata in vigore dei provvedimenti di cui all'articolo 18 *bis* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e comunque non oltre il 31 dicembre 2009, la riserva di attività di cui all'articolo 18 del medesimo decreto non pregiudica la possibilità per i soggetti che, alla data del 31 ottobre 2007, prestano consulenza in materia di investimenti, di continuare a svolgere il servizio di cui all'art. 1, comma 5, lett. f), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti».

(7) Si tratta di previsione inserita in sede di discussione del d.d.l. n. 1082, recante «Disposizioni per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività nonché in materia di processo civile (Disegno di legge collegato alla manovra di finanza pubblica, ai sensi dell'articolo 126 *bis* del Regolamento)», poi approvata con L. 18 giugno 2009, n. 69 (art. 2).

L'accoglimento dell'emendamento relativo all'introduzione dell'art. 18 *ter*, in ordine al riconoscimento giuridico delle società di consulenza finanziaria, diverse dalle Sim, sotto forma di spa o srl, è stata considerata una vittoria dell'Assofinanze, associazione di categoria che ha perorato tenacemente la causa in questione per il tramite della Sen. Bonfrisco, ponendo fine ad «una vicenda che si trascina da qualche anno a causa di un'errata interpretazione data, nella passata legislatura, dal precedente Governo al recepimento della Mifid».

Per comodità di lettura, si riporta il disposto dell'art. 18 *ter* Tuf: «A decorrere dal 1° ottobre 2009, la riserva di attività di cui all'articolo 18 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.

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.

Nell'albo di cui all'art. 18 *bis*, comma 2, è istituita una sezione dedicata alle società di consulenza finanziaria per la quale si applicano i commi 3, 4, 5, 6, 7 e 8 del medesimo articolo».

(8) Altro esempio degno di citazione è la legge risparmio (L. 28 dicembre 2005, n. 262) che, nata con l'intento di tutelare il risparmio ed i risparmiatori all'indomani dei noti scandali finanziari, ha avuto una gestazione lunga due anni, producendo però diverse storture, talvolta in contraddizione con l'ordinamento co-  
(segue)

Nel caso in questione il colpo di scena è racchiuso nel decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101 che reca modifiche e integrazioni ai D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) e D.Lgs. n. 17 settembre 2007, n. 164 (di recepimento della Mifid), in particolare all'art. 18 *bis*, con riguardo tanto all'organismo deputato alla tenuta dell'albo dei consulenti finanziari, quanto all'albo medesimo che il legislatore tende a disciplinare sulla falsariga di quello già istituito ed operante per i promotori finanziari, creandone un parallelismo tecnico-organizzativo (9).

Va però precisato che il termine di decorrenza per il debutto ed il contestuale riconoscimento ufficiale delle SCF nel mondo della consulenza, fissato per il 1° ottobre 2009, è passato invano e pressoché inosservato.

Il legislatore ha mancato all'appuntamento che si era prefissato, rinviando implicitamente ad un identico nastro di partenza tanto i consulenti *ex art. 18 bis*, quanto le SCF *ex art. 18 ter* Tuf. Nastro di partenza che, se avrà fine il balletto dei rinvii e non interverranno altre proroghe, dovrebbe coincidere - a seguito del quarto rinvio - con la data del 31 dicembre 2009.

### 3. Il riconoscimento normativo delle SCF e la disciplina applicabile

Il prossimo debutto dell'albo è destinato a mutare lo scenario della consulenza in materia di investimenti con il pieno riconoscimento di due nuovi operatori professionali, il consulente finanziario e le società di consulenza finanziaria, che si contenderanno il mercato con le Sim di pura consulenza.

Tanto rischia però di creare sia confusione sui tratti peculiari di ciascun soggetto (in particolare tra sim di pura consulenza e società di consulenza finanziaria indipendente che, di primo acchito, assumono le sembianze di due «gemelli diversi», pur prestando identico servizio con medesime limitazioni operative), sia distorsioni della concorrenza tra operatori dello stesso settore.

Difatti la crescita del mercato e lo sviluppo di una pluralità di soggetti impegnati nel settore della consulenza pone diverse problematiche di coordinamento del contesto normativo, unitamente all'esigenza di trovare il giusto equilibrio di contemporaneo tra gli statuti normativi dei diversi operatori.

Motivo per cui si rende necessario livellare il campo delle regole tra le due realtà societarie, onde evitare trattamenti discriminatori e disparitari, che di-

versamente potrebbero ritorcersi a danno della professionalità dei soggetti già operanti e della tutela degli investitori. Nel contempo, la definizione di regole certe ed omogenee consente loro di concorrere ad armi pari ed evitare che quel sistema di controlli, cui sono sottoposte le Sim, possa incrinarsi concedendo «sconti regolamentari» e vantaggi competitivi ai nuovi adepti della consulenza.

#### 3.1. Il confronto con le Società di intermediazione mobiliare: l'istituzione del Tavolo di Lavoro delle Sim di Consulenza

Al fine indicato e nella prospettiva di coordinare e riequilibrare il contesto normativo, è stato di recente istituito un Tavolo di Lavoro delle Sim di consulenza. Tavolo le cui finalità trovano espressione nel Protocollo di Intesa (10) stipulato tra la quasi totalità delle Sim autorizzate a prestare la consulenza in materia di investimenti con limitazioni operative, cioè senza detenzione, neanche temporanea, delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela e senza assunzione di rischi da parte delle società stesse.

Obiettivo precipuo - come si legge nel citato Protocollo - è quello di costituire un «luogo di studio e discussione per affrontare in modo sistematico i te-

---

#### Note:

(segue nota 8)

munitario che sugli stessi temi andava in direzione opposta, tanto da richiedere in un primo tempo un nuovo intervento a distanza di un anno a mezzo di un decreto correttivo (D.Lgs. 29 dicembre 2006, n. 303) e in un secondo momento l'abrogazione di alcuni articoli ad opera della legge comunitaria 2006, recante attuazione della direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid).

Su quest'ultimo profilo si pensi alla disciplina dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento o alla modifica dell'art. 21 Tuf sull'adeguatezza e sulla preventiva definizione del grado di rischiosità di ciascuno strumento finanziario, in ordine ai quali mi sia consentito rinviare alle osservazioni critiche già sollevate rispettivamente in: Antonucci A. - Paracampo M.T., *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 286, specie 303 ss.; Paracampo M.T., *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, *ibidem*, 2007, II, 93, in particolare 115 ss.

(9) Nella relazione illustrativa del decreto citato l'intervento legislativo, recante una revisione dell'art. 18 *bis* Tuf, viene motivato dalla necessità di mantenere «inalterata l'originaria impostazione di fondo della norma, ma ne chiarisce e completa alcuni profili fondamentali ai fini del miglior funzionamento della disciplina ivi contenuta. Per conservare la necessaria coerenza tra la disciplina in materia di consulenti finanziari e quella in materia di promotori finanziari il presente decreto interviene anche su quest'ultima, modificando il quarto comma dell'articolo 31 del Tuf».

(10) Si precisa che la lettura del Protocollo di Intesa tra le Sim di Consulenza e del documento preparatorio per l'audizione delle stesse innanzi alla Consob avvenuta nel mese di luglio, si deve alla cortesia del rappresentante del Tavolo di Lavoro, Dott. Massimo Scolari.

mi più rilevanti della consulenza finanziaria indipendente che saranno determinati in esito al confronto democratico tra i diversi partecipanti ed elaborare proposte e/o soluzioni condivise per supportare iniziative di confronto con le Autorità competenti, nonché attività di formazione, informazione e comunicazione, anche coordinate con istituzioni, sia pubbliche che private».

Il sodalizio tra le Sim di consulenza nasce quindi dall'esigenza pressoché unanime di «avviare un confronto con le Autorità di Vigilanza al fine di favorire un'adeguata rappresentazione delle specificità dell'attività di consulenza in materia di investimenti e di richiedere adattamenti della regolamentazione finalizzati ad un miglioramento dell'efficienza del servizio di consulenza prestato ai clienti».

