

XI CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA
DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E RISTRUTTURAZIONE DELL'IMPRESA
NEL DIRITTO INTERNO E NELLA DIMENSIONE TRANSNAZIONALE".
ROMA, 14-15 FEBBRAIO 2020

RICCARDO GHETTI

**L'organizzazione delle s.i.m. di consulenza
e delle società di consulenza finanziaria**

SOMMARIO: 1. Disciplinare l'organizzazione degli enti che prestano esclusivamente consulenza in materia di investimenti. – 2. La norma organizzativa nel mercato mobiliare tra ente e attività. – 3. Caratteri della norma organizzativa. – 4. Lo statuto organizzativo delle s.i.m. di consulenza. – 4.1. Nozioni generali e tre categorie organizzative. – 4.2. Corporate governance. – 4.3. Funzioni aziendali, proporzionalità ed applicabilità alle s.i.m. di consulenza. – 4.4. Autorizzazione, conflitti di interesse, adeguatezza e indipendenza. – 5. Lo statuto organizzativo delle società di consulenza finanziaria. – 6. Statuti organizzativi a confronto. – 7. Diffusione di s.i.m. di consulenza e società di consulenza finanziaria. – 8. Alcune conclusioni.

1. Disciplinare l'organizzazione degli enti che prestano esclusivamente consulenza in materia di investimenti

L'ordinamento italiano del mercato mobiliare offre a chi intenda prestare in forma societaria ed esclusiva (1) il servizio di consulenza in

(1) Diversamente, quando la forma non è societaria l'ordinamento prevede che il servizio in parola possa essere prestato ad esempio dai consulenti finanziari autonomi previsti dall'art. 18-bis t.u.f. o dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'art. 31 t.u.f. Quando invece l'attività non è posta in essere in modo esclusivo, l'ambito

materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-*septies* t.u.f. la possibilità di costituire una s.i.m. ex art. 1, comma, 1, lett. e) t.u.f. o una società di consulenza finanziaria secondo quanto previsto dall'art. 18-*ter* t.u.f. (2). Tali enti devono munirsi dell'autorizzazione prevista rispettivamente degli artt. 7 ss. e dell'art 148 del regolamento intermediari (3), e soggiacciono agli statuti normativi stabiliti dalla disciplina primaria e secondaria di fonte nazionale e sovranazionale (4). A questo assetto si è giunti a seguito del lungo processo di innovazione che ha avuto luogo nel corso degli ultimi

dei soggetti coinvolti si estende significativamente, includendo tra gli altri le banche e gli intermediari assicurativi.

(2) D'ora in poi, brevemente, s.c.f. È inoltre possibile, in virtù delle norme in materia di libertà di stabilimento, costituire una società secondo la legge di un diverso stato membro per poi farla operare come impresa di investimento in Italia alla stregua e nei limiti di quanto previsto dal considerando n. 46 della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), e secondo le procedure da essa previste agli artt. 5 ss. e 67 ss. Tale attività può essere prestata «mediante succursali o agenti collegati stabiliti nel territorio della Repubblica», secondo quanto previsto dall'art. 27 t.u.f., previa comunicazione da parte dell'autorità competente dello stato membro d'origine alla Consob e della ricezione dell'apposita comunicazione di quest'ultima con riferimento all'inizio dell'attività. Diverso e necessariamente più gravoso è invece il procedimento autorizzativo a cui sono sottoposte le imprese di investimento e banche di paesi terzi, di cui rispettivamente agli artt. 28 e 29-*ter* t.u.f. Le riflessioni che seguono, tuttavia, non si concentrano su queste ultime possibilità, ma sulle peculiarità normative endosocietarie della disciplina applicabile ai tipi disponibili nel nostro paese.

(3) Adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, d'ora in poi r.i.

(4) Oggetto di studio nei paragrafi 4 e 5.

trent'anni (5) e che ha creato un sistema stratificato (6), a tratti frammentario (7); spetta all'interprete verificarne la coesione e, se necessario, assicurarne la tenuta in via ermeneutica (8).

Nonostante l'evidente parallelismo funzionale tra queste due forme societarie (9), la disciplina loro applicabile lascia trasparire statuti organizzativi caratterizzati da disomogeneità di non immediata giustificazione.

Dopo avere identificato i tratti essenziali delle norme organizzative, utili per la determinazione del perimetro dell'indagine da compiere (paragrafi 2 e 3), dall'esame della disciplina di s.i.m. di consulenza e s.c.f. si potranno ricavare gli aspetti principali dei due statuti organizzativi

(5) Non è questa la sede adatta ad una disamina storica approfondita dell'origine dei due tipi. Basti ricordare che le s.i.m., introdotte dagli artt. 2 ss. della l. 4 gennaio 1991, n. 1 (su cui M. CERA, *Le società di intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, 10*, Torino, Utet, 1993, 39-135) hanno visto la propria disciplina modificata a più riprese, tra l'altro dal d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. decreto eurosim (su cui F. ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1994, 634-667) e dalla direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 sui mercati di strumenti finanziari (MiFID). Le s.c.f. sono state introdotte in seguito al recepimento della MiFID, e per una ricostruzione M. PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.

(6) Diviso com'è tra disciplina primaria e secondaria interna e sovranazionale; la sua struttura è descritta al paragrafo 4.

(7) Un buon criterio per valutare la frammentarietà di un testo, in questo settore, può basarsi sulla densità normativa, ossia la quantificazione del numero di contenuti normativi per fonte.

(8) Una scarsa densità normativa ed un'alta frammentarietà tendono ad aumentare il rischio di dissonanze, creando problemi di coordinamento e complicando la ricostruzione del sistema.

(9) Che si possono usare per svolgere la medesima attività, secondo il paradigma generale impostato dall'art. 2247 c.c.

(paragrafi 4 e 5), potendoli così paragonare (paragrafo 6). L'analisi delle differenze normative può spiegare i riscontri empirici forniti dai dati sul ricorso a queste forme nel nostro paese (paragrafo 7). Si formulano infine alcune conclusioni sui risultati ottenuti (paragrafo 8).

2. *La norma organizzativa nel mercato mobiliare tra ente ed attività*

La nozione guida per l'indagine delle disposizioni in esame è quella di norma organizzativa. La sua individuazione, dati i confini di questa riflessione, non ha pretese di completezza: dovrà servire esclusivamente alla delimitazione dell'ambito d'indagine. Dovrà inoltre mantenere una certa flessibilità, perché l'ottica qui proposta è spesso diversa da quella del legislatore storico che ha pensato le disposizioni considerate (10).

Il vocabolo "organizzazione" tramite "organo" si riferisce a ciò che serve come strumento (11) impiegato da un soggetto per svolgere un'attività (12). Sotto il profilo funzionale, pertanto, il concetto di organizzazione costituisce il termine medio tra l'ente e l'attività che esso svolge. Qui l'ente è il risultato di un «parlare figurato», è artificiale (13), cioè sprovvisto di consistenza ontologica pre-normativa, ed è dotato di una struttura complessa che gli consente di operare validamente all'interno dell'ordinamento. Nel contesto in questione, dunque, l'attività è costituita

(10) Il quale, nell'estendere le norme di cui ci si dovrà occupare, non aveva in mente distinzione.

(11) È «ciò che serve come strumento», connesso ai concetti di «lavoro» e «opera»: O. PIANIGIANI, voce *Organo*, in *Vocabolario etimologico della lingua italiana*, Roma, Dante Alighieri, 1907, 942.

(12) Ossia «quello col quale o per mezzo del quale si opera»: O. PIANIGIANI, voce *Strumento*, (nt. 11), 1378.

(13) H. KELSEN, *Teoria generale del diritto e dello stato*, Milano, Comunità, 1952, 98.

da un'intrapresa dotata di autonoma disciplina e riservata a soggetti specificamente individuati dal legislatore.

