

LE SOCIETÀ DI CONSULENZA FINANZIARIA

Corporate M&A 2017
Awards
by legalcommunity
Best Practice
Litigation

Finance 2017
Awards
by legalcommunity
Studio dell'anno
Finance Regulatory

Finance 2016
Awards
by legalcommunity
Studio dell'anno
Finance Regulatory

Corporate M&A 2016
Awards
by legalcommunity
Studio dell'anno
Litigation

(i) INTRODUZIONE

La Consob, in data 28 luglio 2017, ha posto in consultazione le modifiche al Libro VIII del Regolamento Consob del 29 ottobre 2007, n. 16190 in materia di intermediari (di seguito, il “**Regolamento Intermediari**”) al fine di recepire a livello regolamentare il nuovo assetto di competenze e di vigilanza dei “consulenti finanziari”, così come previsto dall’art. 31, co. 4, del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, il “**TUF**”), e, in data 29 dicembre 2017, ne ha pubblicato gli esiti unitamente al nuovo testo così come modificato alla luce dei commenti e delle osservazioni ricevute dai soggetti operanti nel settore.

In particolare, il predetto art. 31, co. 4, del TUF prevede il trasferimento all’Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari (di seguito, l’“**OCF**”) dei poteri di vigilanza e sanzionatori nei confronti dei “consulenti finanziari”, per tali intendendosi unitariamente:

- i consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede (ossia, i promotori finanziari, secondo la precedente denominazione);
- i consulenti finanziari autonomi;
- le società di consulenza finanziaria (di seguito, “**SCF**”).

All’OCF è altresì attribuito il compito di provvedere alla tenuta dell’Albo Unico dei Consulenti Finanziari (di seguito, l’“**Albo**”) e a decidere, tra l’altro, in merito all’iscrizione e cancellazione dei consulenti finanziari dall’Albo medesimo.

Le nuove disposizioni del Regolamento Intermediari ⁽¹⁾ si prefiggono l’obiettivo di dare attuazione alla riforma dell’assetto di competenze in materia di consulenti finanziari, recependo allo stesso tempo le disposizioni normative introdotte in attuazione della MiFID II per quanto riguarda i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza

(¹) Le disposizioni, allo stato, sono ancora in bozza, nonostante la pubblica consultazione si sia conclusa e la Consob abbia pubblicato anche i relativi esiti. In tale contesto, infatti, la Consob ha precisato che le disposizioni regolamentari confluiranno nell’ambito del nuovo Regolamento Intermediari, che sarà adottato con apposita delibera a completamento del processo di adeguamento alla Direttiva 2014/65/UE (di seguito, “**MiFID II**”).



finanziaria e di dettare i principi e i criteri direttivi ai quali dovrà adeguarsi l'operato dell'OCF (2).

Nel Libro VIII del Regolamento Intermediari, dunque, nell'ambito della disciplina relativa all'albo e all'attività dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, è stata inserita la disciplina relativa all'albo e all'attività dei consulenti finanziari autonomi e delle SCF. Nello specifico, nel Libro VIII si trova, inizialmente, un nucleo di norme comuni alle tre categorie di consulenti finanziari (cfr. Parti I-III) e, successivamente, distinte e specifiche norme che disciplinano, da un lato, l'attività dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (cfr. Parte IV) e, dall'altro lato, quella dei consulenti finanziari autonomi e delle SCF (cfr. Parte IV-bis).

Di seguito si analizzerà sinteticamente la disciplina applicabile alle SCF (3), delineata dall'articolato normativo contenuto nel Regolamento Intermediari così come da ultimo modificato dalla Consob.

