



6^a Commissione Finanze e tesoro – Senato della Repubblica

Disegno di legge

A.S. 674 “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”

Audizione del Segretario Generale dell’Assoreti

dott. Marco Tofanelli

Roma, 15 giugno 2023

Senato della Repubblica
6ª Commissione Finanze e tesoro

Testo dell'audizione del dott. Marco Tofanelli, Segretario Generale dell'Assoreti
(15 giugno 2023)

Disegno di legge A.S. 674 “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”

Illustre Presidente, Onorevoli Senatori,

desideriamo innanzitutto ringraziare per l'invito a questa audizione e porgere il saluto dell'Assoreti – Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti.

L'Assoreti rappresenta dal 1985 le banche e le SIM che hanno incentrato la propria attività su un modello di relazione con la clientela caratterizzato dalla personalizzazione del servizio e dalla presenza sul territorio attraverso i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

L'Associazione è governata da un Consiglio di Amministrazione che vede la partecipazione attiva dei suoi vertici aziendali ed è così composto:

- Presidente:
 - o Massimo Doris, Amministratore Delegato di Banca Mediolanum;
- Vice Presidenti:
 - o Alessandro Foti, Amministratore Delegato di FinecoBank;
 - o Paolo Molesini, Presidente di Fideuram;
 - o Gian Maria Mossa, Amministratore Delegato di Banca Generali;
- Membri:
 - o Paola Pietrafesa, Amministratore Delegato di Allianz Bank Financial Advisors;
 - o Stefano Pilastrì, Condirettore Generale di Credito Emiliano;
 - o Silvio Ruggiu, Direttore Generale di Zurich Bank;
 - o Marco Tarantola, Direttore Generale di BNL BNP Paribas.

Il Segretario Generale è Marco Tofanelli.

1. Il mercato di riferimento del sistema Assoreti

Le imprese associate, appartenenti ai principali gruppi bancari, assicurativi e finanziari operanti nel Paese, si avvalgono di circa 26.000 consulenti finanziari



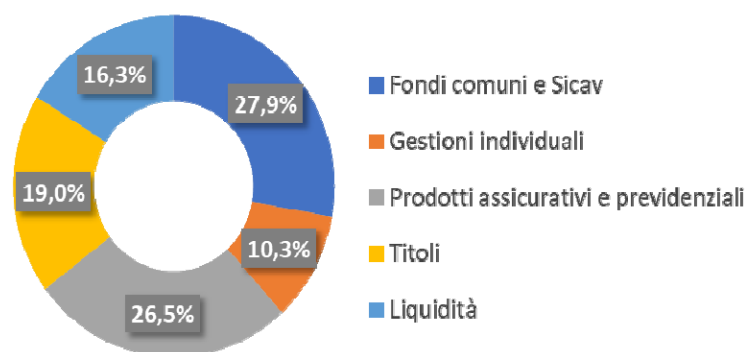
abilitati all'offerta fuori sede, pari al 75% del numero totale degli iscritti all'albo di cui all'art. 31 del Tuf, aventi un mandato da un intermediario. Di essi, la massima parte opera con un contratto di agenzia, mentre gli altri sono inquadrati fra i dipendenti.

Attraverso un *trend* costantemente positivo nel tempo, le reti di consulenza finanziaria hanno assunto un ruolo sempre più incisivo nella gestione del risparmio delle famiglie italiane. I dati rilevati dall'Assoreti evidenziano, infatti, come negli ultimi dieci anni il numero di clienti (primi intestatari) sia aumentato consistentemente passando da 3,3 milioni di fine 2012 agli attuali 4,8 milioni di risparmiatori; questi hanno affidato masse per 730 miliardi di euro (a fine dicembre 2012 erano 257 miliardi), le quali rappresentano circa il 15% delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane, quota più che raddoppiata rispetto a quanto osservato ad inizio decennio (6,5%).

Le reti di consulenza hanno sempre attribuito ai prodotti del risparmio gestito un ruolo fondamentale e strategico nella pianificazione degli investimenti dei propri clienti.

La centralità dei prodotti del risparmio gestito si palesa nella composizione del portafoglio dei clienti delle Reti rispetto al quale Oicr, prodotti assicurativi/previdenziali e gestioni individuali ricoprono una quota del 64,7% ed una valorizzazione di 472 miliardi di euro. I fondi comuni di investimento, in particolare, rappresentano il 27,9% del patrimonio.

**Ripartizione % del patrimonio
dei clienti delle Reti - marzo 2023**





Quello delle reti è un modello che dal 1991 cresce insieme ad una normativa particolarmente attenta alla relazione con la clientela e alla tutela del pubblico risparmio che l'industria ha accolto favorevolmente, introitandone i costi e costruendo così il proprio modello di *business*.