L'interposizione dell'organizzazione tra ente ed attività opera in modo sia statico che dinamico. Dal punto di vista statico tanto l'ente quanto l'attività partecipano dell'organizzazione, indi la sua *medietas*. L'ente vi partecipa perché, per individuare come si formi e si esprima validamente una volontà produttiva di effetti giuridici per lo svolgimento dell'attività, è necessario impostare processi di decisione collettiva ordinati e capaci di comporre efficacemente le istanze dei singoli partecipanti (14). L'attività trae invece la sua esigenza d'organizzazione dalla duplice circostanza oggettiva dell'obiettivo da raggiungere e dalla limitatezza dei mezzi a disposizione, indipendentemente dalla natura del soggetto che la svolge.

Dal punto di vista dinamico, invece, l'influenza è orientata, e procede dall'attività verso il soggetto, e ciò avviene sia di fatto che di diritto. Di fatto perché, nell'ambito di un sistema di diritto societario duttile e composto da un misto di norme imperative e dispositive, in un determinato momento l'imprenditore potrà usare la sua autonomia contrattuale per adattare la struttura dell'ente alle necessità organizzative proprie della specifica attività, conferendo rilevanza giuridica alle esigenze della prassi. Di diritto, perché anche l'evoluzione dell'ordinamento, ed in particolar modo delle sue norme imperative, reagisce ai mutamenti nella disciplina dell'attività regolando di conseguenza la normativa applicabile al soggetto (15). In questo modo la regolamentazione della costituzione e del funzionamento

(14) In questo senso «l'attività dell'organo è *attività della persona giuridica* e non soltanto efficace per la stessa»: F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Jovene, 1966, 45 (enfasi nell'originale).

(15) Ma sul controverso rapporto tra le due categorie di norme nel diritto italiano, con particolare riferimento alle società azionarie, si veda la breve panoramica offerta da L. ENRIQUES, *Voce società per azioni*, in *Enc. dir.*, ann. X, Milano, Giuffrè, 2017, 964-966.

dell'ente va progressivamente collegandosi a quella dell'attività, nonostante l'unico evidente punto di contatto formale tra loro sia rappresentato dalla disciplina dell'autorizzazione. Si dimostra così la permeabilità delle reciproche caratteristiche.

Il quadro d'insieme qui prospettato prepara alla ricostruzione delle disposizioni applicabili. Esse operano sia sul piano del soggetto, ossia delle tipologie sociali coinvolte, sia su quello dell'attività, ossia sulla consulenza. Il piano dei soggetti a sua volta può ripartirsi in due macro-categorie: le norme organizzative e le norme diverse: ci si deve concentrare sulle prime per ricavare da esse modelli paragonabili.

3. Caratteri della norma organizzativa

La riflessione sulla natura delle norme organizzative può iniziare dalla circostanza, politologica, del passaggio da un ordine liberale «spontaneo» all'ordine coatto tipico dello stato assistenzialista. Il primo si esprimerebbe giuridicamente tramite «norme di condotta», mentre il secondo preferirebbe «norme organizzative» (16), sostituendo gradualmente le prime alle seconde (17). Questa categorizzazione è stata

(16) F.A. HAYEK, *The principles of a liberal social order*, in *Il politico*, 1966, 601-618, a 603, che asserve le pretese categorie giuridiche al discorso socio-politico. In particolare quelle organizzative sarebbero «norme universali di mera condotta individuale» che avrebbero subito un «oscuramento per confusione con le regole che determinano l'organizzazione del governo e l'amministrazione delle risorse a sua disposizione» (a 608), la cui espansione condurrebbe al totalitarismo (a 609) stante l'impossibilità della realizzazione «positiva» della giustizia distributiva tramite l'esercizio dei poteri coercitivi dello stato (a 611).

(17) F.A. HAYEK, *Ordinamento giuridico e ordine sociale*, in *Il politico*, 1968, 693-723, 717 s.

considerata per un recupero ed una precisazione (18) sotto tre profili. Innanzitutto la contrapposizione è formalmente impropria: le norme di organizzazione sono anch'esse, in senso stretto, norme di comportamento (19); da ciò non consegue, tuttavia, la superfluità del concetto di organizzazione nella catalogazione delle norme giuridiche. Le categorie in questione sono infatti parallele alla dicotomia relazione-istituzione (20) accostabile a quella tra contratto ed istituzione, caratteristica del dibattito sulle società azionarie (21). In definitiva la valenza generale della distinzione sarebbe da rintracciarsi nella caratterizzazione funzionale dei due tipi di regole nel senso del coordinamento tra comportamenti spontanei le prime, e di convergenza forzata le seconde (22), e quindi, a loro volta, di promozione e repressione (23).

La trasposizione delle categorie del pensiero economico-politico nell'ambito filosofico-giuridico rende opportuno un ulteriore affinamento in senso tecnico-giuridico, con particolare riferimento ai settori societario e mobiliare. Quanto al diritto societario, la contrapposizione tra coordinamento e convergenza emerge chiaramente da come le indagini funzionalistiche intendono la norma organizzativa (24): esse concludono che il ruolo delle norme delle organizzazioni a cui il contratto di società dà vita esubererebbe quanto ottenibile tramite un contratto non sociale, con

(18) N. BOBBIO, *Dell'uso delle grandi dicotomie nella teoria del diritto*, in *Riv. int. fil. dir.*, 1970, 187-204.

(19) *Ibidem*, 188.

(20) *Ibidem*, 194 s.

(21) Spesso impiegata nella soluzione delle problematiche del diritto societario da A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 617-633 in poi.

(22) N. BOBBIO, (n. 18), 191.

(23) *Ibidem*, 203 ss.

(24) H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The essential role of organizational law*, in 110 *Yale law rev.*, 2000, 387-440.

specifico riferimento all'incisione del medesimo su interessi di soggetti che ad esso non partecipano (25). E così se nuovamente può dirsi che "organizzazione" possa implicare la convergenza forzata di interessi ad opera del legislatore (26), non ci si può spingere fino ad affermare che tale caratteristica di ultra-attività rispetto agli effetti tipici del contratto, per quanto importante, costituisca il minimo comune denominatore di tutte le norme che hanno carattere organizzativo; al contrario, la grande maggioranza delle norme riguardanti l'organizzazione sociale ne è privo (27).

Il diritto del mercato mobiliare è invece tradizionalmente concentrato sul rapporto, sull'attività e dunque sul servizio d'investimento. Di conseguenza, dalla veloce evoluzione che ha subito nel corso degli ultimi anni, emerge una generale anticipazione della tutela che, andando oltre la semplice trasparenza (28), ha prodotto una proliferazione delle norme sull'organizzazione (29).

Da questo complesso panorama emerge come, nonostante l'ineffabilità del concetto generale di norma organizzativa, sia possibile quantomeno individuarne i tratti caratteristici nel circoscritto ambito

(25) Si veda a questo riguardo H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, (nt. 24), 436. In questo senso dunque norma organizzativa è non solo norma di *default* (cioè dispositiva), applicabile qualora le parti non abbiano previsto diversamente, ma anche norma imperativa ultra-contrattuale la cui applicazione necessaria dalla libera opzione pattizia del tipo che la porta discende, inquadrando la discussione in quelli che gli autori indicano come «rapporti proprietari».

(26) Per quanto mediata dall'autonomia privata tramite la scelta del tipo.

(27) Cioè non sarebbero replicabili tramite un contratto diverso da quello sociale.

(28) A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2015, 31-42.