(ii) ISCRIZIONE DELLE SCF

Il Regolamento Intermediari, all'art. 99, co. 3, prevede i seguenti requisiti per l'iscrizione delle SCF nell'Albo:

(2) Da un lato, la L. 9 luglio 2015, n. 114 (di seguito, "**Legge di delegazione europea 2014**") ha delegato il Governo ad "*apportare le opportune modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di consulenti finanziari, società di consulenza finanziaria, promotori finanziari, assegnando ad un unico organismo sottoposto alla vigilanza, anche di tipo sanzionatorio, della CONSOB, ordinato in forma di associazione con personalità giuridica di diritto privato, la tenuta dell'albo, nonché i poteri di vigilanza e sanzionatori nei confronti dei soggetti anzidetti*". Dall'altro lato, la Legge di Stabilità per il 2016 ha ribadito, all'art. 1, co. 36, la confluenza dei poteri di vigilanza e sanzionatori in capo ad un unico Organismo: "*le funzioni di vigilanza sui promotori finanziari attribuite alla CONSOB dal (...) decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, (...) sono trasferite all'organismo di cui all'art. 31, comma 4, del predetto decreto legislativo, che assume anche le funzioni di cui agli articoli 18-bis, comma 6 e 18-ter, comma 3, del medesimo decreto legislativo nonché la denominazione di «organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari». Tale organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla CONSOB con proprio regolamento e sotto la vigilanza della medesima*".

(3) Si ricorda che, la legislazione nazionale ed europea aveva oscillato, nel tempo, tra due qualificazioni della "consulenza in materia di investimenti", l'una in termini di servizio di investimento, l'altra di servizio accessorio. Con gli interventi di adeguamento normativo alla Direttiva 2004/39/CE (di seguito, "**MiFID**") e, nello specifico, all'art. 3 della stessa, tuttavia, si è prescelta una soluzione mediana: si è nuovamente annoverata la "consulenza in materia di investimenti" tra i servizi e le attività di investimento di cui all'art. 1, co. 5, del TUF, ma si è al contempo introdotto un dato innovativo sul piano della legittimazione all'esercizio, consentito ad una platea di ulteriori soggetti giuridici. Ed infatti, gli artt. 18-bis e 18-ter del TUF disciplinano, rispettivamente, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria. Tale impostazione è stata confermata anche dalla MiFID II che, sempre all'art. 3, prevede il medesimo regime di esenzione facoltativa.



- la costituzione in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata;
- il possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle SCF e dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali (4);
- la comunicazione all'OCF di un *set* informativo sulla SCF.

Il *set* informativo richiesto in sede di istanza è descritto in modo ampio e generico (ossia, con un richiamo a *"tutte le informazioni"* di cui l'OCF *"necessita per accertare che la società abbia adottato, al momento dell'iscrizione, tutte le misure necessarie per adempiere agli obblighi derivanti dal presente regolamento"*), incluso uno specifico *"programma di attività che indichi in particolare i contenuti del servizio di consulenza prestato e la struttura organizzativa"*. La disposizione in esame non offre criteri precisi in merito al contenuto e all'articolazione di tale programma di attività.

Nonostante alcuni operatori abbiano evidenziato tale circostanza in sede di consultazione, la Consob ha riferito chiaramente di non ritenere opportuno un intervento sulla normativa regolamentare al fine di specificare e/o dettagliare tale requisito. Ed infatti, è stato precisato che sarà cura dei soggetti interessati che intendono iscriversi all'Albo, nella loro discrezionalità e autonomia decisionale, articolare il contenuto della documentazione richiesta *"in modo da consentire all'Organismo di disporre di un quadro informativo sufficiente a pronunciarsi sull'idoneità del soggetto stesso ad operare sul mercato e ad esercitare correttamente l'attività di consulenza"*.