Nella specie la disciplina, per quanto imperativa ed onerosa, ha saputo trovare un punto di equilibrio ottimale nel mercato, facendo convergere interesse degli operatori e tutela dei risparmiatori.

L'attività concretamente svolta integra pienamente il modello normativo del servizio di consulenza agli investimenti, garantendo una sostanziale protezione dell'investitore.

Questi i tratti salienti della disciplina a tutela dell'investitore: la riserva dell'attività a favore degli intermediari vigilati; l'obbligo di questi ultimi di avvalersi esclusivamente di consulenti iscritti in un albo pubblico, vigilati come tali dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (OCF) ed operanti in qualità di dipendenti, mandatari o agenti per conto di un solo intermediario; la qualità della loro formazione professionale; la garanzia della responsabilità solidale ed oggettiva dell'intermediario mandante per gli illeciti commessi dal professionista in danno dei risparmiatori; la prestazione di un servizio personalizzato e attento ai profili di rischio del singolo cliente (*suitability rule*).

Regole che il considerando 101 della MiFID II – ai sensi del quale “*le condizioni per l'esercizio di attività al di fuori dei locali dell'impresa di investimento (vendita porta a porta) non dovrebbero essere disciplinate dalla presente direttiva*” – pone al di fuori del campo di applicazione di tale direttiva e che per questa ragione sono applicabili *erga omnes*, indipendentemente dal Paese di stabilimento del *tied agent* come dell'intermediario per conto del quale egli opera: regole che hanno dato certezza, agli operatori italiani e a quelli esteri, emittenti o distributori, con evidenti riflessi di tutela nei confronti dell'investitore.

Gli elementi di disciplina interagiscono simbioticamente l'uno con l'altro garantendo la stabilità complessiva del modello.



Tanto premesso, l'Assoreti intende svolgere le proprie osservazioni unicamente in merito all'art. 1 del disegno di legge, che va ad incidere profondamente sul modello di protezione dell'investitore al domicilio.

2. Considerazioni sull'art. 1 del disegno di legge n. 674

Preliminarmente, le finalità del disegno di legge sono assolutamente condivisibili; in particolare, per quel che qui ora interessa, l'area di intervento volta ad incentivare l'accesso al mercato, incidendo anche su quegli istituti – e connessi oneri – che presentino livelli di regolamentazione superiori a quello minimo richiesto dalla normativa europea, è vista con favore; ciò, anche in relazione alle ipotesi di ampliamento, nelle intenzioni, della fattispecie dell'auto-collocamento, rispetto alla quale tuttavia si esprimono riserve in ordine alla concreta formulazione della norma che appare ultronea rispetto anche a quanto emerso in sede di Libro Verde del MEF e non totalmente rispondente al fondamentale presupposto dell'intervento nei casi in cui non vi sia un chiaro *need of protection*.

Si esprimono ora le considerazioni sull'art. 1 del disegno di legge.

L'articolo è rubricato “Tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione”, ma in realtà introduce due fattispecie di esclusione dall'applicazione della disciplina che tutela il risparmiatore quando sollecitato al proprio domicilio, ossia la disciplina dell'offerta fuori sede di cui all'art. 30 del TUF con l'effetto:

- di liberalizzare l'offerta fuori sede di strumenti finanziari di propria emissione – di qualsiasi tipo, complessità e rischio (valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote e azioni di OICR, strumenti derivati), da parte di qualsiasi emittente italiano o estero (PMI, imprese di grandi dimensioni, società di gestione del risparmio in relazione alle quote dei fondi di propria istituzione, SICAV e SICAF) – per importi di sottoscrizione o acquisto pari almeno a 250.000 euro, ad eccezione dei collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni in un qualsiasi mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione - lett. *b-bis*);



- di liberalizzare l'offerta fuori sede avente ad oggetto la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie con diritto di voto o di strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere tali azioni da parte di tutti gli emittenti, italiani ed esteri, con strumenti finanziari in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese UE - lett. *b-ter*).

Le due lettere di cui si compone appaiono di non chiara lettura e intrinsecamente incoerenti tra di loro e rispetto alla rubrica; l'ampiezza del perimetro applicativo di cui alla lett. *b-bis*) genera un *vulnus* ingiustificato alla tutela degli interessi dei risparmiatori italiani, poco confacente con la finalità di evitare svantaggi competitivi del mercato italiano, consentendo -in quella formulazione- a qualsiasi emittente, anche estero, di collocare i propri strumenti finanziari, nei casi ivi contemplati, al domicilio dei risparmiatori, in deroga appunto alla disciplina dell'offerta fuori sede; meglio, senza alcuna disciplina nell'offerta.