(29) Con particolare riferimento alla prevenzione dei conflitti di interesse, sui quali diffusamente più oltre nel testo, si veda F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della MIFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1119.

d'indagine che qui interessa. Entro questi limiti essa dovrà orientarsi (i) all'istituzione, al soggetto più che alle sue relazioni, dunque (ii) verso l'interno dell'ente, più che verso l'esterno, (iii) al fine della convergenza piuttosto che del coordinamento tra i comportamenti individuali (iv) e sull'impresa più che sul contratto.

4. Lo statuto organizzativo delle s.i.m. di consulenza.

Le regole organizzative che rispettano i canoni ora isolati e che si applicano alle s.i.m. abilitate alla sola consulenza in materia di investimenti risultano fortemente stratificate, a causa della diaspora delle norme che da tempo caratterizza il settore (30). Esse si ricavano da cinque fonti principali: il t.u.f., il r.i., il regolamento UE 2017/565 (31), il nuovo regolamento della Banca d'Italia in materia di organizzazione degli intermediari (32), che tra l'altro abroga le relitte norme del regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 sull'organizzazione e sulle procedure degli

(30) Paiono oramai lontani i tempi della relativa concentrazione e dell'approccio che oggi definiremmo sistematico di cui alla l. 1/1991 (nt. 5), che pure erano percepiti già come "alluvionali" dagli studiosi maturi all'epoca: G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, I, 5-17.

(31) Regolamento delegato UE 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva, in *G.U.U.E.*, n. L 87 del 31 marzo 2017, 1-83, d'ora in poi "Regolamento 565".

(32) Regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli artt. 4-*undecies* e 6, comma 1, lett. b) e c-*bis*) del t.u.f. del 5 dicembre 2019, d'ora in poi "Regolamento organizzativo Banca d'Italia".

intermediari (33) già mutilo (34), e il regolamento della Banca d'Italia in materia di vigilanza prudenziale delle s.i.m. (35). L'intrico e la sovrapposizione tematica di questi testi rende preferibile, piuttosto che esporli analiticamente, trattarli in modo sintetico e critico, organizzandoli attorno alle tematiche di riferimento.

4.1. Nozioni generali e tre categorie organizzative

La norma che reca la nozione di s.i.m. è contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. e) t.u.f., e ne stabilisce in positivo ma soprattutto in negativo le relazioni con altre categorie di soggetti già note. Si tratta di un'impresa di investimento (36) che ha personalità giuridica (37), sede legale e direzione generale in Italia, e non si applica dunque la disciplina prevista per le imprese di investimento dell'Unione europea che operano nel nostro paese (38). Non è né una banca né un intermediario finanziario di cui all'art. 106 t.u.b., oggetto di separata disciplina *ratione subiecti*. La funzione relazionale di questa definizione si estende anche al rapporto soggetto-attività, poiché la s.i.m. deve essere abilitata *ex art. 18 t.u.f.* a svolgere almeno uno dei

(33) Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007, successivamente modificato con atti congiunti e parzialmente abrogato dall'introduzione del nuovo r.i. (nt. 3), d'ora in poi "Regolamento congiunto".

(34) Parte sostanziale delle norme era infatti già confluita nel r.i.

(35) Regolamento della Banca d'Italia in materia di vigilanza prudenziale per le SIM del 24 ottobre 2007 e successive modificazioni, d'ora in poi "Regolamento prudenziale".

(36) Secondo quanto previsto dall'art. 1, comma 1, lett. *d-quater*) t.u.f.

(37) E dunque non è società di persone, ma sull'obbligatorietà del tipo s.p.a. e sulla possibilità di adottare la s.r.l. si vedano i paragrafi 5 e 7.

(38) Sulle imprese di investimento dell'Unione europea si veda nt. 2.

servizi o attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5 t.u.f., ed in particolare dunque quello previsto alla lett. f) (39), evidenziando così da subito la stretta connessione dei piani normativi del soggetto e dell'attività.

Si consideri ora quanto previsto dalle due disposizioni più generali in materia organizzativa. La prima è l'art. 21, paragrafi 1, 2 e 5 del Regolamento 565 (40) che costituisce il fulcro delle norme organizzative

(39) Poi definito analiticamente dall'art. 1, comma 5-*septies* t.u.f., e precisato nei suoi contenuti dall'art. 9 del Regolamento 565.

(40) Si riporta, per comodità del lettore, il testo dell'art. 21, paragrafi 1, 2 e 5 del Regolamento 565: «[paragrafo 1] Le imprese di investimento rispettano i seguenti requisiti organizzativi: (a) istituire, applicare e mantenere procedure decisionali e una struttura organizzativa che specifichi in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità; (b) assicurare che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità; (c) istituire, applicare e mantenere idonei meccanismi di controllo interno intesi a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli dell'impresa di investimento; (d) impiegare personale provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite; (e) istituire, applicare e mantenere a tutti i livelli pertinenti dell'impresa di investimento un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni; (f) conservare registrazioni adeguate e ordinate dell'attività dell'impresa e della sua organizzazione interna; (g) assicurare che il fatto di affidare funzioni multiple ai soggetti rilevanti non impedisca o non rischi di impedire loro di svolgere in modo onesto, equo e professionale ciascuna funzione. Per conformarsi ai requisiti stabiliti nel presente paragrafo, le imprese di investimento tengono conto della natura, delle dimensioni e della complessità dell'attività svolta, nonché della natura e della gamma dei servizi e delle attività di investimento che prestano ed esercitano nel quadro di tale attività. [Paragrafo 2] Le imprese di investimento istituiscono, applicano e mantengono procedure e sistemi idonei a tutelare la sicurezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni, tenendo conto della natura delle stesse. [...] [Paragrafo 5] Le imprese di investimento monitorano e valutano con regolarità l'adeguatezza e l'efficacia dei sistemi, dei meccanismi di controllo interno e delle procedure da loro istituiti conformemente ai paragrafi da 1 a 4 e adottano le misure opportune per

riferite agli aspetti operativi dell'impresa (41). Il secondo è l'art. 3 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia, che ha sostituito il previgente art. 5 del Regolamento congiunto (42) e costituisce la parte essenziale del sistema organizzativo sotto il profilo prudenziale. Vi sono tre aspetti fondamentali da segnalare. Innanzitutto si riscontra una molteplicità di elementi variegati dal significato tecnico non univoco: «procedure», «meccanismi», «sistemi» e «funzioni» (art. 21, paragrafo 5 del Regolamento 565). Vi è poi il principio di proporzionalità, ubiquo nelle moderne norme organizzative del settore (43), e presente in entrambe le disposizioni (art. 21,

rimediare a eventuali carenze». L'applicabilità di questa disposizione è richiamata dall'art. 88 r.i.

(41) Sarebbe corretto accostare a questa previsione generale anche quella prevista dall'art. 21, comma 1, lett. d) t.u.f.: anche se si tratta di una disposizione formalmente collocata nei principi generali previsti per lo svolgimento delle attività, essa ha chiara valenza organizzativa, obbligando l'intermediario a «disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività».

(42) Si riporta, per comodità del lettore, il testo dell'art. 3 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia: le s.i.m. «[comma 1] [...] si dotano di un sistema organizzativo idoneo ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale, secondo i principi, i criteri e i requisiti di cui al presente regolamento. Ess[e] assicurano l'unitarietà e l'idoneità del sistema organizzativo, anche in termini di trasparenza e funzionalità della complessiva struttura aziendale, tenuto conto delle disposizioni europee e nazionali applicabili alla prestazione di servizi e attività di investimento, di servizi accessori e del servizio di gestione collettiva del risparmio. [...] [comma 3] Le disposizioni del presente regolamento si applicano in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati. [comma 4] Restano ferme le disposizioni emanate dalla Consob in attuazione del TUF o di altre disposizioni di legge applicabili ai destinatari del presente regolamento».