Sempre con riferimento al procedimento di iscrizione all'Albo, si osserva che l'art. 103 del Regolamento Intermediari fornisce un elenco di informazioni che occorre tassativamente comunicare all'OCF e che, dunque, formano parte integrante del predetto *set* informativo:

- il luogo di conservazione della documentazione di cui all'art. 109-*sexies* del Regolamento Intermediari (5);
- la sede legale e – se diversa – la sede della direzione generale;
- la partita iva;
- l'elenco nominativo e le generalità complete di tutti gli esponenti aziendali, con indicazione dei relativi poteri e delle eventuali deleghe assegnate;
- l'elenco nominativo dei soggetti che partecipano direttamente e indirettamente al capitale, con indicazione delle relative quote di

(4) Tali requisiti sono disciplinati dal D.M. n. 66/2012. In particolare, si segnala che i requisiti che devono possedere gli esponenti aziendali delle SCF sono i medesimi previsti per i consulenti finanziari.

(5) L'art. 109-*sexies* del Regolamento Intermediari disciplina il contenuto del contratto di consulenza in materia di investimenti.



- partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali ⁽⁶⁾;
- l'indirizzo PEC da utilizzare nella corrispondenza con l'OCF;
- gli estremi identificativi della polizza assicurativa obbligatoria di cui all'art. 18-ter del TUF.

Si ricorda, inoltre, che qualsiasi variazione delle informazioni trasmesse in sede di richiesta di iscrizione all'Albo dovrà essere comunicata dalla SCF entro 30 giorni ⁽⁷⁾.

Per quanto concerne il provvedimento conclusivo del procedimento - iscrizione all'Albo o diniego - il Regolamento Intermediari, all'art. 101, prevede un termine massimo di 6 mesi entro i quali l'OCF dovrà comunicare l'esito del procedimento stesso al soggetto. Rimane, ad ogni modo, la possibilità per lo stesso OCF di stabilire termini più brevi. È inoltre prevista la possibilità di sospensione del procedimento da parte dell'OCF al fine di svolgere eventuali opportuni accertamenti nei confronti del soggetto interessato ⁽⁸⁾.

(iii) ATTIVITÀ ED ORGANIZZAZIONE DELLE SCF

La Parte IV-bis del Regolamento Intermediari si riferisce, come anticipato, unicamente ai consulenti finanziari autonomi e alle SCF, riprendendo, sostanzialmente, le disposizioni contenute nel Regolamento Consob del 12 gennaio 2010, n. 17130 in materia di consulenti finanziari (di seguito, il "**Regolamento Consulenti**"), le quali sono state modificate e integrate dal complesso di disposizioni richiamate dall'art. 3, co. 2 della MiFID II per i casi di esenzione facoltative ⁽⁹⁾.

⁽⁶⁾Per le partecipazioni indirette occorrerà specificare il soggetto tramite il quale si detiene la partecipazione.

⁽⁷⁾ Il testo del Regolamento Intermediari posto in consultazione prevedeva un termine di 10 giorni per tale comunicazione, termine che è stato aumentato a 30 giorni nel testo risultante dagli esiti della consultazione

⁽⁸⁾ In sede di consultazione era stato chiesto alla Consob di chiarire il tempo necessario allo svolgimento degli accertamenti e, in particolare, di specificare che tale periodo non potesse essere superiore a 3 mesi, decorrenti dalla data di inizio della sospensione. La Consob non ha ritenuto meritevole di accoglimento tale proposta di modifica "*non potendosi stabilire ex ante un termine massimo di durata delle attività di accertamento*".

⁽⁹⁾ In sede di consultazione alcuni operatori del settore si sono espressi in termini critici rispetto a tale approccio regolamentare adottato dalla Consob, teso ad estendere all'attività svolta dai consulenti autonomi e dalla SCF il complesso di regole, mutuata dalle disposizioni di derivazione MiFID II, dirette a regolamentare l'attività degli intermediari. Ed infatti, si è evidenziato come le peculiarità che qualificano le due predette figure dovrebbero impedire che gli stessi siano considerati alla stregua di intermediari finanziari ed essere conseguentemente assoggettati allo stesso regime. A tale riguardo, la Consob, respingendo le osservazioni sollevate, ha sottolineato che l'impianto normativo delineato - ai sensi di quanto previsto dall'art. 3 della MiFID II - è ispirato dall'intento di "*assicurare adeguate tutele per i clienti che si avvalgono delle prestazioni di tali soggetti, i quali operano senza alcun vincolo di mandato instaurando un rapporto diretto*".