Al riguardo appare opportuno ricordare che nel contesto normativo attuale, gli emittenti possono già liberamente offrire a terzi, presso le loro sedi o dipendenze, i propri strumenti finanziari quale modalità di raccolta delle risorse funzionali all'esercizio delle loro attività istituzionali. Ciò in quanto l'"auto-collocamento", già ammissibile, non integra prestazione riservata di un servizio di investimento, tale essendo solo l'attività di intermediazione svolta da chi si interpone nel mercato distribuendo prodotti di terzi.

Gli emittenti incontrano, tuttavia, a tutela del risparmio del pubblico, il limite derivante dalla riserva dell'attività di offerta fuori sede, rivolta agli investitori al dettaglio, prevista a carico dei soggetti abilitati alla prestazione del servizio di collocamento. Il carattere potenzialmente aggressivo di tale tecnica di offerta giustifica, infatti, l'applicazione delle medesime forme di protezione dell'investitore previste dalla disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento.

La disciplina dell'offerta fuori sede, infatti, ha una sua *ratio* precisa e trova il suo fondamento nella legislazione comunitaria: essa, infatti, è rimessa alle scelte regolatorie di ciascuno Stato membro (considerando 101 della MiFID II; senza poter integrare quindi fattispecie di *goldplating*), nella consapevolezza che si esaurisce



all'interno dei singoli confini nazionali (non solo in Italia) ed esige l'attivazione di forme speciali e ulteriori di protezione dei risparmiatori dall'effetto *sorpresa* da cui sono colti *quando non manifestano l'intenzione di investire* i loro risparmi recandosi presso la sede o le dipendenze di un intermediario o di un emittente, ma subiscano piuttosto l'iniziativa promozionale di chi li solleciti personalmente al domicilio.

A loro tutela, nel nostro Paese è previsto, nei confronti di chi, anche dall'estero, promuova investimenti attraverso questa particolare modalità, di avvalersi di persone fisiche che devono rispettare la disciplina della succursale con l'obbligo di stabilimento in Italia, in possesso di specifici requisiti di onorabilità e professionalità, sottoposte a loro volta a regole di condotta e a vigilanza pubblica (l'OCF) con l'iscrizione in un albo dal quale possono essere radiati in caso di comportamenti fraudolenti, e con la fondamentale responsabilità in solido dell'intermediario mandante per i danni eventualmente cagionati, anche se dipendenti da reato.

L'applicazione della suddetta disciplina incontra un limite – anche a favore degli emittenti – nella natura professionale del risparmiatore oblatore fuori sede, poiché chi possiede le conoscenze e le competenze per essere considerato un investitore professionale è in grado di discernere la bontà degli investimenti che gli vengano proposti direttamente nel proprio luogo di abitazione o di lavoro, nonché nelle figure degli investitori appartenenti alla ristretta cerchia degli esponenti, dei dipendenti e dei collaboratori dell'emittente stesso o della sua controllante o delle sue controllate, nei cui confronti pure non si pone un bisogno di protezione dall'effetto sorpresa di una vendita a domicilio in ragione della particolare vicinanza all'emittente dei prodotti proposti (art. 30, comma 2, TUF).

In termini generali, o meglio di modelli di protezione degli investitori, chi possiede le conoscenze e le competenze per essere considerato un investitore professionale è in grado di discernere la bontà degli investimenti che gli vengano proposti direttamente nel proprio luogo di abitazione o di lavoro, diversamente dall'investitore inconsapevole ed inesperto, il quale necessita “al proprio domicilio” di tutte le tutele previste.

È un tema quindi di *conoscenze, competenze, consapevolezza, espressione di volontà dell'investitore*: esimenti basate su presupposti diversi non soddisfano la *ratio*



di tutela sottostante ed eventuali crisi di fiducia dei risparmiatori, perché truffati senza tutele, potrebbero avere effetti dirompenti sui mercati finanziari.

D'altra parte, è nota l'evoluzione del modello di protezione dell'investitore e della centralità di quest'ultimo nell'ambito delle "offerte di investimento del risparmio" prestate a suo favore, in maniera ordinata e disciplinata, nel rispetto di principi obbligatori di diversificazione del rischio piuttosto che di adeguatezza del prodotto e in tal senso vanno indubbiamente anche le ultime proposte comunitarie, pensando ad esempio alla *Retail Investment Strategy*.