(43) Sancito dall'art. 74, paragrafo 2 della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e

paragrafo 1, secondo periodo del Regolamento 565 ed art. 3, comma 3 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia); esso intende evitare oneri eccessivi alle imprese e consente di declinare i singoli obblighi in funzione di fattori quali le dimensioni e la complessità dell'attività, «natura» e «gamma» del servizio prestato. Un ultimo elemento significativo è costituito dalla preoccupazione dimostrata dalla Banca d'Italia per il coordinamento tra norme (art. 3, comma 4 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia), disposto per evitare interferenze con la disciplina Consob del regolamento intermediari.

Queste nozioni generali pongono il problema di identificare e trattare le norme organizzative di dettaglio con attenzione al sistema, setacciandole tramite le linee di indirizzo sulla norma organizzativa identificate in precedenza. L'operazione restituisce tre categorie di norme distinte ed internamente omogenee.

La prima categoria è quella delle norme di corporate governance, che operano a livello di organi sociali ed impongono procedure per le relazioni tra essi. La seconda categoria è quella delle norme di matrice aziendalistica, riferibili a specifiche "funzioni", prive di diretta rilevanza di diritto societario ma che comunque identificano soggetti specifici ai quali sono imposti specifici obblighi giuridici di natura organizzativa. La terza categoria, concettualmente più diversificata e quantitativamente più ampia, è quella che fa riferimento alle disposizioni di carattere procedurale avente rilevanza organizzativa, che tuttavia non coinvolgono espressamente né gli organi sociali né le funzioni aziendali: oltre alle già viste "procedure" e "meccanismi", si parla anche a «strategie», «politiche», «processi», «regole

sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, in *G.U.U.E.*, n. L 176 del 27 giugno 2013, 338-436.

[interne]», «strutture» e «risorse» (44). Sono vocaboli privi di una valenza giuridica consolidata, che certo hanno a che fare con l'organizzazione interna dell'istituzione allo scopo di fare convergere i comportamenti dei partecipanti (45) e che mirano a catturare la prassi della quotidianità degli affari senza irrigidirla (46), ma che certo appaiono generici e difficili da considerare in un'ottica prescrittiva.

4.2. *Corporate governance.*

Il Regolamento organizzativo della Banca d'Italia richiama l'attenzione dell'interprete innanzitutto sulla necessità di adottare, applicare e mantenere «solidi dispositivi di governo societario» (art. 6, comma 1) e di rispettare una serie di principi nell'organizzazione delle tre «funzioni» principali, qui intese in senso “societario” e non aziendalistico (47). Essi implicano un «bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica», «cautele societarie ed organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall'eventuale compresenza nello stesso organo sociale di due o più funzioni», adeguato numero e comprovata professionalità dei membri degli organi sociali, che si

(44) Si ritrovano questi termini all'art. 2, comma 1, nn. 19 e 20 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia.

(45) Nozione enucleata sul finire del paragrafo 3.

(46) A riguardo si veda il paragrafo 8.

(47) Il termine «funzione» non è dunque utilizzato ora per fare riferimento al secondo gruppo di norme già menzionato al paragrafo precedente ed esaminato nel dettaglio a quello successivo, ma guardando alla struttura societaria ed al possibile obiettivo che ciascun organo sociale si prefigge. La Banca d'Italia non nomina espressamente gli organi sociali coinvolti perché le disposizioni rimangano indifferenti al sistema di amministrazione e controllo adottato dalla società in questione, indicando così la supervisione strategica, l'amministrazione ed il controllo della società.

attengano a elevati standard di condotta codificati ed applicati, flussi informativi adeguati e formalizzazione delle procedure di convocazione e deliberazione degli organi sociali (art. 7). La medesima disposizione giunge a richiedere lo sviluppo di «una cultura del rischio integrata e diffusa in tutta la struttura aziendale», come già previsto dagli orientamenti EBA sulla governance interna (48).

L'impostazione è quella comune nella regolamentazione dei soggetti del diritto bancario e, come già noto (49), da essa concettualmente deriva (50). L'impostazione è confermata dal prosieguo del regolamento, che agli artt. 8-15 precisa le competenze di ciascuna funzione "societaria" (supervisione strategica, gestione e controllo) e ne delinea gli obblighi. All'organo di supervisione strategica è attribuito il compito di istituire e governare i processi che fanno parte della terza categoria in discorso, avendo inoltre la responsabilità di «approvare e verificare periodicamente, con cadenza almeno annuale, la struttura organizzativa e l'attribuzione dei compiti e delle responsabilità» (art. 8, comma 1, lett. g). Quest'organo costituisce pertanto l'apice gerarchico di tutte le norme organizzative che seguono.

(48) Si veda EBA, *Orientamenti sulla governance interna*, del 21 marzo 2018, n. EBA/GL/2017/11, 25, punti 94 ss.

(49) M. CERA, *Lo statuto speciale delle società di intermediazione mobiliare nel d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1997, 712-714.

(50) Tesi ulteriormente avvalorata dalla considerazione delle norme, in senso lato organizzative, relative ai requisiti degli «esponenti aziendali» ai quali fa riferimento l'art. 13 t.u.f., che poi rimanda al Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV (Adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto dell'11 novembre 1998, n. 468, che, al suo articolo 1, comma 1 fa espresso riferimento alle cariche sociali previste dal diritto societario.

4.3. Funzioni aziendali, proporzionalità ed applicabilità alle s.i.m. di consulenza.

Nel Regolamento 565 il legislatore europeo segue l'usuale ripartizione delle funzioni aziendali, *compliance, risk management e internal audit*, dedicando a ciascuna di esse una disposizione. L'art. 22 si concentra sulle valutazioni relative alla «conformità», ossia volte ad individuare il rischio di inadempimento degli obblighi previsti dalla disciplina MiFID II, considerandone le possibili conseguenze ed agevolando l'attività di vigilanza; l'art. 23 riguarda invece i «rischi legati alle attività, ai processi e ai sistemi dell'impresa», mentre l'art. 24 impone l'organizzazione di una «funzione di audit interno, separata e indipendente dalle altre funzioni e attività dell'impresa di investimento» (51).

Queste norme prevedono che i poteri e doveri di monitoraggio, intervento ed aggiornamento relativi alla verifica dell'assolvimento degli obblighi specifici di ogni area siano determinati mediante il principio di proporzionalità che già si è visto (52). È utile tuttavia qui recuperarlo per valutare quanta parte delle disposizioni viste sinora trovino applicazione nelle s.i.m. di consulenza; pare infatti che detto principio valga a ridimensionarne significativamente la portata. L'attività di consulenza, per l'assenza di un momento c.d. operativo nel quale l'intermediario incide direttamente sul patrimonio del cliente (53), pone intrinsecamente meno rischi per la solvibilità dell'ente e della sua stabilità (54). Ciò spiega ad

(51) Le disposizioni sono richiamate dagli artt. 46 ss. del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia.

(52) Sul quale già nt. 43 e testo corrispondente.

(53) Per un approfondimento sul tema si rimanda a R. GHETTI, *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in corso di pubblicazione su *Banca, borsa, tit. cred.*, paragrafo 2.

(54) In questo senso si vedano anche le conclusioni del paragrafo 7.

esempio il più ridotto capitale minimo (centoventimila euro) richiesto alle s.i.m. di sola consulenza dalla Banca d'Italia (55); spiega anche perché non vadano soggette alle norme sui piani di risanamento, sostegno finanziario di gruppo e intervento precoce (56) e perché siano invece soggetti ad una disciplina ad hoc per «intermediari che non possono detenere beni dei clienti». L'art. 28 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia, infatti, impone all'intermediario di «adotta[re] schemi operativi che assicurino il rispetto di questo divieto» (57).

4.4. Autorizzazione, conflitti di interesse, adeguatezza e indipendenza

L'ultima macro-categoria di regole organizzative applicabili alle s.i.m. è quella residuale, che include le norme non riferite ad un soggetto specifico nella sfera del diritto societario o in quella delle funzioni aziendali. Si compone di quattro sottocategorie.