In questa prospettiva si inseriscono talune proposte avanzate dal sodalizio ed illustrate alla Consob nell'audizione tenutasi il 2 luglio scorso. Proposte che, prendendo le mosse dalla caratteristica principale del servizio, prestato senza assunzione di rischio per la Sim di pura consulenza, sono finalizzate ad evidenziare l'inutilità e la superfluità nel caso specifico di alcune disposizioni, generalmente applicabili a tutti gli intermediari finanziari. E le proposte spaziano dalla richiesta di una semplificazione degli oneri amministrativi e di conseguente alleggerimento degli adempimenti connessi all'attività di segnalazione all'Autorità di vigilanza; a quella relativa all'instaurazione di forme di collaborazione con i consulenti finanziari e le nasciture SCF; alla possibilità di ricorrere all'offerta fuori sede personalmente, senza doversi avvalere necessariamente di promotori finanziari, onde rendere più proficuo il dialogo diretto con il cliente anche all'esterno della sede sociale; fino all'opportunità di rivedere l'obbligo di adesione delle Sim di consulenza al Fondo Nazionale di Garanzia, dal momento che non detengono, neanche temporaneamente, liquidità e titoli della clientela.

Le Società aderenti al Protocollo d'Intesa ritengono però prioritario e «sottolineano l'importanza di mantenere una idonea ed adeguata struttura dei controlli sull'attività di consulenza da parte delle Autorità, a salvaguardia degli interessi dei clienti e a tutela dell'immagine del settore». In questa prospettiva auspicano che i regolamenti attuativi della Consob «definiscano chiaramente un contesto normativo e regolamentare omogeneo, coerente ed unico per tutti i soggetti che operano nel settore della consulenza, prescindendo dalla figura giuridica prescelta».

### **3.2. I requisiti strutturali delle SCF. L'oggetto sociale delle società di consulenza finanziaria**

Il tenore estremamente laconico della disciplina delle SCF, rimessa essenzialmente alla emananda regolamentazione secondaria (11), genera diversi dubbi ed interrogativi che, in attesa di soluzioni regolamentari, si affastellano soprattutto sui requisiti strutturali che devono connotare le nuove società. A titolo esemplificativo, se ne prenderanno in considerazione solo taluni - quali l'oggetto sociale, il capitale sociale, la composizione societaria, il requisito dell'indipendenza - pur potendo la disamina essere estesa ad altri profili.

Preliminarmente, accanto alla regolamentazione dei requisiti indicati appare innanzitutto auspicabile un intervento - di non secondaria importanza - in ordine alla denominazione sociale che, parimenti alle Sim, dovrebbe nel caso specifico contenere l'indicazione obbligatoria di «società di consulenza finanziaria». E tanto al fine di consentirne, anche a tutela degli investitori, un'immediata riconoscibilità sul mercato, con le caratteristiche proprie che le contraddistinguono rispetto agli altri operatori del settore.

Con riguardo all'oggetto sociale delle SCF, è verosimile che abbia carattere esclusivo e coincida con la definizione di consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5 *quinquies*, Tuf (12), ristretta però nei margini operativi fissati

---

#### **Note:**

(11) All'appello mancano ancora, oltre al decreto ministeriale sui requisiti delle SCF e dei relativi esponenti aziendali, il regolamento Consob e il decreto ministeriale di nomina dei membri dell'organismo deputato alla tenuta dell'albo.

Peraltro, se le notizie sul versante dell'albo non appaiono positive, visto i continui rinvii, non sono incoraggianti neanche quelle sul versante dell'organismo, la cui costituzione rappresenta la *condicio sine qua non* per l'operatività dell'albo, dal momento che è incaricata dell'iscrizione dei consulenti nell'albo e del controllo sull'operato degli stessi.

L'art. 14 *bis* D.Lgs. n. 164/2007, introdotto recentemente dall'art. 2 D.Lgs. n. 101/2009, rimette alla competenza ministeriale la nomina dei membri in sede di prima applicazione, ma nella giungla dei parametri temporali fissati ora a pena di decadenza, ora quali termini di inizio decorrenza, non è possibile rintracciarne uno per l'emanazione del citato decreto.

(12) L'art. 1, comma 5 *septies*, Tuf, precisa che «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 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. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione».

L'introduzione di una definizione del servizio rappresenta altro elemento di novità della Mifid, laddove nel sistema previgente l'individuazione della fattispecie era affidata esclusivamente al-

(segue)

dall'art. 18 *ter* e quindi prestata «senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti» (13).

Esclusività dell'oggetto sociale che tuttavia non risulta intaccata - nei limiti in cui viene meglio definita nell'atto costitutivo (14) di ciascuna società - dalla congiunta prestazione di servizi accessori per i quali, non vigendo alcuna riserva di attività, non ricorre alcun obbligo di autorizzazione e sono quindi liberamente esercitabili. A condizione però che venga rispettato l'elemento indefettibile dell'indicato limite operativo, che solo può concorrere a rendere compatibile l'esercizio congiunto dell'attività di consulenza e di servizi accessori.

Al riguardo non sembra poi vi siano fattori normativi che ostino ad un'integrazione di tal sorta. Anzi, nell'elenco dei servizi accessori di cui all'art. 1, comma 6, Tuf, appaiono a tal fine funzionali quelli di cui alle lett. d) - f), ovverossia: da un lato quello della «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»; dall'altro lato quello della «ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari» (15).

A *contrario*, va esclusa la prestazione di quei servizi accessori che, come già detto, involgono la detenzione di denaro o di strumenti finanziari, ovvero l'assunzione di rischi in proprio da parte della SCF, quale «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» [art. 1, comma 6, lett. c), Tuf].

La lett. g) *bis*) del medesimo articolo individua poi, con formula di chiusura, «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» (16).

Il carattere non tassativo dell'elenco dei servizi accessori, aperto all'evoluzione finanziaria ed all'introduzione di nuovi servizi, farebbe quindi propendere per l'integrazione della prestazione della consulenza con altri servizi di nuova coniazione, che possono

consulenza e, in particolare, con quelle differenti rappresentate dalle raccomandazioni generali di investimento, qualificate poi dalla Mifid come servizio accessorio. Sulla cronistoria e sulle opportune distinzioni dei servizi in questione mi sia consentito rinviare a Paracampo M.T., *L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Bari, 2008.

Va infine precisato che i margini della definizione ed i tratti caratterizzanti del servizio di consulenza sono oggetto altresì del *consultation paper* del CESR su «*Understanding the definition of advice under Mifid*» del 14 ottobre 2009.

(13) È proprio l'esclusività dell'oggetto sociale che qualifica le società in questione come società di consulenza finanziaria.

(14) Con riguardo all'atto costitutivo ed allo statuto delle società di consulenza finanziaria, vale la pena ricordare che l'art. 18 *ter* Tuf, nella sua estrema laconicità dispositiva, nulla prevede circa la presentazione (o la valutazione) degli stessi all'organismo deputato al controllo dei requisiti necessari all'iscrizione nell'albo.

E tanto a differenza delle Sim per le quali una delle condizioni più rilevanti, in sede di autorizzazione, è rappresentata - ai sensi dell'art. 19, comma 1, lett. e), Tuf, dalla presentazione, «*unitamente all'atto costitutivo e allo statuto*, (di) un programma concernente l'attività iniziale, ivi compresa l'illustrazione dei tipi delle operazioni previste, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali». Presentazione che, nel contesto di tutti i presupposti richiesti dall'art. 19, comma 1, è finalizzata alla verifica, da parte della Consob, delle condizioni necessarie affinché «risulti garantita la sana e prudente gestione, e assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento» (art. 19, comma 2, Tuf).

Si auspica pertanto che le maglie normative del ristretto ambito regolamentare del Ministro dell'economia, circoscritto alla determinazione dei requisiti patrimoniali e di indipendenza, vengano un po' forzate ed allargate onde inserire previsioni di tal sorta, che riconoscano altresì una qualche forma di controllo dell'organismo di vigilanza sull'atto costitutivo e sullo statuto societario, nonché sulla struttura organizzativa prescelta o sull'eventuale partecipazione a gruppi societari.

(15) Va precisato che in ordine al servizio di consulenza aziendale è assente una definizione espressa (per alcune considerazioni in proposito si rinvia a de Mari M., *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia di investimenti (ragioni di una distinzione)*, in questa *Rivista*, 2009, 401), a differenza di quello di ricerca ed analisi finanziaria, con riguardo al quale l'annosa problematica relativa ai conflitti di interesse, nei quali possono incorrere gli analisti finanziari che operano alle dipendenze di intermediari finanziari, ha spinto il legislatore, comunitario primo nazionale poi, a dettare apposita disciplina - che si innesta trasversalmente su altra di generale applicabilità con riguardo a tutti i soggetti che diffondono raccomandazioni generali di investimento - unitamente ad un'espressa definizione del servizio medesimo. In proposito mi sia consentito rinviare più diffusamente a Paracampo M.T., *L'informativa finanziaria derivata*, cit.