In particolare, le disposizioni contenute nella Parte IV-*bis* del Regolamento Intermediari concernono:

- le regole generali di comportamento da rispettare nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti – che, in parte, sono state mutate dalla disciplina dettata dalla MiFID II in tema di consulenza su base indipendente ⁽¹⁰⁾ –, le ipotesi di incompatibilità e gli obblighi di aggiornamento professionale;
- l’*informativa* da fornire ai clienti e/o potenziali clienti, ivi incluse le informazioni relative agli strumenti finanziari (*cfr.* art. 109-*octies*) e ai costi e oneri connessi al servizio di consulenza (*cfr.* art. 109-*octies*.1);
- i contenuti minimi del contratto di consulenza in materia di investimenti;
- la valutazione di adeguatezza, ivi incluse le informazioni che devono essere acquisite dai clienti (*cfr.* art. 109-*septies*) e la classificazione (*cfr.* art. 109-*septies*.1);
- gli obblighi di rendiconto.

A tale riguardo, si segnala che il Regolamento Intermediari detta, in aggiunta, i requisiti e le modalità di adempimento di ciascuno degli obblighi sopra elencati.

Gli artt. 109-*quaterdecies* e ss. prevedono le regole in materia di organizzazione e procedure interne delle SCF tra le quali troviamo anche la disciplina di (i) pratiche retributive, (ii) conflitti di interesse, (iii) sistemi interni di segnalazione delle violazioni (c.d. *whistleblowing*).

Infine, si osserva come le SCF non rientrano nel campo di applicazione del Libro III-*bis* del Regolamento Intermediari recante la disciplina in materia di “Procedure anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, controllo di conformità alle norme, trattamento dei reclami, operazioni personali, gestione dei conflitti di interesse, conservazione delle registrazioni” ⁽¹¹⁾ e, pertanto, non sono normativamente tenute all’istituzione di tali funzioni ⁽¹²⁾.

con gli investitori nel cui esclusivo interesse agiscono e da cui ricevono remunerazione”. Proprio tale “delicatezza del ruolo svolto”, secondo l’Autorità, impone e giustifica la necessità di presidiare le attività poste in essere da consulenti autonomi e SCF “attraverso la definizione di puntuali regole di trasparenza informativa e di comportamento”.

⁽¹⁰⁾ È infatti previsto, ad esempio, l’obbligo di valutazione di una congrua gamma di strumenti finanziari (*cfr.* art. 109-*bis*, co. 1, lett. b)), l’obbligo di definizione e attuazione di un processo di selezione allo scopo di valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari (*cfr.* art. 109-*bis*, co. 1, lett. c)), il divieto di accettare onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari (*cfr.* art. 109-*bis*, co. 1, lett. d)), ecc.

⁽¹¹⁾ Disciplina contenuta nel “vecchio” Regolamento congiunto adottato dalla Banca d’Italia e dalla Consob con Provvedimento del 29 ottobre 2007.

⁽¹²⁾ A conferma ulteriore, negli esiti della consultazione svoltasi sulle modifiche al Regolamento Intermediari, la Consob, in risposta ad un’osservazione avanzata da un operatore, ha espunto



Tuttavia, è opportuno evidenziare come l'art. 109-*quaterdecies* del Regolamento Intermediari preveda che le SCF sono tenute ad adottare, applicare e mantenere:

- a) *“procedure adeguate alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta che siano idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti;*
- b) *procedure che consentono di ricostruire i comportamenti posti in essere nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti;*
- c) *misure idonee a garantire una gestione prudente dell'attività prestata e l'adeguata considerazione dell'interesse dei clienti;*
- d) *misure idonee a garantire che le persone che prestano l'attività possiedano sufficienti conoscenze, competenze ed esperienze e dedichino tempo sufficiente per svolgere le loro funzioni”.*