Vi sono innanzitutto le norme legate all'autorizzazione. Dopo che l'art. 18 t.u.f. ha sottoposto a riserva l'esercizio professionale (58) nei

(55) Capitolo 1, punto 4, n. I del Regolamento in materia di capitale minimo e operatività all'estero delle s.i.m. nonché deposito e sub-deposito dei beni della clientela, adottato con deliberazione del 29 ottobre 2007, n. 2097, a condizione che «non detengano, neanche in via temporanea, disponibilità liquide e strumenti finanziari della clientela» né «assumano rischi in proprio».

(56) In questo senso non stupisce che alle s.i.m. di consulenza l'art. 55-bis t.u.f., comma 1 risparmi l'applicazione delle norme sui piani di risanamento, sostegno finanziario di gruppo e intervento precoce.

(57) La disposizione è completata da una presunzione adeguatezza (così va letta la perifrasi «si assume in linea con quanto previsto dal comma 1») del «modulo» operativo dotato di una serie di caratteristiche previste dall'art. 28, comma 2 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia.

(58) Oltre che professionale, l'esercizio dell'attività deve risultare anche continuativo, in quanto l'interruzione per più di sei mesi è causa di revoca

confronti del pubblico delle attività riconducibili ai servizi di investimento tipizzati, l'art. 19, comma 1 t.u.f. impone alle s.i.m., tra l'altro (59), la forma di società per azioni (lett. a) e l'idoneità dei soggetti che ricoprono cariche sociali e che partecipano al capitale (60).

La seconda sottocategoria comprende le disposizioni relative alla gestione dei conflitti di interesse, che a sua volta include innanzitutto (i) le norme che hanno un riferimento generale, che impongono procedure per l'individuazione, la gestione e la limitazione delle ripercussioni negative sull'interesse del cliente previste analiticamente già dall'art. 21, comma 1-*bis* t.u.f. (61). (ii) Vi sono poi le norme relative agli incentivi, la cui percezione è fortemente limitata dopo l'introduzione del regime MiFID II,

dell'autorizzazione da parte della Consob, che agisce sentita la Banca d'Italia secondo quanto previsto dall'art. 20-*bis*, comma 2, lett. a) t.u.f. è interessante notare come quest'evenienza costituirà anche causa di scioglimento per una s.i.m. che sia abilitata esclusivamente all'esercizio dell'attività di consulenza (art. 20-*bis*, comma 3, primo periodo t.u.f.).

(59) In particolare si è già detto (a nt. 38 e testo corrispondente) della sede italiana richiesta dall'art. 19, comma 1, lett. c), nonché (a nt. 55 e testo corrispondente) del capitale minimo previsto per le s.i.m. dall'art. 19, comma 1, lett. d) t.u.f. L'ambito della trasparenza organizzativa di cui alla lett. e), invece, riguarda più la normativa di vigilanza (esterna e verso la Consob, che dunque non possiamo qui qualificare come norme organizzative ai sensi dell'impostazione accettata nel paragrafo 3), esulando pertanto dall'ambito dell'indagine; d'altronde anche il «programma di attività» ivi previsto, che pure ha valenza esterna ben più che interna alla s.i.m., non è che il riflesso del lavoro di organizzazione più generale che l'ente deve garantire già ai sensi delle norme generali esaminate al paragrafo 4.1.

(60) Gli artt. 7-13 r.i. prevedono poi dettagli del procedimento di autorizzazione che risultano privi di significativa rilevanza organizzativa interna.

(61) Il punto è ulteriormente specificato dall'art. 92, comma 1 r.i., che impone agli intermediari che «manteng[a]no e applic[hi]no disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte a evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti».

che sono disciplinati in dettaglio dagli artt. 52-54 r.i. Esse risultano particolarmente importanti per la distinzione tra consulenza indipendente e non indipendente: nonostante si tratti di norme che riguardano il comportamento da tenere durante la prestazione dei servizi ad alto valore aggiunto, esse richiedono tuttavia l'approntamento di procedure che sconfinano chiaramente nell'ambito dell'organizzazione dell'attività sociale (62). (iii) Si devono dunque considerare le norme speciali riservate alla consulenza in strumenti propri, ed in particolare l'art. 41 del Regolamento 565, che costituisce il punto di congiunzione della normativa sugli incentivi, sul collocamento e sulla consulenza prevedendo un incremento dei presidi organizzativi (63). (iv) Rilevano infine le norme sulla remunerazione, incentivazione e valutazione del personale, (art. 93 r.i., art. 27 Regolamento 565 ed art. 17 del Regolamento organizzativo della Banca d'Italia), che prevedono misure per evitare di danneggiare i clienti qualora si possa riscontrare un'asimmetria tra gli assetti di interesse determinati dalle pratiche di remunerazione impiegate per stimolare la produttività ed il dovere generale di cui all'art. 21, comma 1, lett. a) t.u.f.

(62) Ne sono un esempio l'art. 53 comma 2, per verificare la «distorsione» o la «negativa influenza» che l'incentivo determina sulla qualità del servizio prestato dal cliente; esplicita è poi l'influenza nell'art. 53, comma 4, in base al quale le s.i.m. «conservano evidenze», «tengono un elenco», «registrano il modo in cui [gli incentivi] migliorino il servizio prestato ai clienti, nonché le misure adottate al fine di non pregiudicare il dovere di agire in modo onesto, imparziale e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti»; per la consulenza indipendente l'art. 54, comma 1, lett. b) è ancora più esplicito, specificando che le s.i.m. «stabiliscono e attuano una politica per assicurare che [gli incentivi] siano assegnati e trasferiti a ogni singolo cliente».

(63) L'art. 73 r.i. attribuisce inoltre una valenza generale alla procedimentalizzazione delle politiche distributive, definendo il ruolo degli organi sociali, delle funzioni aziendali di controllo e del personale.

In terzo luogo vi sono le norme sull'adeguatezza *ex art. 40 r.i.*, che non si risolve in una valutazione estemporanea, comportando piuttosto una serie complessa di requisiti organizzativi volti a garantire la tracciabilità della valutazione ed il suo aggiornamento del tempo. Quello di valutazione dell'adeguatezza è infatti un «processo» (secondo quanto previsto dall'art. 54, paragrafo 7, primo periodo, lett. b) e c) del Regolamento organizzativo UE) di rilevanza aziendale, che ha tra i suoi scopi la responsabilizzazione dell'intermediario. La norma richiede infatti di porre in essere «appropriate politiche e procedure, dimostrabili» sia per la gestione delle informazioni ricevute dai clienti che per la comprensione della propria attività (rispettivamente art. 54, paragrafi 7, secondo periodo e 9 del Regolamento organizzativo UE).

Bisogna infine considerare i presidi di indipendenza nella prestazione di consulenza indipendente, che per quanto sia strettamente correlata alla disciplina del conflitto di interesse, riveste un'importanza autonoma e para-tipologica (64). Secondo l'art. 53 del Regolamento 565 è indipendente la consulenza dell'impresa che «definisce e attua[...] un processo di selezione allo scopo di valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato» pena l'impossibilità di presentarsi come consulente indipendente; non bisogna dimenticare che la denominazione dell'operatore è percepita dal mercato come molto importante (65). Interessante è poi l'ulteriore novero di obblighi organizzativi ai quali soggiace, ai sensi dell'art. 53, paragrafo 3 del

(64) Si può sostenere che consulenza indipendente e non indipendente, per come oggi definite e disciplinate dal nostro legislatore, costituiscano due modalità di prestazione del medesimo servizio di investimento, ma la giustificazione analitica dei fondamenti di tale affermazione esula dall'ambito di questo lavoro.