(16) Parallelamente, l'art. 18, comma 5, Tuf riconosce al Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, una duplice competenza regolamentare relativa: in primo luogo, all'individuazione di «*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» e tanto si giustifica «al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie» (lett. a); in secondo luogo, «all'adozione di norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo (art. 18), nel rispetto delle disposizioni comunitarie» (lett. b). (i corsivi sono miei).

### Note:

(segue nota 12)

l'orientamento della Consob. Orientamento la cui evoluzione ha messo in luce le differenze con altre fattispecie assimilabili alla

accedere al servizio di consulenza e possono contribuire a renderlo più efficace, a condizione sempre che non venga compromesso quel limite operativo (assenza di detenzione di disponibilità liquide e di strumenti finanziari di pertinenza della clientela) che rappresenta la caratteristica peculiare della consulenza finanziaria e che giustifica l'applicazione di un regime normativo speciale (artt. 18 *bis* e *ter* Tuf e disposizioni di attuazione).

Va però precisato che l'oggetto sociale e l'ambito dei servizi esercitabili è suscettibile di un'ulteriore integrazione, in attuazione di un'espressa disposizione della Mifid (art. 67), nella quale il legislatore comunitario ha fissato determinati requisiti patrimoniali (capitale iniziale di euro cinquantamila e sottoscrizione obbligatoria di copertura assicurativa della responsabilità civile professionale) per le «imprese che sono esclusivamente autorizzate a prestare i servizi di consulenza in materia di investimenti e/o a ricevere e trasmettere ordini di investitori, in entrambi i casi senza detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti» (17).

Circostanza quest'ultima che, pur involgendo un servizio di investimento a titolo principale (i.e. ricezione e trasmissione ordini), se per un verso non ha trovato piena attuazione nel nostro ordinamento, per altro verso non esclude un possibile intervento legislativo atto a riallineare la normativa nazionale a quella comunitaria e ad estendere i margini di operatività delle SCF. Il che non svincola in alcun modo il carattere esclusivo dell'oggetto sociale, dal momento che, come si è indicato, anche il servizio di ricezione e trasmissione ordini dovrebbe essere prestato senza detenzione di denaro o di strumenti finanziari della clientela, condizione imprescindibile a fronte della quale dette società «non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti» (art. 67, par. 1).

Di identico avviso si mostra altresì il sodalizio delle Sim di Consulenza che, sulla scorta dell'esperienza diretta derivante dal costante rapporto con il cliente e dalla constatazione di talune inefficienze temporali tra il momento della formulazione della raccomandazione e il trasferimento dell'ordine all'intermediario a cura del cliente, auspica che l'attività di ricezione e trasmissione ordini possa essere svolta, quale estensione del servizio di consulenza, esclusivamente nei confronti dei propri clienti.

L'unico ostacolo che si frappone su questa strada è dato dal fatto che la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini è assoggettato ad autorizzazione che, nel caso delle Sim, farebbe lievitare

sensibilmente ed in maniera sproporzionata gli obblighi di patrimonializzazione.

La proposta avanzata pertanto prevede - e la soluzione potrebbe essere condivisa con le SCF - che l'attività in questione, in deroga alle disposizioni regolamentari, possa essere considerata attività connessa e strumentale al servizio di consulenza, potendo essere esercitata esclusivamente nei confronti dei clienti già destinatari di raccomandazioni personalizzate.

Altro profilo concerne le modalità della prestazione dell'attività di consulenza - *face to face* ovvero *on line* - che condiziona la struttura organizzativa delle SCF.

Sul primo versante l'attività potrà essere svolta direttamente presso la sede della società ovvero a mezzo di offerta fuori sede, modalità quest'ultima che nel caso delle SCF non comporta necessariamente l'obbligo (18) - già previsto per gli intermediari finanziari - di avvalersi di promotori finanziari (19).

Con riguardo alla modalità telematica, il cui uso è ormai invalso anche nella prestazione dei servizi finanziari, anche la consulenza, in qualità di servizio di investimento, può essere oggetto di commercializzazione a distanza. A tal proposito la Consob è intervenuta precisando che la consulenza in materia di investimenti può essere esercitata anche via web tramite l'invio di e-mail o sms e che per essere qualificata come attività personalizzata deve essere specificamente rivolta al singolo cliente, tener conto delle sue caratteristiche ed essere attinente a determinati strumenti finanziari. Operatività che ne-

---

**Note:**

(17) In proposito, già nella relazione accompagnatoria della proposta di direttiva Mifid del 2002 [COM(2002) 625 def. del 19 novembre 2002], si leggeva che anche in questo caso «non (si) pongono rischi di controparte o rischi sistemici agli altri partecipanti al mercato e i clienti non corrono il rischio di una perdita diretta di fondi e titoli».

(18) Non va dimenticato che le SCF non sono qualificabili come imprese di investimento e in tale qualità non sono tenute all'applicazione della Mifid.

(19) Sul punto il sodalizio delle Sim di Consulenza ha già evidenziato l'opportunità di consentire un dialogo diretto degli esponenti aziendali delle Sim e dei loro collaboratori con la propria clientela anche all'esterno della sede sociale, «in merito, ad esempio, all'evoluzione delle condizioni economiche e dei mercati finanziari, tematiche che non sono tra l'altro comprese nella definizione dell'attività di consulenza tratteggiata dalla normativa comunitaria» (documento preparatorio per l'audizione presso la Consob).

In questa prospettiva auspica che vengano introdotte in materia di offerta fuori sede del servizio di consulenza regole di comportamento omogenee tanto per le SCF quanto per le Sim di Consulenza.

cessita di un'adeguata piattaforma informatica e comporta per le SCF la creazione di un sito web al quale l'accesso del cliente sia subordinato all'utilizzo di una password.

### 3.3. Il capitale sociale

Altro profilo dai risvolti problematici è rappresentato dal capitale sociale, la cui dotazione iniziale costituisce una delle discriminanti tra le Sim di pura consulenza e le nasciture SCF.

Anche su questo versante il *gap* tra i due operatori è notevole: le prime devono rispettare livelli di patrimonializzazione piuttosto elevati, fissati dalla Banca d'Italia che in materia è competente, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. a), Tuf, ad esercitare compiti di vigilanza prudenziale sugli intermediari ed, in particolare, a disciplinare gli obblighi delle Sim e delle Sgr in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili.

Di conseguenza, la prestazione del servizio di consulenza da parte delle Sim è subordinato al rilascio di un'autorizzazione condizionata, *inter alia*, dal rispetto del limite di capitale versato, che deve essere di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia [ex art. 19, comma 1, lett. d), Tuf].

Gli importi minimi del capitale versato dalle Sim, come fissati dal regolamento della Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, sono differenziati in relazione alla tipologia di servizio o attività di investimento che gli intermediari intendono svolgere. In un crescendo quantitativo la dotazione di capitale minima risulta più che raddoppiata in funzione dello svolgimento di servizi che comportano l'assunzione di rischi (20).

Nella specie, con riguardo alle Sim di pura consulenza - che intendono prestare esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti con la limitazione operativa derivante dall'assenza di detenzione, anche in via temporanea, di disponibilità liquide e strumenti finanziari di pertinenza della clientela e senza assunzione di rischi in proprio da parte delle società - l'importo minimo di capitale (che deve essere rispettato continuativamente durante la vita societaria) coincide altresì con l'importo minimo di euro centoventimila, già fissato per la costituzione delle società per azioni.

Differenti i tetti minimi fissati invece dall'art. 67 Mifid che, modificando in proposito gli artt. 2 e 3 della direttiva 93/6/CE, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, ha previsto espressamente - come già

evidenziato (21) - la dotazione minima di capitale di euro cinquantamila o la sottoscrizione di polizza assicurativa per la responsabilità civile professionale (per un massimale rispettivamente di euro un milione per ciascuna richiesta di indennizzo e di euro un milionecinquecentomila per l'importo totale delle richieste di indennizzo), ovvero una combinazione di entrambi equivalente alle precedenti forme di copertura. Dotazione valida - si precisa ancora una volta - per le imprese autorizzate a prestare unicamente servizi di consulenza in materia di investimenti e/o a ricevere e trasmettere ordini di investitori senza detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti.

La determinazione di detti importi, confermati dal combinato disposto degli artt. 3, par. 1, lett. b), punto iii) e 7 direttiva 2006/49/CE del 14 giugno 2006, di rifusione della citata direttiva 93/6/CE, rappresenta - si ricorda nuovamente - una delle cause all'origine della *querelle* che si è prolungata fino all'introduzione dell'art. 18 *ter* Tuf ed al riconoscimento giuridico delle SCF sotto forma di s.p.a. o di s.r.l.