Diversamente, l'area dell'esenzione della lettera *b-bis*) si estende (ben oltre, sembra, le stesse intenzioni degli estensori, come risulta dall'unico breve inciso in una nota contenuta nel citato Libro Verde del Mef) all'auto-collocamento fuori sede di qualsiasi strumento finanziario (valori mobiliari, strumenti del mercato monetario e azioni di SICAV e SICAF) e ciò comporta che, esemplificando, veicoli – anche semplici *tied agent* – domiciliati all'estero potrebbero effettuare vendite "spot" dei loro strumenti finanziari *al domicilio* degli investitori italiani, senza l'obbligo di rispettare la disciplina della succursale, soggiacendo esclusivamente alla legge del Paese di origine e con l'effetto per di più di *drenare facilmente all'estero i loro risparmi*.

In realtà, si corre il rischio che emergano nuove figure di emittenti spregiudicati, i quali troverebbero terreno libero nell'agire *legibus soluti* in chiaro conflitto di interessi, in danno degli investitori italiani e con il rischio di deteriorare con la loro condotta la reputazione dell'intero settore; si liberalizzerebbe non l'auto-collocamento in quanto tale, già oggi libero (in quanto, come detto, non costituente prestazione professionale di un servizio di investimento), bensì quella particolare modalità di auto-collocamento che consiste nel promuovere di persona i propri strumenti finanziari presso il domicilio dei singoli investitori.

Inoltre, si produrrebbe il paradosso che gli investitori al dettaglio sarebbero privati del diritto di ripensamento nel caso in cui gli strumenti finanziari venissero loro offerti fuori sede direttamente dall'emittente, mentre tale diritto sopravviverebbe nell'ipotesi in cui gli stessi strumenti finanziari venissero loro offerti tramite un soggetto abilitato.



Con tutta probabilità la gran parte degli emittenti continuerebbe, comunque, ad avvalersi o dei servizi distributivi degli intermediari, quale modalità che maggiormente garantirebbe il buon fine (ordinato e disciplinato) del collocamento, o delle altre forme di ammissione diretta alle negoziazioni nel mercato, per favorire realmente le quali lo stesso ddl competitività ha individuato altri strumenti obiettivamente adeguati, come l'innalzamento ad un miliardo di euro della soglia che consente di accedere alle agevolazioni per le PMI.

3. Proposta di modifica normativa

Come anticipato, rammentando le incongruenze e le contraddizioni insite nell'art. 1 del ddl competitività, sarebbe sufficiente attendere l'ampliamento della definizione degli investitori professionali su richiesta, come a breve accadrà in sede comunitaria.

Peraltro, condividendo l'obiettivo del legislatore di accrescere la competitività del mercato italiano, un modo corretto per circoscrivere la disciplina dell'offerta fuori sede, mantenendo inalterata la tutela del risparmiatore italiano inconsapevole, sarebbe quello di semplificare la raccolta di capitali per gli emittenti con azioni (chiaramente riconoscibili come capitale di rischio) già negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea (e quindi già vigilati), in ipotesi di emissioni di azioni o di strumenti che permettano di acquistarle o sottoscriverle, quando svolta da parte degli amministratori o del personale dell'emittente con ruoli apicali (ossia da parte di soggetti comunque responsabili dell'offerta), per importi di sottoscrizione o acquisto almeno pari a euro 250.000 (ossia quando si possa presumere che vi sia una conoscenza diretta con risparmiatori intenzionati ad investire in strumenti di rischio).

Dette cautele e presidi sono necessari, oltre che a fini di tutela degli investitori, anche per il contenimento del rischio reputazionale per intermediari e mercati derivante da possibili illeciti nella fase di raccolta dei capitali presso investitori al dettaglio.

Inoltre, per esigenze di *level playing field* rispetto alle quote di fondi (che non sarebbero ricomprese nella deroga in quanto non emesse dalle SGR), nella proposta



di revisione dell'art. 1 si escludono dal perimetro delle nuove esenzioni le azioni emesse da SICAV e SICAF.

Per mera comodità espositiva si riporta di seguito la proposta di modifica dell'art. 1.

ART. 1

(~~Tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione~~ **Disposizioni in materia di offerta fuori sede**)

1. All'articolo 30, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera b) ~~sono aggiunte le seguenti~~ **è aggiunta la seguente:**

~~«b) bis) l'offerta di strumenti finanziari di propria emissione per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000 a eccezione dei collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione;~~

~~b-ter)c)~~ le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni ~~[[proprie con diritto di voto]]~~ **di propria emissione** o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni ~~[[o strumenti finanziari]]~~ **già negoziate**~~[[i]]~~ in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, **a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000. La presente lettera non si applica alle azioni emesse da SICAV e da SICAF**».