(65) Chi opera individualmente ha già ottenuto, grazie alle riforme degli ultimi anni, di mutare la propria denominazione professionale da “promotore finanziario” a “consulente finanziario”, con sostanziosi ritorni d'immagine.

Regolamento 565, l'impresa di investimento che offre consulenza in materia di investimenti sia su base indipendente che su base non indipendente: ottempera ad obblighi che non sono solo di trasparenza, ma includono anche la predisposizione di «adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischino di incorrere in confusione circa il tipo di consulenza che ricevono e che sia [sic] ottengano il tipo di consulenza adeguato al loro profilo. L'impresa di investimento non consente a una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente» (66). Qui si nota perciò come, nonostante l'organizzazione dell'attività abbia natura societaria, il servizio sarà tipicamente prestato al cliente avvalendosi di una persona fisica (67). La stessa osservazione vale inoltre per le norme sull'offerta fuori sede, ed

(66) Vi è da credere che il «sia» di cui all'articolo 53, paragrafo 3, lett. c) costituisca un refuso della versione italiana del regolamento, dove il traduttore ha dapprima impostato la frase in modo che la consulenza ne fosse il soggetto (ad esempio prevedendo che la consulenza «*sia* adeguata al loro profilo») modificandola poi per rispettare la struttura del periodo presente tanto nel francese («et qu'elles leur donne le type de conseils qui est approprié à leur situation») quanto nell'inglese («are given the type of advice that is appropriate for them») e nel tedesco («dass sie eine auf sie zugeschnittene Art von Beratung erhalten»); di qui il refuso. Questa svista non crea problemi interpretativi, ma potrebbe essere altrimenti: è noto che gli errori di traduzione in italiano dei regolamenti europei possono giungere ad influenzare in modo significativo il contenuto del diritto positivo (R. GHETTI, (nt. 53), nt. 46). Va tuttavia segnalato come non siano infrequenti sviste in testi ufficiali anche nelle versioni in lingue diverse dalla nostra: si veda ad esempio la versione inglese della medesima disposizione, secondo cui «the investment *firms* has adequate organisational requirements» (enfasi aggiunta).

(67) È certamente possibile e sempre più frequente la prestazione automatica del servizio; ciò non toglie tuttavia che il punto di vista del legislatore, così come la maggioranza delle operazioni di consulenza sul mercato, riguardino rapporti tra persone fisiche (per alcuni riferimenti, oltre al saggio citato nella nota precedente, si veda nt. 88).

in particolare per l'art. 124 r.i., in virtù del quale le s.i.m., nel fornire servizi fuori sede, devono avvalersi di consulenti abilitati all'offerta fuori sede *ex art. 31 t.u.f.*

5. Lo statuto organizzativo delle società di consulenza finanziaria.

La disciplina delle società di consulenza finanziaria è decisamente più snella di quella prevista per le s.i.m. di consulenza: lo si evince dal numero di norme che il legislatore e le autorità di vigilanza gli hanno dedicato. Il motivo si ricava invece dal modo in cui l'art. 18-ter, comma 1 t.u.f. l'introduce. In base a questa disposizione la s.c.f. non è infatti presentata come un soggetto abilitato alla stregua dell'art. 18, bensì come soggetto impregiudicato da tale riserva, che può operare sul mercato seguendo un iter autorizzativo diverso. Ciò può avvenire esclusivamente a tre condizioni: che la s.c.f. sia costituita in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, che svolga solo attività di consulenza limitatamente a prodotti determinati (68), e che non detenga fondi o titoli appartenenti a clienti. La disposizione in parola fornisce solo uno scarno riferimento ai requisiti di professionalità ed onorabilità degli esponenti aziendali (comma 2) (69), attribuisce una delega di potere regolamentare alla Consob (comma 3-*bis*) e sancisce la responsabilità solidale della società per i consulenti finanziari autonomi *ex art. 18-bis* dei quali si avvale per prestare il servizio di consulenza.

(68) In particolare i valori mobiliari e le quote di o.i.c.r., come confermato dall'art. 161 r.i.

(69) Ed a riguardo si veda il regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria adottato dal Ministero dell'economia e delle finanze con decreto n. 66 del 5 aprile 2012.

Sotto il profilo organizzativo, che qui interessa, il nesso operativo che lega s.c.f. e consulenti autonomi non è interrotto dalla prestazione del servizio di consulenza in luogo diverso dalla sede legale, poiché i consulenti finanziari autonomi sono in tal senso abilitati dall'art. 30-*bis*, comma 1 t.u.f. Così a questi soggetti non si applica la disciplina generalmente prevista per l'offerta fuori sede (70) ma le regole procedurali di cui all'art. 30-*bis*, commi 2 e 3, che confermano la nota triade di trasparenza, recesso e nullità (71). È leggendo l'art. 31 t.u.f. che si nota una ulteriore differenza sostanziale tra s.i.m. e s.c.f., ossia la disciplina della vigilanza, che per le seconde non è direttamente esercitata dalla Consob, ma dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (comma 4), a sua volta sottoposto alla vigilanza della Consob (art. 31-*bis* t.u.f.).

La gran parte delle prescrizioni sull'organizzazione delle s.c.f. vengono dalla parte V del libro XI del regolamento intermediari. Negli artt. 161 ss. r.i., tra tante norme di comportamento (72), spiccano alcuni oneri organizzativi imposti alle s.c.f. (73). Tali società, in base all'art. 162 r.i., «definiscono e attuano un processo di selezione allo scopo di valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul

(70) Che si trova sempre all'art. 30 t.u.f., ma che ora può essere esercitata dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'art. 31 t.u.f.

(71) Per un esame delle problematiche alle quali questa concatenazione può portare si rimanda a R. GHETTI, *Trasparenza, recesso e nullità nell'offerta fuori sede*, in *Banca, impr., soc.*, 2015, 233-267.

(72) Spesso estremamente minuziose: si pensi ad esempio all'obbligo di «non crea[re] ambiguità o confusione riguardo alle loro responsabilità nel processo di valutazione dell'adeguatezza» prevista dall'art. 167, comma 1 r.i.

(73) Oltre a quelli che derivano direttamente dall'obbligo di informare il cliente ma che non rispettano le condizioni di cui al paragrafo 3: si pensi ad esempio alle procedure da porre in essere per determinare le informazioni da fornire ed assicurare che siano fornite (cfr. art. 167, comma 2 r.i.).

mercato» (comma 1, lett. c). Vengono inoltre stabilite regole stringenti tanto per gli incentivi (comma 1, lett. d) quanto per la remunerazione dei dipendenti (comma 1, lett. e). L'art. 163 imposta il regime di incompatibilità, che rovescia la prospettiva, puramente elettiva, tipica delle s.i.m.: là è possibile richiedere l'abilitazione per più di un servizio di investimento, per cui la limitazione alla sola consulenza dipende dalla libera volontà dei partecipanti alla società. Chi scelga invece la s.c.f. non potrà che svolgere il servizio di consulenza in materia di investimenti. Di conseguenza l'univocità dell'attività della s.c.f. condurrà alle incompatibilità di cui all'art. 163, seguendo un modello di separazione ed isolamento dei canali distributivi che si è avuto modo di discutere in altra sede, e che trova il suo contraltare nella disciplina delle incompatibilità dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (74).

Nonostante gli strumenti interni per la profilatura del cliente (artt. 167 e 168 r.i.) e le procedure per la valutazione dell'adeguatezza (art. 171 r.i.) presentino alcuni riflessi organizzativi, la maggior parte delle norme organizzative della disciplina regolamentare applicabili alla s.c.f. si trovano nel titolo IV. Esso prevede: (i) procedure interne adeguate al principio di proporzionalità, che assicurino la tracciabilità dei comportamenti, una gestione prudente ed una corretta formazione di chi presta l'attività (art. 176, comma 1); (ii) politiche retributive adeguate (art. 176, commi 4 ss. r.i.) e (iii) pratiche relative alla identificazione, prevenzione e gestione dei conflitti di interesse, sul modello dell'art. 21, comma 1-*bis* t.u.f. (75).