Purtroppo, la *querelle* rischia di riaccendersi e di trascinarsi ulteriormente, dal momento che difficilmente il limite quantitativo di capitale su riportato (euro cinquantamila) è compatibile con gli importi minimi fissati inderogabilmente dal codice civile per le forme giuridiche prescelte (di euro centoventimila per le spa ex art. 2327 c.c., di euro diecimila per le srl ex art. 2463, comma 2, n. 4, c.c.).

La questione non è di poco conto e costituisce uno dei nodi critici - in tema di requisiti patrimoniali - su cui si attende un intervento risolutivo del Ministro dell'economia ai sensi dell'art. 18 *ter*, comma 1, Tuf.

### 3.4. La composizione societaria delle SCF

La delimitazione dell'oggetto sociale incide inevitabilmente su altro versante di carattere soggettivo, con riguardo al quale nasce un dubbio che concerne la composizione tanto societaria che professiona-

---

#### Note:

(20) È stato però opportunamente rilevato che «è ormai unanimemente condiviso che l'imposizione di livelli di capitale minimo non risponde tanto all'esigenza di fronteggiare il rischio associato con la prestazione di servizi, quanto a quella di selezionare gli operatori all'ingresso sul mercato, scoraggiando iniziative imprenditoriali marginali, che potrebbero rappresentare un fattore di rischio per il sistema nel suo complesso» (cfr. Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 4° ed., 2008, 221).

(21) Su cui v. *supra*.



le della SCF, se cioè la proprietà, in ragione dell'esclusività dell'oggetto sociale, debba essere da un canto circoscritta e coincidere con quella dei soli consulenti ovvero possa essere aperta ad azionisti-investitori esterni alla società.

Sul punto l'art. 18 *ter* Tuf non offre sostanziali indici interpretativi, risultando carente proprio su uno degli aspetti più salienti della disciplina in tema di SCF.

Unico riferimento si scorge con riguardo alla possibile determinazione dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali (e quindi dei soggetti che ricoprono cariche apicali nella società), dal momento che la relativa regolamentazione non costituisce un campo obbligato di intervento normativo, bensì l'esercizio di un potere discrezionale riconosciuto al Ministro dell'economia, il cui ambito si estende dal *quantum* all'*an*. Alla competenza ministeriale viene rimessa la decisione non solo in che termini disciplinare i requisiti in questione, ma anche - a monte - sul «se» intervenire in materia.

I requisiti, per l'importanza del servizio reso al pubblico degli investitori, potrebbero ricalcare quelli previsti *ex art.* 13 Tuf per i soggetti abilitati ai sensi dell'art. 18 Tuf.

Diversamente, il disposto dell'art. 18 *ter* pecca per la mancanza di qualunque riferimento ai requisiti di onorabilità dei soci e detentori di partecipazioni, come non vi è traccia alcuna della possibilità che la SCF possa far parte di un gruppo societario.

Pur in assenza di una competenza normativa specifica, sarebbe auspicabile un'indicazione ministeriale su entrambi i profili indicati, dal momento che sono suscettibili di incidere sul versante dell'indipendenza delle SCF. Ed un intervento in tal senso potrebbe essere fatto rientrare proprio nelle maglie allargate del requisito di indipendenza, che l'art. 18 *ter*, comma 1, rimette alla necessaria ed esclusiva competenza ministeriale.

Dovrebbero così essere regolamentati i requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni nelle SCF, magari alla stregua di quanto previsto sia nel Tub che nel Tuf. Allo stesso modo, dovrebbero essere altresì determinate le soglie partecipative (22), il superamento delle quali potrebbe influire sul controllo della società, determinandone le scelte e quindi rischiando, in definitiva, di compromettere quel requisito di indipendenza che deve connotare anche le SCF.

Parimenti, potrebbe prevedersi e disciplinarsi la possibilità per la SCF di essere integrata in un gruppo di società (alcune specializzate nell'analisi finan-

ziaria indipendente, altre in servizi di consulenza aziendale), anche straniera, che, pur conservando il requisito dell'indipendenza rispetto ad emittenti ed intermediari (come prescritto dall'art. 5, comma 1, D.M. n. 206/2008 per i consulenti persone fisiche), prestino servizi accessori strumentali ad un più proficuo esercizio della consulenza. Soluzione questa che - se seguita - potrebbe allargare il raggio di azione della vigilanza esercitata dall'organismo, estendendolo dalla singola società alla struttura del gruppo, onde sia evitare che talune vicende societarie possano avere ripercussioni negative sulla SCF e possano eventualmente pregiudicarne il carattere dell'indipendenza (23), sia verificare il perdurante rispetto dello stesso requisito ai fini della permanenza dell'iscrizione nell'albo.

Ancora. Dal punto di vista della composizione professionale non si specifica se la società di consulenza finanziaria, ai fini della stessa qualificazione come tale, debba essere composta esclusivamente da consulenti finanziari o possa integrarsi e avvalersi dell'ausilio di altre competenze collaterali (es. avvocati e commercialisti), rimesse a professionisti appartenenti ad altro ordine professionale, iscritti al relativo albo e per i quali la prestazione della consulenza in maniera occasionale, nell'ottica della Mifid (24), rientra nel corposo campo delle esenzioni, sottratto all'autorizzazione dell'autorità di vigilanza. Costoro, in qualità di professionisti, risultano peraltro già inclusi anche nell'elenco degli associati Nafop (una delle più rappresentative associazioni di categoria dei consulenti finanziari indipendenti) ed in tale qualità possono fornire il proprio contributo sul versante operativo di pertinenza, nel rispetto tuttavia delle competenze professionali ad essi riservate *ex lege*.

Parimenti, su un profilo strettamente connesso si

---

**Note:**

(22) Vanno ivi incluse «anche le partecipazioni possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona, nonché i casi in cui i diritti derivanti dalle partecipazioni spettano o sono attribuiti ad un soggetto diverso dal titolare delle partecipazioni stesse od esistono accordi concernenti l'esercizio dei diritti di voto» (art. 14, comma 3, Tuf).

(23) Sul punto v. più diffusamente *infra*.

(24) L'art. 2 Mifid, nell'elencare le fattispecie soggettive sottratte all'applicazione della direttiva, indicava *sub* lett. c) e j), rispettivamente «le persone che prestano servizi di investimento a titolo accessorio nell'ambito di un'attività professionale, se detta attività è disciplinata da disposizioni legislative o regolamentari o da un codice di deontologia professionale i quali non escludono la prestazione dei servizi di cui trattasi; le persone che forniscono consulenza in materia di investimenti nell'esercizio di un'altra attività professionale non contemplata dalla presente direttiva, purché tale consulenza non sia specificamente remunerata».

presenta la questione se i consulenti debbano necessariamente avere la qualità di socio o possano essere assunti con contratto di lavoro subordinato e se in entrambi i casi debbano essere previamente iscritti all'albo dei consulenti persone fisiche ovvero l'iscrizione della società della quale sono soci o dalla quale dipendono nella sezione *ad hoc* dell'albo possa sanare eventuali mancanze in tal senso e quindi sia sufficiente ai fini della prestazione del servizio di consulenza.

E se quest'ultima ipotesi va esclusa alla luce della funzione costitutiva che svolge l'iscrizione all'albo ai fini dell'operatività della SCF, la prima invece sembra da avvalorare in considerazione del fatto che nell'esercizio dell'attività di consulenza il consulente, sia in qualità di persona fisica che in forma societaria, può avvalersi - sotto la propria direzione e responsabilità (*ex art. 2232 c.c.*) - di ausiliari o di collaboratori che, ai sensi dell'art. 2094 c.c., in qualità di prestatori di lavoro subordinato, si obbligano mediante retribuzione a collaborare nell'impresa, prestando il proprio lavoro intellettuale alle dipendenze e sotto la direzione dell'imprenditore. Siffatta possibilità è peraltro avallata dalla bozza del regolamento Consob che nell'art. 1, lett. l), reca la definizione di «soggetti rilevanti», categoria soggettiva che include «i dipendenti del consulente finanziario nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo del consulente finanziario e che partecipino alla prestazione del servizio di consulenza ed all'esercizio dell'attività di consulenza da parte del medesimo consulente».

È evidente quindi che diverse sono le domande ed i dubbi ingenerati da una disciplina lacunosa, sui quali si può tentare di avanzare ipotesi ricostruttive, ma in questo caso è il legislatore che, una volta legittimate le società di consulenza finanziaria, dovrebbe snocciolare i diversi interrogativi che ne conseguono e trovare una soluzione normativa.

### 3.4.1. Composizione societaria e consulenti assicurativi

Un'ulteriore considerazione di rende doverosa in tema di composizione societaria e professionale delle SCF.