In ragione di ciò, sarebbe opportuno che ciascuna SCF, alla luce della propria concreta operatività, valutasse l'istituzione (e il mantenimento) in via volontaria di una funzione aziendale – avente caratteristiche e funzionalità equivalenti a quelle proprie delle funzioni di controllo presenti negli intermediari abilitati – dedicata, in particolare, a coadiuvare la SCF stessa nell'adempimento dell'obbligo di adozione, applicazione e mantenimento delle procedure di cui al predetto art. 109-*quaterdecies*. Si pensi, ad esempio, alla funzione di *compliance*, competente sia *ex ante* con un'attività di *assurance* sulle procedure, sia *ex post* con un'attività di controllo sul loro rispetto.

(iv) ENTRATA IN VIGORE DELLE NUOVE DISPOSIZIONI

Come segnalato in sede di consultazione, l'applicazione delle nuove disposizioni del Regolamento Intermediari presuppone l'adozione da parte della Consob delle delibere di avvio di operatività dell'Albo e dell'OCF, previa verifica dell'idoneità del relativo assetto organizzativo-operativo a svolgere le funzioni conferite.

Le delibere di avvio dell'operatività del nuovo assetto di vigilanza presuppongono, ai sensi dell'art. 1, co. 41, della Legge di Stabilità per il 2016, la stipula tra la Consob e l'OCF, entro 6 mesi dall'adozione del Regolamento Intermediari, di un Protocollo d'Intesa che disciplinerà:

- le modalità operative e i tempi del trasferimento delle funzioni;
- gli adempimenti occorrenti per dare attuazione al nuovo assetto statutario e organizzativo;
- le attività propedeutiche connesse all'iscrizione.

dal testo regolamentare il riferimento alla funzione di controllo della conformità e alla qualificazione della dirigenza quale “alta” (contenuto nell'art. 109-*quaterdecies*), non essendo, per l'appunto, tali requisiti prescritti normativamente per le SCF.



Si segnala che, ai sensi dell'art. 13, co. 1-ter, del D.L. 16 ottobre 2017, n. 148 – convertito in legge, con modificazioni, dalla L. 4 dicembre 2017, n. 172 –, il termine entro cui la Consob deve concludere l'iter per il passaggio delle competenze in capo all'OCF è il **31 ottobre 2018** e, in ogni caso, l'OCF assumerà le funzioni di vigilanza e di tenuta dell'Albo Unico non più tardi del **1° dicembre 2018** (anche qualora dovessero mancare le predette delibere che la Consob è tenuta ad adottare).

Con l'entrata in vigore delle nuove disposizioni del Regolamento Intermediari, sarà abrogato il Regolamento Consulenti le cui disposizioni sono state assorbite o comunque superate dalle nuove disposizioni del Regolamento Intermediari.

Si osserva, infine, che l'ultima proroga del termine fino al quale i soggetti operativi alla data del 31 ottobre 2007 potevano continuare a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti ("**Società di Consulenza in Regime Transitorio**"), è avvenuta con il D.L. del 30 dicembre 2016, n. 244 – convertito in legge, con modificazioni, dalla L. 27 febbraio 2017, n. 19 – che ha fissato la conclusione del periodo transitorio alla data di entrata in vigore del decreto legislativo di recepimento della MiFID II e, in ogni caso, non oltre il 31 dicembre 2017.

Senonché, nonostante il periodo transitorio non sia stato ulteriormente prorogato, sembrerebbe corretto ritenere che lo stesso sia stato prorogato "di fatto" nell'attesa dell'adozione dei provvedimenti mancanti per l'operatività del nuovo quadro normativo. In tali provvedimenti dovrebbero essere contenute norme transitorie volte a garantire alle Società di Consulenza in Regime Transitorio di proseguire la prestazione della propria attività fintanto che le stesse non siano poste in condizione di presentare la domanda di iscrizione al nuovo Albo e sia completata la procedura che verrà disciplinata dall'OCF.

* * *