Lo stretto legame tra le procedure relative ai conflitti di interesse e l'indipendenza della prestazione che ne risulta è esplicitato dall'art. 177,

(74) Art. 157 r.i., che sancisce l'incompatibilità dell'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede con la qualità di socio, sindaco, consigliere di amministrazione dipendente o collaboratore di una società di consulenza finanziaria.

(75) Già considerato a nt. 61 e testo corrispondente.

comma 8 r.i., in base al quale tali procedure «sono volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in attività professionali che [potrebbero generare un conflitto di interesse che possa ledere gli interessi di uno o più clienti *ex art. 177, comma 7, lett. a) r.i.*] svolgano dette attività con un grado di indipendenza adeguato alle dimensioni e alle attività [...] della società di consulenza finanziaria». A tale scopo sono previste inoltre procedure di carattere negativo, tra cui quelle volte a «impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti [...] quando lo scambio di tali informazioni può ledere l'interesse di uno o più clienti» (art. 177, comma 8, lett. a) r.i.) oppure all'«eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti [...] nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse» (art. 177, comma 8, lett. c) r.i.). A queste si aggiungono le procedure di registrazione (art. 178 r.i.) e quelle per la segnalazione delle violazioni (art. 179 r.i.).

6. Statuti organizzativi a confronto.

Lo studio delle disposizioni organizzative applicabili a s.i.m. di consulenza e società di consulenza finanziaria restituisce due statuti distinti.

Il principale tratto di continuità tra le strutture osservate è costituito dalle linee generali dei problemi che affrontano, linearmente sovrapponibili secondo uno schema che include l'identificazione della tipologia di soggetto e di attività, alcuni principi generali e norme specifiche in materia di autorizzazione, conflitti di interessi, adeguatezza e indipendenza (76).

(76) Ad uno «statuto parallelo» fa riferimento M. CERA, *I servizi, le attività di investimento e i soggetti abilitati*, in M. CERA, S. DI VALENTIN, *Il diritto degli investimenti. Soggetti, attività, interessi*, Bologna, Il Mulino, 2015, 56.

Facile risulta giustificare tale struttura alla luce delle caratteristiche dell'attività svolta.

Meno agevole è motivare le differenze portanti dei due sistemi di norme. La s.i.m. è un intermediario abilitato, come tale soggetto alle numerose prescrizioni ad essi applicabili, mentre la s.c.f. ne è esentata. Quest'ultima è soggetta ad una disciplina più recente, meno stratificata controllata in maggior misura da parte del legislatore interno: risulta così, nel complesso, meglio organizzata. Tale semplificazione normativa, la cui portata è amplificata dalla possibilità di costituirsi in forma di s.r.l., trova un principio di giustificazione nella limitazione della tipologia di servizio che può prestare, sia quanto al tipo di prodotto sia relativamente alla disponibilità di beni dei clienti, e nelle stringenti regole sul conflitto di interessi alle quali è sottoposta.

La s.i.m. può prestare servizi di investimento diversi dalla consulenza ottenendo una semplice autorizzazione; non è questo il caso della s.c.f., che oltre a non potere prestare altri servizi di investimento, ma incontra limitazioni anche nel tipo di consulenza che può esercitare sotto il profilo del prodotto. Inoltre, la s.i.m., pur se di sola consulenza, è comunque obbligata ad adottare il tipo s.p.a., dotandosi di un capitale sociale minimo sostanzioso (77); la s.c.f. può invece costituirsi in forma di s.r.l. e non è gravata dal limite del capitale minimo previsto dalla Banca d'Italia. Le difficoltà che si incontrano a passare da s.c.f. a s.i.m. sono considerevoli: la s.c.f. costituita in forma di s.r.l. che intenda ampliare la gamma di servizi offerti dovrà infatti trasformarsi in s.p.a., se necessario aumentare il capitale fino a raggiungere il minimo legale ed infine ottenere le autorizzazioni previste, inclusa quella per l'esercizio del servizio di consulenza in materia di investimenti.

(77) La dottrina lamenta il problema da quasi trent'anni (M. CERA, (nt. 5), 60), e certo al legislatore non sono mancate le occasioni per intervenire sul punto.

Le discrepanze nella normativa organizzativa delle due forme sono numerose. Anche scontando la scarsa precisione della formulazione delle norme in questo ambito, che lascia un certo spazio di manovra agli operatori, emerge chiaramente come la struttura della s.i.m. sia stata pensata per un ente che svolga una molteplicità di servizi. Quest'ultima si può considerare - per quanto limitatamente all'ambito dei servizi del mercato mobiliare - "generalista", mentre il profilo organizzativo della s.c.f. è improntato alla specializzazione; si tratta di una caratteristica che aiuta la buona riuscita di quest'ultimo modello. Bisogna infine considerare che il principio di proporzionalità, spesso impiegato come clausola di chiusura delle disposizioni da parte del legislatore, non può modificare significativamente questa disparità, perché è chiamato comunque ad incidere su due insiemi di norme quantitativamente diseguali. Il peso delle norme organizzative rimane pertanto sbilanciato, aggravando le s.i.m. più delle s.c.f.

Nel complesso, pertanto, emergono due modelli d'ente meno omogenei di quanto ci si potrebbe aspettare, e la sostanziale equivalenza funzionale non sempre si riflette sulla struttura del soggetto. L'operatore che intenda prestare esclusivamente il servizio di consulenza e debba scegliere tra le due formule, dovrà valutare attentamente le caratteristiche del soggetto giuridico da adottare.

La distinzione tra gli statuti si può giustificare guardando alla storia dei due istituti. La normativa sulla s.i.m. è gemmata da quella delle banche, con requisiti di matrice prudenziale che lasciano traccia nella struttura dell'ente nonostante la limitazione dell'attività alla sola consulenza. Le s.c.f., invece, derivano dalla disciplina dei promotori, oggi consulenti, che avendo storicamente la funzione di ausiliari autonomi dell'impresa di investimento, tendono alla neutralità patrimoniale e a ricevere una disciplina più snella.

Potrebbe sostenersi che il legislatore abbia mantenuto queste differenze per lasciare che i modelli provino il proprio valore sul campo del mercato. V'è ora da domandarsi quanto frequente risulti, da parte degli operatori del mercato, l'opzione per l'uno e per l'altro modello.

7. Diffusione di s.i.m. di consulenza e società di consulenza finanziaria

Per gettare uno sguardo d'insieme ai dati relativi all'impiego pratico delle forme in questione si deve innanzitutto fare riferimento all'albo delle s.i.m. (78). Su di un totale di 66 s.i.m. iscritte all'albo, 55 sono abilitate alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti (83% del totale), ma solo una di esse risulta abilitata esclusivamente alla prestazione del servizio di consulenza (1,5% delle s.i.m. abilitate a prestare la consulenza, meno del 2% del totale). Allargando le maglie della verifica, si riscontra che il servizio che più spesso è abbinato alla consulenza (7 s.i.m., il 13% delle s.i.m. abilitate a prestare la consulenza e l'11% del totale) è quello di «esecuzione di ordini per conto dei clienti limitatamente alla sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione», il cui regime particolare è stato già notato (79), oltre al quale si osservano anche 4 s.i.m. che a questi due servizi aggiungono anche il servizio di collocamento. Per quanto riguarda le tipologie di abilitazione alla consulenza, per 36 s.i.m. non si registra alcuna limitazione (65% delle s.i.m. abilitate a prestare la consulenza, 54% del totale) mentre 19 hanno ottenuto l'abilitazione a prestare la consulenza con limitazioni operative che implicano la mancata assunzione di rischi da parte della società (35% delle s.i.m. abilitate a prestare la consulenza, 29% del totale): si tratta di un altro

(78) Reperibili all'indirizzo www.consob.it ed aggiornati, al momento della consultazione, al 2 gennaio 2020.