La denominazione che contraddistingue le società in questione come «società di consulenza finanziaria» e la connotazione finanziaria della consulenza prestata, intesa in senso lato, farebbero propendere per la possibilità, rimessa alla scelta di ciascuna società, di arricchirne la composizione, avvalendosi altresì della competenza professionale di consulenti assicurativi.

Non vanno infatti tralasciati due fattori - entrambi di estrazione normativa - che depongono in tal senso.

In primo luogo, non vi è un rapporto di incompatibilità tra l'attività di consulenza esercitata dal consulente finanziario e quella assicurativa prestata da un intermediario assicurativo. Intermediario che, nel rispetto del requisito di indipendenza che sempre deve connotare le SCF, potrà immedesimarsi solo con la figura del mediatore di assicurazione (altresì denominato *broker*) che, ai sensi dell'art. 109, comma 2, lett. b), D.Lgs. n. 209/2005 (Codice delle assicurazioni private) (25), agisce su incarico del cliente e senza potere di rappresentanza di imprese di assicurazione. Depone esplicitamente in tal senso anche l'elenco delle situazioni di incompatibilità contemplate dalla bozza del regolamento Consob sui consulenti finanziari, che *sub art. 13*, comma 1 prevede l'incompatibilità dell'attività di consulente finanziario solo con le figure dell'agente di assicurazione e comunque con quei soggetti che prestano attività di intermediazione assicurativa sotto il vincolo contrattuale con imprese di assicurazione.

Il *broker* è esentato da siffatta incompatibilità, in quanto è l'unico in grado di rispondere alla finalità sottesa alla disposizione di cui all'art. 120, comma 4, lett. a), D.Lgs. n. 209/2005, ai sensi della quale - muovendo da prospettiva identica a quella dei consulenti finanziari - può prestare «un servizio di consulenza fondata su una analisi imparziale» dei prodotti offerti dal mercato (26), tale da individuare e raccomandare quello che tenga conto delle caratteristiche del cliente e risulti pertanto più adeguato alle sue esigenze assicurative.

In secondo luogo, la soluzione indicata (integrazione della composizione professionale con consulenti assicurativi) viene avvalorata da altro fattore - sempre normativo - di tipo oggettivo.

L'art. 67, par. 3, Mifid, con disposto rifuso nell'art. 8 direttiva 2006/49/CE (relativa all'adeguatezza pa-

---

#### Note:

(25) Il D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 è stato emanato in attuazione della direttiva 2002/92/CE in materia di intermediazione assicurativa.

(26) Per un commento più approfondito sull'argomento si rinvia a Moliterni F., *Commento sub art. 120*, in *Il Codice delle Assicurazioni Private. Commentario al D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Francesco Capriglione, con la collaborazione di Alpa G. e Antonucci A., Padova, 2007, vol. II, tomo I, 146, in particolare 162, il quale evidenzia come detta consulenza imparziale sia «vincolata solo all'obbligo - sostanzialmente eguale e contrario - dell'analisi di un numero sufficientemente ampio di prodotti di differenti imprese assicurative ed alla conseguente individuazione del prodotto idoneo a soddisfare le richieste del cliente/contraente».

trimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi), non esclude l'indicata possibilità, tanto da prevedere requisiti patrimoniali dimezzati (27) rispetto a quelli in generale fissati per le imprese che sono autorizzate unicamente a prestare servizi di consulenza in materia di investimenti e/o a ricevere e trasmettere ordini di investitori senza detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti, purché dette imprese siano registrate anche ai sensi della direttiva 2002/92/CE in tema di intermediazione assicurativa e ne soddisfino i requisiti ivi fissati.

In una simile prospettiva si offrirebbe al cliente un servizio di consulenza prestato a 360 gradi, tale da soddisfare le sue esigenze tanto di carattere finanziario in senso stretto, quanto di tipo assicurativo e previdenziale.

### 3.5. I requisiti di indipendenza

Uno dei versanti disciplinari più critici che l'art. 18 *ter* Tuf rimette alla competenza regolamentare del Ministro dell'economia concerne i requisiti di indipendenza delle SCF. Requisiti il cui rispetto, se nella generalità degli intermediari finanziari assume particolare rilevanza e valore deterrente ai fini della prevenzione di una nutrita serie di conflitti di interesse, nel caso dei consulenti persone fisiche e delle SCF rappresenta il tratto caratterizzante dei nuovi operatori finanziari (28), tanto da divenire determinante ai fini della stessa iscrizione (e permanenza dell'iscrizione) all'albo.

Difatti nel primo caso le soluzioni legislative adottate, impostate sui quattro moduli della prevenzione, identificazione, gestione e comunicazione al cliente di conflitti di interesse comportano per l'intermediario l'adempimento di taluni obblighi - alcuni di provenienza eteronormativa, altri di fonte autoregolamentare - finalizzati ad evitare che l'investitore possa subire un pregiudizio da situazioni in cui l'intermediario opera in conflitto di interesse (29).

Diversamente, per i consulenti e le società di consulenza finanziaria quello dell'indipendenza - o comunque della posizione di strutturale indipendenza rispetto agli investimenti consigliati - costituisce un requisito indispensabile che condiziona a monte la stessa iscrizione nell'albo e la cui violazione assume pertanto sia a motivo ostativo della permanenza dell'iscrizione medesima, sia a causa invalidante del contratto di consulenza eventualmente concluso (30).

Ben si comprende quindi l'importanza della definizione di un simile requisito, la cui individuazione ed esatta delimitazione, già oggetto di una lunga ed

annosa discussione con riguardo ai consulenti persone fisiche, si ripropone nuovamente nel caso di specie con modalità e forme più complesse, in ragione della veste societaria che il nuovo operatore può rivestire e che pertanto potrebbe esporlo ad un più ampio spettro di possibili situazioni conflittuali. E tanto sia che operi singolarmente, sia che risulti integrato nella struttura di un gruppo societario, profili entrambi che, come già indicato in tema di composizione societaria delle SCF, necessitano di un intervento ministeriale.

Con specifico riferimento al requisito dell'indipendenza, va precisato che l'art. 5 D.M. n. 206/2008 (31) assume una posizione ambivalente in ordine a due distinte fattispecie.

Posizione di netto rifiuto per la percezione di qua-

---

#### Note:

(27) Trattasi di: capitale iniziale di euro venticinquemila; copertura assicurativa di almeno cinquecentomila per ciascuna richiesta di indennizzo e di settecentocinquantomila euro per l'importo totale delle richieste di indennizzo; una combinazione di entrambe le forme indicate che comporti un livello di copertura equivalente.

(28) L'originaria denominazione dei consulenti persone fisiche includeva l'aggettivo «indipendenti» (i.e. consulenti indipendenti), successivamente - al termine della consultazione sulla bozza di decreto legislativo - tramutata in «consulenti finanziari», dal momento che, si era osservato, «la qualificazione di indipendenti solo per i soggetti operanti ex art. 18 *bis* portava in qualche modo ad un indebolimento della necessità dei requisiti di autonomia ed indipendenza che, invece sono in qualche modo coesenziali alla natura stessa del servizio di consulenza in materia di investimenti» [cfr. Zitiello L. (a cura di), *I consulenti finanziari, in La Mifid in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, 2° ed., Torino, 2009, 475].

(29) Sul punto si rinvia più diffusamente alle osservazioni di Antonucci A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1/2009, I, 9 ss.

(30) Si potrebbe dire che il principio dell'indipendenza prende il posto di quello della sana e prudente gestione che non assume valore pregnante per le SCF come per le Sim, soggette a stringenti regole di vigilanza prudenziale, dal momento la peculiarità operativa relativa all'assenza di detenzione di denaro e strumenti finanziari della clientela dovrebbe comportare implicitamente l'avversione a qualunque forma di rischio.

(31) Per comodità di lettura si riporta il disposto dell'articolo citato nel testo: «Non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.

Gli iscritti all'Albo informano l'Organismo, nei limiti e secondo le modalità da questo stabilite, dei rapporti intrattenuti con i soggetti di cui al comma 1, dichiarando che essi non sono tali da condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione di consulenza in materia di investimenti. L'Organismo valuta le suddette dichiarazioni ai fini della permanenza dell'iscrizione all'Albo.

Per la prestazione di consulenza in materia di investimenti gli iscritti all'Albo non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio».

lunque forma di commissione o provvigione - la norma parla genericamente di «beneficio» - da parte di soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio, pena il diniego di iscrizione o la cancellazione dall'albo.

Diversamente, assume una posizione più morbida per quanto concerne il divieto per i consulenti finanziari di intrattenere rapporti (di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare) con emittenti ed intermediari (32), in quanto non lo esclude *a priori* e ne subordina la validità (o la tollerabilità), ai fini dell'iscrizione nell'albo prima e della permanenza della stessa poi, ad una preventiva informativa nei confronti dell'Organismo e contestuale dichiarazione che detti rapporti «non sono tali da condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione di consulenza in materia di investimenti» (art. 5, comma 2).

Suscita però perplessità la possibilità così riconosciuta *a contrario* ai consulenti di intrattenere rapporti con intermediari ed emittenti, il cui carattere di eventuale compromissione del requisito dell'indipendenza è rimessa (o sanato?) all'autodichiarazione (una sorta di autocertificazione) degli stessi consulenti, mentre all'organismo compete la (semplice?) valutazione delle relative dichiarazioni ai fini della permanenza dell'iscrizione all'albo (33).

La disposizione, singolarmente considerata, sembra tradire - come è stato evidenziato - lo spirito della legge sulla nuova «consulenza indipendente» (34). Purtuttavia, volendo attribuire un'interpretazione estensiva ed allargare le maglie applicative della previsione, pena lo svuotamento di poteri dello stesso organismo ridotto ad un mero luogo di passaggio cartaceo, appare opportuno inquadrare il compito di valutazione dell'organismo nell'ambito delle più ampie funzioni ad esso assegnate dalla norma di fonte primaria, l'art. 18 *bis*, comma 6, lett. d) - f), Tuf, nella versione da ultimo adottata con il d.lgs. n. 101/2009.

Ai sensi di detti commi, l'organismo dispone di poteri istruttori funzionali allo svolgimento delle proprie attività, esercitando poteri di vigilanza sugli iscritti all'albo e potendo da un lato richiedere loro «la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, secondo le modalità e nei termini dallo stesso determinati»; dall'altro effettuare nei loro confronti «ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti ed il compimento degli atti ritenuti necessari, nonché procedere ad audizione personale».

Inquadrando la disposizione in questa prospettiva, l'organismo non dovrebbe limitarsi a valutare la di-

chiarazione ricevuta, bensì dovrebbe estendere i limiti del suo operato - se necessario - controllando prima il tenore della dichiarazione e verificando eventuali pregiudizi del requisito di indipendenza sulla scorta dei poteri di controllo di cui dispone, poi esercitando poteri sanzionatori ed intervenendo sulla sorte dell'iscritto all'albo.

La formulazione dell'art. 5 risente poi del carattere individuale della figura del consulente persona fisica e va pertanto riadattato e/o rinnovato tenendo conto della forma societaria dei nuovi adepti della consulenza, ivi inclusi i requisiti di indipendenza che dovranno rispettare altresì i dipendenti e/o i soggetti che collaborano alla prestazione del servizio di consulenza (i.e. «soggetti rilevanti»), i soci - che prestino o meno l'attività di consulenza - nonché gli esponenti aziendali, magari rimettendo all'autodeterminazione della società la predisposizione di eventuali procedure interne e l'adozione di una *policy* a presidio del requisito dell'indipendenza. Il che si riflette sul versante della tutela degli investitori e di un corretto ed imparziale esercizio dell'attività di consulenza in materia di investimenti.

Nella stessa prospettiva il requisito dell'indipendenza va ricalibrato sul duplice binario, soggettivo ed oggettivo, con riferimento tanto ai rapporti interpersonali - principalmente con intermediari ed emittenti prodotti finanziari - quanto all'oggetto della raccomandazione personalizzata, lo strumento finanziario.

Peraltro, sulla scia della disciplina dei conflitti di interesse dettata dal regolamento congiunto Banca

---

**Note:**

(32) Uno dei profili messi a fuoco dal Tavolo di Lavoro delle Sim di Consulenza nel documento preparatorio per l'audizione in Consob concerne la limitazione relativa all'instaurazione di rapporti patrimoniali o professionali da parte del consulente con gli intermediari, dal momento che - a parere degli esponenti delle Sim di consulenza, che per loro natura non offrono a terzi prodotti finanziari - tra i diversi soggetti specializzati in diverse aree o rami di attività potrebbero sorgere occasioni di incontro e di collaborazione di varia natura, che non necessariamente implicano pregiudizio dell'indispensabile requisito di indipendenza. Anzi, su questo versante il Tavolo di Lavoro si è prefisso di «approfondire la tematica dei conflitti di interesse ed in particolare degli incentivi nell'ambito della consulenza in materia di strumenti finanziari, al fine di individuare e definire, ove possibile, procedure e linee comuni di comportamento condivise».

(33) Va poi verificato quale significato assegnare alla sanzione comminata, se in altri termini è immediatamente risolutiva con radiazione dell'iscritto dall'albo ovvero, a seconda della minore gravità della fattispecie incriminata, possa consistere in una temporanea sospensione finalizzata a far sì che l'iscritto possa sollecitamente porre fine alla violazione perpetrata.

(34) In questi termini de Mari M., *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banc.*, 2008, I, 413.

d'Italia e Consob, che rimane aperta all'identificazione nella prassi di innovative fattispecie conflittuali, allo stesso modo sarebbe auspicabile che anche il regolamento ministeriale non circoscrivesse il requisito dell'indipendenza delle SCF alle ipotesi individuate dall'art. 5, commi 1 e 3, D.M. n. 206/2008 per i consulenti persone fisiche o comunque a quelle che vorrà indicare, bensì adottasse una formula omnicomprensiva di chiusura tale da includere ogni circostanza non preventivata che possa comunque pregiudicare una valutazione obiettiva e la formulazione di una corretta e disinteressata raccomandazione personalizzata di investimento.

#### 4. L'iscrizione delle SCF nell'albo dei consulenti finanziari

In ultima battuta, sembra opportuno riservare qualche riflessione all'iscrizione delle SCF in una sezione istituita *ad hoc* nell'albo dei consulenti finanziari ai sensi dell'art. 18 *ter*, comma 3, Tuf, nonché alla funzione ad essa riconosciuta.

L'iscrizione nell'albo, stando all'*incipit* dell'art. 18 *ter*, comma 1, Tuf, avrebbe potuto essere operativa a decorrere dall'ormai passato 1° ottobre 2009. Termine quest'ultimo che fungeva da *dies a quo* per l'ingresso ufficiale delle SCF sul mercato della consulenza e che, come già detto, è stato spostato, unitamente al debutto operativo dell'albo, al 31 dicembre 2009.

Va subito precisato che sembra doversi riconoscere all'iscrizione delle SCF nell'albo dei consulenti finanziari una funzione differente rispetto a quella assolta rispetto all'iscrizione delle banche e delle imprese di investimento nei rispettivi albi (artt. 13 Tub e 20 Tuf).

In entrambi i casi da ultimo indicati l'iscrizione rappresenta l'ultimo tassello del procedimento di autorizzazione, che segue il rilascio della stessa e l'iscrizione nel registro delle imprese, segnando nel contempo l'ingresso ufficiale dell'impresa - in qualità di banca o di impresa di investimento - nel mercato bancario o in quello finanziario e nel sistema di vigilanza delle rispettive autorità di controllo (35).

L'iscrizione costituisce pertanto un atto dovuto con funzione meramente ricognitiva, cui si aggiunge una funzione informativa di pubblicità notizia (36). A differenza delle banche e delle imprese di investimento, la funzione da riconoscere all'iscrizione delle SCF non si esaurisce pertanto in quella di rappresentare la fase conclusiva dell'*iter* autorizzativo all'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività bancaria e finanziaria, bensì diviene es-

sa stessa parte integrante della procedura di abilitazione e legittimazione alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Nel caso di specie la procedura autorizzativa culmina e trova espressione proprio nell'iscrizione della società all'albo, assumendo efficacia costitutiva della procedura medesima - anche ai fini della regolare prestazione del servizio - e non meramente ricognitiva in ordine alla sussistenza dei requisiti richiesti dal regolamento ministeriale ai fini dello svolgimento dell'attività di consulenza.

Ovviamente, anche nel caso delle SCF l'iscrizione all'albo sarà subordinata al perfezionamento del procedimento di iscrizione delle società nel registro delle imprese, la cui funzione di certificazione anagrafica e di pubblicità con efficacia costitutiva è condizione sufficiente esclusivamente al fine di rendere certa la data a decorrere dalla quale la società - non ancora in qualità di SCF - può considerarsi venuta ad esistenza.