(79) Nt. 63 e testo corrispondente.

aspetto interessante, specie considerando che la caratteristica che giustifica il regime prudenziale agevolato delle s.i.m. di consulenza (80) è proprio quella di non disporre di fondi o strumenti finanziari dei clienti. Da queste osservazioni emerge chiaramente la bassa incidenza del fenomeno di s.i.m. di pura consulenza, e come il risultato rimanga esiguo anche portando a due il numero di servizi.

Più semplice risulta la verifica dell'albo delle società di consulenza finanziaria, tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari su base regionale (81) totale di 36 unità, concentrate in 7 regioni. In valori assoluti, pertanto, le s.i.m. che svolgono esclusivamente attività di consulenza sono significativamente meno delle s.c.f., e ciò rimane vero anche se si considerano s.i.m. "di sola consulenza" quelle che sono abilitate a prestare uno o due servizi ulteriori ma compatibili con la mancata assunzione di rischio. Notevole è anche osservare che 31 s.c.f. su 36, l'86% del totale, sono costituite in forma di s.r.l.

Questo rapporto viene sostanzialmente confermato se si confrontano i dati ora analizzati con quelli risultanti dall'elenco degli iscritti all'Ascofind, che è succeduta all'Ascocim come "associazione per la consulenza finanziaria indipendente" (82). Essa conta 20 iscritti, e se certo non comprende tutti gli enti che prestano in via esclusiva consulenza in materia di investimenti (83), sicuramente può fornire un utile riscontro per verificare, tra le 6 s.i.m. che partecipano, se chi si pone come "indipendente" sia solito esercitare solo il servizio di consulenza in materia di investimenti

(80) Discusso a nt. 55 e testo corrispondente.

(81) Reperibile all'indirizzo <https://www.organismocf.it/portal/web/portale-ocf/elenchi-iscritti> ed aggiornato, al momento della consultazione, al 23 dicembre 2019.

(82) Le informazioni a riguardo sono reperibili all'indirizzo www.ascosim.it.

(83) Il numero degli iscritti è infatti inferiore a quello totale delle società di consulenza finanziaria, ed include anche talune s.i.m.

o anche altri servizi. Risulta che tutte le s.i.m. iscritte sono abilitate anche per prestare altri servizi: tre di esse solo la già segnalata «esecuzione di ordini per conto dei clienti limitatamente alla sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari di propria emissione», due di esse in aggiunta anche la gestione di portafogli, senza tuttavia «detenzione, neanche temporanea, delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela e senza assunzione di rischi da parte della società stessa».

Sembra dunque che la cifra dei due statuti organizzativi della s.i.m. di consulenza e della s.c.f. che emerge dalla pratica e tende a caratterizzare enti che si presentano al pubblico come indipendenti sia l'assenza di rischio (84).

8. Alcune conclusioni.

Si è innanzitutto stabilito che per norma organizzativa qui si intende quella che, orientata al soggetto, è concentrata sul profilo istituzionale più che sulle relazioni esterne; essa è dunque rivolta verso l'interno dell'ente, ed ha come scopo la convergenza piuttosto che il coordinamento tra i comportamenti individuali. Infine, la norma organizzativa incide sull'attività interna d'impresa più che sui contratti dell'imprenditore con altri soggetti.

Le disposizioni aventi queste caratteristiche e che sono applicabili alle s.i.m. di consulenza ed alle società di consulenza finanziaria sono numerose, variegate e sparse. Può dirsi che lo stato della normativa costituisca il risultato della più recente concezione della protezione

(84) Pur trattandosi forse di un carattere naturale, non costituisce però un elemento imprescindibile, quantomeno per quanto riguarda il servizio di consulenza: l'ultima s.i.m. iscritta all'Ascofind, infatti, detiene una abilitazione a prestare la consulenza senza la clausola restrittiva riguardo alla detenzione di fondi e strumenti nonché dell'assenza di rischio, che compare però nella sua autorizzazione alla ricezione e trasmissione di ordini.

dell'investitore: muovendo da un sistema basato sulla trasparenza si sono privilegiate dapprima le norme di comportamento degli intermediari e poi, anticipando la tutela, le norme organizzative (85). Queste, talvolta, costituiscono una internalizzazione delle stesse regole che si applicano alle relazioni esterne dell'ente.

L'analisi complessiva delle disposizioni in questione fa emergere archetipi organizzativi diversi, non tanto per le aree tematiche coperte da ciascuno statuto, spesso sovrapponibili, quanto per le differenze di mole e contenuto. Tali differenze sono difficili da giustificare alla luce della omogeneità funzionale delle due figure (86), che traggono la propria origine da ambienti normativi significativamente diversi ed ancora ne recano una traccia che emerge proprio dall'esame della loro struttura organizzativa.

L'osservazione degli albi di s.i.m. e s.c.f., infine, conferma che la flessibilità assicurata dal modello s.r.l. è molto apprezzata nell'ambito delle s.c.f., dove è preferito nella grande maggioranza dei casi (87). Si scopre inoltre che solo una s.i.m. in Italia risulta avere ottenuto l'abilitazione a prestare esclusivamente il servizio di consulenza; d'altronde un certo numero di esse, pure ridotto, ha scelto modalità operative più ricche, che pur mantenendo la consulenza e senza l'assunzione di rischi, hanno ottenuto l'abilitazione alla prestazione di ulteriori servizi. Responsabile dello squilibrio osservato, oltre ovviamente ad una condizione di mercato notoriamente refrattaria a ricercare e soprattutto a remunerare il servizio di

(85) Rilevava questa tendenza G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 162 ss.

(86) Nel caso delle s.i.m. è ovviamente elettiva: è l'imprenditore a decidere quale attività svolgere tramite la s.i.m., e l'intero ragionamento qui proposto considera esclusivamente le s.i.m. che prestano unicamente il servizio di consulenza. Si veda a questo riguardo già il paragrafo 1 e il paragrafo 5 nel testo compreso tra nt. 73 e 74.

(87) Dall'albo nazionale analizzato nello scorso paragrafo risulta che 31 s.c.f. su di un totale di 36 unità sono costituite in forma di s.r.l., cifra pari all'86%.

consulenza (88), è forse non solo il maggior carico d'oneri organizzativi ed i rilevanti requisiti patrimoniali, ma anche la significativa stratificazione della disciplina, alla quale si è tentato di porre ordine.

Bisogna tuttavia riconoscere che la norma organizzativa presenta limiti intrinseci che la costringono a rimanere frequentemente ad un livello di genericità insolito per questo ambito di disciplina. Posizionandosi a contatto diretto con i meccanismi interni dell'impresa ne acquista la fluidità, divenendo più flessibile e meno precisa delle altre norme del medesimo settore. Quella fluidità riflette la libertà di iniziativa economica sancita dalla Costituzione, ma l'imprenditore che se ne avvale la vede sempre più compressa dal riconoscimento normativo degli interessi di altri partecipanti al mercato. Per contrastare questa tendenza l'impiego del principio di proporzionalità potrebbe non essere sufficiente.

(88) Si veda CONSOB, *Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches*, 2008, 5, nonché recentemente, con particolare riferimento alla consulenza finanziaria automatizzata, M. CARATELLI, C. GIANNOTTI, N. LINCiano, P. SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenza da un'analisi quantitativa*, in *Quaderni FinTech*, dicembre 2019, disponibile all'indirizzo www.consob.it.