La qualificazione della stessa come SCF presuppone infatti un *plus*, un obbligatorio passaggio successivo, quello dell'iscrizione all'albo, che le abilita alla prestazione del servizio di consulenza. È difatti l'iscrizione che qualifica ed autorizza sotto il profilo operativo i consulenti finanziari, svolgendo nel contempo una funzione di documentazione e certificazione dei requisiti prescritti *ex lege*.

---

#### Note:

(35) Con riferimento al settore bancario è stato opportunamente sottolineato (cfr. Napoletano G., *Commento sub art. 13 Tub*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2001, II ed., tomo I, 114) che «la funzione dell'iscrizione nell'albo delle banche può ritenersi duplice: in primo luogo essa costituisce l'operazione amministrativa che conclude l'*iter* legale di accesso dell'impresa al mercato bancario, seguendo l'adozione del provvedimento di autorizzazione, e segna contestualmente l'ingresso della banca nell'ambito del sistema di vigilanza esercitato dalla Banca d'Italia; può parlarsi, a questo proposito, di una funzione organizzativa dell'iscrizione all'albo, correlata all'esercizio della vigilanza bancaria. Da questo punto di vista, risulta ancora utile, *mutatis mutandis*, la tesi secondo la quale l'iscrizione all'albo segna l'ingresso in quello che, anni fa, venne definito come un ordinamento sezionale e che oggi può definirsi come un ambito del mercato disciplinato da norme speciali. Nella prospettiva qui evidenziata, l'albo delle banche si inserisce in un sistema amministrativo complesso e l'iscrizione all'albo svolge una funzione interna alla struttura della vigilanza bancaria».

(36) Cfr. Appio C. L., *Commento sub art. 13 Tub*, in *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli - Contento - Patroni Griffi - Porzio - Santoro, Bologna, 2003, vol. I, 256, la quale precisa che l'iscrizione, rispondendo ad esigenze di trasparenza, rappresenta pertanto uno «strumento di carattere informativo per il pubblico dei risparmiatori», i quali, nel momento in cui entreranno «in contatto con la banca, avranno la certezza che quest'ultima abbia ricevuto l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria, sia iscritta nel registro delle imprese e sia sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia».

Sembra pertanto doversi escludersi il riconoscimento di un valore esclusivamente e puramente di pubblicità-notizia dell'iscrizione all'albo, rivestendo un maggiore e pregnante significato di condizione essenziale e necessaria ai fini della prestazione del servizio di consulenza. L'iscrizione diviene così requisito fondamentale e imprescindibile che da un lato avvalorata e «certifica» il possesso, da parte del consulente-professionista e delle SCF, dei requisiti prescritti dal D.M. n. 206/2008, dall'altro assume carattere ostativo per l'esercizio della professione in sua mancanza (37) o cancellazione, tale da invalidare il contratto eventualmente concluso e configurare la fattispecie dell'esercizio abusivo della professione. Fattispecie diversamente configurata, in quanto prende in considerazione la mancanza della prescritta autorizzazione, da parte di banche ed imprese di investimento, per l'esercizio di attività coperte da riserva di legge, la mancanza di iscrizione nell'albo per i consulenti finanziari e presumibilmente per le SCF.

E le differenze si notano altresì anche sul tipo di sanzione comminata: la reclusione nel primo caso, la sanzione amministrativa pecuniaria nel secondo. In quest'ultimo caso l'illecito depenalizzato è omologato dall'art. 190, comma 1, Tuf - come modificato dal d.lgs. n. 101/2009 (38) - alla semplice violazione di disposizioni normative, laddove ci si sarebbe aspettati maggior rigore in relazione ad un'attività tanto delicata per la tutela degli investitori.

#### **4.1. Albo dei consulenti finanziari, forme di pubblicità e tutela degli investitori**

L'art. 18 bis, comma 7, lett. a), Tuf, la cui applicabilità alle SCF è espressamente richiamata dall'art. 18 ter, comma 3, rimette alla Consob la determinazione, *inter alia*, dei principi e dei criteri relativi alla formazione dell'albo e alle relative forme di pubblicità.

In attuazione di tale competenza la bozza del regolamento Consob del 5 giugno 2008 - sul quale si è già conclusa da più di un anno la consultazione - dedica l'art. 7 alla pubblicità dell'albo e delle sanzioni irrogate agli iscritti, prevedendo che «l'Organismo tiene a disposizione del pubblico l'albo aggiornato con modalità idonee ad assicurarne la massima diffusione» (39).

Ne emergono una pluralità di compiti, strettamente correlati, con relative responsabilità a carico dell'organismo, il quale deve:

– in primo luogo, tenere l'albo a disposizione del pubblico, cioè far sì che il pubblico degli investitori o comunque chiunque vi abbia interesse possa ac-

cedere agevolmente all'albo e consultare le informazioni ivi riportate;

– in secondo luogo e conseguentemente al compito ora indicato, tenere l'albo costantemente aggiornato, provvedendo ed adoperandosi affinché lo stesso venga tempestivamente aggiornato, specie con riguardo a notizie rilevanti quali il mutamento del domicilio presso il quale il consulente iscritto svolge la sua attività, ovvero ad eventuali provvedimenti sanzionatori adottati nei suoi confronti. Provvedimenti questi ultimi che peraltro l'organismo è tenuto a rendere pubblici ai sensi del comma 2 dello stesso articolo indicato. Il che comporta, a carico dell'organismo, un continuo e costante monitoraggio dello stato e della perdurante validità delle informazioni ivi registrate e relative tanto ai consulenti iscritti, quanto alle SCF;

– in terzo luogo, adottare le modalità più adeguate in funzione del fine, quello di garantirne la massima diffusione.

La norma, a parte un riferimento minimale ad Internet, non specifica le modalità che possono in teoria ritenersi più idonee sotto questo punto di vista, rimettendone la scelta all'organismo che gode in proposito di ampia discrezionalità quanto a canali telematici ed informatici utilizzabili, purché di spiccato ed immediato contenuto informativo, che tengano conto dell'innovazione tecnologica, della relativa possibilità di accesso e facilità di fruizione da parte del destinatario finale, il pubblico. Il che fa presumere, a carico dell'organismo, l'ulteriore compito di dotarsi di un proprio sito *web* nel quale evidenziare siffatte informazioni.

Tutte le funzioni dell'organismo ora evidenziate sono strettamente collegate dalla *ratio* sottostante tanto all'iscrizione del consulente (e delle SCF) all'albo, quanto alla relativa pubblicità. La finalità prettamente informativa e di tutela del pubblico degli investitori, che rappresenta peraltro l'elemen-

#### **Note:**

(37) Conseguentemente, in ipotesi di società regolarmente costituite, in tempo per l'originario appuntamento del 1° ottobre 2009, non potranno essere considerate a tutti gli effetti come SCF e sarà loro inibito l'esercizio dell'attività di consulenza fino al debutto dell'albo nel quale dovranno essere iscritte.

(38) Identica sanzione è stata prevista per i promotori finanziari che operano in assenza di iscrizione nel relativo albo professionale, con la differenza che il legislatore non ha provveduto nel contempo a modificare l'art. 166, comma 2, Tuf che commina per la stessa fattispecie la pena detentiva.

(39) Sebbene il regolamento attenda tuttora di essere emanato, non sembra che l'articolo in questione possa subire sostanziali modifiche, dal momento che sul punto risulta formulato sulla falsariga della disciplina relativa all'albo dei promotori finanziari.

to centrale ed indefettibile nell'architettura del servizio di consulenza in termini di raccomandazione personalizzata, non si esaurisce pertanto in quella che appare una semplice pubblicità notizia, ma si connota per un *plus* che pone l'accento piuttosto sulla facilità e velocità di accesso, nonché sull'agevole fruizione delle informazioni relative agli iscritti all'albo.

Identica finalità appare sottesa al disposto dell'art. 7, comma 2, ai sensi del quale «l'organismo pubblica i provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti dei consulenti finanziari», ove l'intento prioritario è quello di diffondere al pubblico, a prescindere dal mezzo utilizzato (se solo con l'annotazione sull'albo o *ad adiuvandum* con altri canali di diffusione), e di rendere tempestivamente conoscibile sul mercato il nominativo di consulenti nei cui confronti siano state comminate delle sanzioni, unitamente al tipo di sanzione irrogata. E il mezzo di divulgazione dovrà essere tanto più efficace e veloce quanto più grave sarà il provvedimento adottato (es. radiazione dall'albo), onde tutelare gli investitori da consulenti che abbiano compiuto gravi violazioni normative.

Una disposizione di tal sorta è pertanto foriera di conseguenze per l'organismo, dal momento che rafforza da un lato la vigilanza dello stesso sugli iscritti, dall'altro la relativa responsabilità in una duplice direzione: verso la Consob che ne controlla l'operato e che è tenuta ad intervenire per gravi mancanze dell'organismo nell'adempimento dei propri compiti e verso il pubblico che fa affidamento sulle informazioni riportate nell'albo.

Tanto discende dalla locuzione «tiene a disposizione del pubblico» che, introdotta sulla falsariga di quanto già previsto per l'albo dei promotori finanziari, sposta il pendolo informativo più sul versante dell'accessibilità e della velocità di fruizione da parte del pubblico che su quello del meccanismo della semplice pubblicità notizia, atteso che assume rilevanza prioritaria la tutela dell'investitore, in particolare che possa affidarsi ad un consulente dotato di quei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali - come determinati dal d. m. n. 206/2008 per i consulenti persone fisiche e tuttora da determinarsi con riguardo alle SCF - di cui l'albo, al quale il consulente o la società di consulenza sono iscritti, costituisce un presupposto indefettibile di garanzia.

Il che potrebbe portare a configurare - nel ventaglio delle numerose situazioni astrattamente ipotizzabili - un'ulteriore fattispecie di responsabilità dell'organismo per false e/o erronee informazioni che hanno

fuorviato l'investitore (a causa, per esempio, di un ritardo nell'aggiornamento di un'informazione ovvero della mancata pubblicità data ad un provvedimento sanzionatorio adottato nei confronti di un iscritto).

E, in teoria, altra fattispecie di responsabilità dell'organismo potrebbe configurarsi nei confronti dello stesso consulente iscritto che, avendo ottemperato al dovere di comunicare tempestivamente ogni variazione del domicilio eletto in Italia e del relativo indirizzo (ex art. 6, comma 3, bozza del reg. Consob) - o della sede per le SCF - subisca un danno per ritardo nell'aggiornamento delle informazioni riportate nell'albo.

Va però osservato che tutto il meccanismo pubblicitario riconosciuto all'albo a tutela del pubblico nasconde un punto debole, in quanto presuppone necessariamente la compartecipazione dell'investitore che - quale contropartita del dovere dell'organismo di tenere l'albo a disposizione del pubblico - deve farsi parte attiva ed adoperarsi per verificare le informazioni riportate nell'albo medesimo.

Sul punto va infatti evidenziato che il legislatore ha ommesso di inserire nell'impianto normativo degli artt. 18 *bis* e *ter* la disposizione - già sperimentata con riferimento tanto alle società bancarie ed ai gruppi bancari (artt. 13, comma 2 e 60, comma 2, Tub) quanto alle imprese di investimento (art. 20, comma 3, Tuf) - relativa all'obbligo del soggetto iscritto di indicare negli atti e nella propria corrispondenza gli estremi dell'iscrizione nell'albo. Cosa che risulta di maggiore ed immediata evidenza per l'investitore che si trovi a relazionarsi con un consulente che operi sia singolarmente, sia in forma societaria.

Siffatto profilo, in un quadro normativo tuttora *de iure condendo*, specie per le SCF, potrebbe rappresentare un ulteriore impulso alla tutela del pubblico, confortando il cliente - già al primo impatto - sugli estremi di identificazione e di riconoscimento sia dei consulenti persone fisiche sia delle SCF, nonché sul regolare svolgimento del servizio di consulenza da parte dei soggetti iscritti all'albo.

## 5. Qualche considerazione conclusiva

La riconosciuta cittadinanza nel nostro ordinamento alle SCF nella veste di s.p.a. e di s.r.l. non è stata accompagnata dalla definizione di un quadro disciplinare adeguato e completo.

La relativa regolamentazione, che al momento si prospetta alquanto scarna e lacunosa, deve pronunciarsi comunque in nome della tutela degli investi-

tori e del rispetto della concorrenza nel settore della consulenza. Finalità entrambe che, poste a confronto con quella di favorire lo sviluppo di una pluralità di operatori impegnati nel settore della consulenza, a prescindere da barriere economiche, pongono il legislatore dinnanzi ad un bivio normativo, ove ciascuna strada - quella di un'iper-regolamentazione da un lato e quella di una regolamentazione c.d. «leggera» dall'altra - non è priva di conseguenze.

Difatti, seguendo la prima via si conseguirebbe un duplice obiettivo: garantire gli investitori sui requisiti delle SCF e sui controlli cui sarebbero assoggettate, unitamente a quello di non introdurre discriminazioni con le Sim di pura consulenza, già operanti sul mercato. Nel contempo siffatta scelta normativa reca in sé il rischio di consentire l'accesso sul mercato a tanti «cloni» delle Sim di consulenza, appesantendo eccessivamente la struttura delle SCF.

La strada alternativa reca invece la determinazione di un regime normativo particolare per le SCF, imperniato però su requisiti ritenuti troppo «leggeri», il che rischia - contrariamente alle intenzioni del legislatore comunitario - sia di tradursi nell'accREDITAMENTO di soggetti privi delle adeguate garanzie di tutela per il cliente, sia di tramutarsi - sotto mentite spoglie - in una sorta di rinnovata «liberalizzazione soggettiva», che in fatto supera la riserva di attività.

Il contemperamento e la ricerca del giusto equilibrio tra le indicate opposte esigenze non è certo facile, ma dovrebbe forse far riflettere il legislatore sulla possibilità di rischiare un clamoroso autogol, laddove, viceversa, facendo ricorso ad altri espedienti, potrebbe ancora centrare l'obiettivo prefissato.

Ci si chiede, ad esempio, se probabilmente non sarebbe stato più agevole percorrere altra strada, quella di apportare le opportune modifiche alla disciplina delle Sim di pura consulenza, dal momento che le stesse, sebbene prestino il servizio di consulenza nelle stesse forme e con identiche limitazioni operative previste per le SCF, sono già sottoposte a stringenti controlli da parte delle Autorità di vigilanza.

Sotto questo punto di vista si sarebbe ovviata alla mancanza del passaporto europeo di cui sono prive le SCF, le quali, ai sensi dell'art. 3, par. 2, Mifid, non essendo soggette all'applicazione della direttiva, non possono prestare l'attività di consulenza in regime di libertà di stabilimento e di libera prestazione di servizi.

Ancora. Si sono evidenziate le criticità della preventiva identificazione della veste societaria di

s.p.a. e di s.r.l., scelta compiuta quando avrebbe potuto essere adottato, per l'esercizio in comune di professioni protette (e tale può essere qualificata quella del consulente finanziario, dovendo necessariamente essere iscritto ad un albo professionale) il modello della società tra professionisti, sulla scorta di quello della società tra avvocati che fa ricorso allo schema delle società di persone, richiamando, in particolare, la disciplina delle società in nome collettivo.

Peraltro il meccanismo ideato, motivato da un presunto corretto recepimento della Mifid, che ha portato all'introduzione dell'art. 18 *ter* Tuf, sembra avere prodotto un ibrido che se per un verso presenta i caratteri di una professione intellettuale, per altro verso si presenta con la veste imprenditoriale, rendendo difficile la conciliazione - specie con riguardo al profilo normativo - tra interessi sottesi ad ambedue le evidenziate esigenze.

Difatti, non va omissis che i consulenti finanziari nella prima versione dell'art. 18 *bis* erano espressamente qualificati come «professionisti intellettuali» (40), in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali determinati con regolamento del Ministro dell'economia. Detta qualificazione rendeva di conseguenza applicabile la disciplina dettata anche per l'esercizio delle altre professioni intellettuali c.d. protette, per le quali si rende necessaria l'iscrizione in apposito albo professionale. Una volta sparito (o soppresso!) l'inciso su indicato e legittimata la forma societaria di capitali (i.e. s.p.a. e s.r.l.), sembra inevitabile ormai il richiamo alla disciplina sull'attività di impresa. Il che fa nascere altro dubbio sulla mancata opportunità di adottare la diversa e più consona veste della società tra professionisti per l'esercizio in comune di professioni intellettuali, alla stregua del modello della società tra avvocati. Auspicio per la normativa secondaria che chiarisca il nodo in funzione della tutela del cliente.

#### Nota:

(40) La relazione illustrativa, che accompagnava lo schema di decreto legislativo recante modifica del Tuf, in attuazione della Mifid, precisava infatti *sub* art. 18 *bis* che l'articolo di nuova coniazione - introdotto nel corpo della normativa primaria sulla scorta della delega contenuta nella legge comunitaria 2006, che ne circoscriveva l'ambito soggettivo alle sole persone fisiche - era diretto ad istituire l'ordine professionale, sottoposto alla vigilanza della Consob, e l'albo dei consulenti indipendenti.