



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

Senato della Repubblica
6^a Commissione Finanze e tesoro

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

Audizione del Presidente dell’Organismo di vigilanza e
tenuta dell’Albo unico dei Consulenti finanziari (OCF)
Mauro Maria Marino

Roma, 4 luglio 2023



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

Introduzione

- 1. Osservazioni in ordine all'art. 1 del Disegno di legge n. 674;**
- 2. Proposta di riformulazione della norma;**
- 3. Osservazioni in merito all'art. 21 del Disegno di legge n. 674.**

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

ringrazio l'Ufficio di Presidenza e i rappresentanti dei Gruppi parlamentari della 6^a Commissione permanente del Senato per avermi invitato ad esprimere un parere sul Disegno di legge n. 674 (di seguito anche "D.d.l."), in qualità di Presidente dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti finanziari.

In via preliminare, è da valutare con favore la finalità e lo spirito del D.d.l., il quale si pone in linea con gli obiettivi di sviluppo del mercato dei capitali sanciti dal *Libro Verde* del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF)¹ basato sull'analisi OECD contenuta nel rapporto "Capital Market Review Italy 2020"².

L'agevolazione all'accesso al mercato dei capitali si rivela, infatti, essenziale al fine di garantire la competitività del mercato italiano nel contesto internazionale e in

¹ Reperibile al seguente collegamento:

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf

² Cfr. OECD, Capital Market Review Italy 2020, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers, disponibile al sito <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

ultima analisi per garantire un effettivo incremento del tasso di potenziale crescita dell'economia e dell'occupazione.

In questo contesto si inserisce anche il ruolo svolto dalla consulenza finanziaria, che con l'avvento della direttiva Mifid I è stata inserita tra i servizi di investimento sancendo definitivamente il passaggio da attività incentrata sulla vendita di prodotti a “servizio” reso da professionisti e ritagliato intorno alle specifiche esigenze dell'investitore.

Quello del consulente finanziario costituisce, infatti, un profilo connotato da elevata professionalità che sta assumendo sempre di più un ruolo centrale nelle scelte di investimento dei risparmiatori e in ultima analisi nelle dinamiche di mercato.

Come noto, l'attività economica globale continua ad attraversare una fase di sostanziale debolezza principalmente a causa dell'inflazione e dei rincari energetici determinati dalle crescenti tensioni geopolitiche. Proprio in tale contesto si inserisce l'accresciuta esigenza di consulenza professionale: uno dei ruoli svolti dai consulenti finanziari consiste infatti nel contribuire al trasferimento di risorse nell'economia reale nonché alla gestione efficiente del risparmio a livello micro (rispetto al singolo investitore) e a livello macro (per la crescita del paese).

1. Osservazioni in ordine all'art 1 del Disegno di legge n. 674.

Volendo evidenziare alcuni aspetti a nostro avviso meritevoli di attenzione delle disposizioni contenute nel D.d.l ci si sofferma in primo luogo sul testo dell'art. 1, rubricato *“Tecniche alternative per l'ammissione alla negoziazione”* in base al quale, intervenendo sul testo dall'art. 30, comma 2, del Decreto legislativo n. 58 del 24



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

febbraio 1998 (di seguito “TUF”)³, dopo la lettera *b*), vengono aggiunte le seguenti ipotesi di esenzione dall’applicazione della disciplina dell’offerta fuori sede:

“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) le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni proprie con diritto di voto 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 negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell’Unione europea”.

Sostanzialmente la lettera *b-bis*) ha come effetto di sottrarre alla disciplina dell’offerta fuori sede, in favore dunque degli emittenti, l’offerta di qualsiasi strumento finanziario da parte di emittenti anche esteri incontrando il solo limite dell’importo (250.000 euro) e della finalità dell’offerta; la lettera *b-ter*) introduce una ulteriore esenzione 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 quotati in un mercato regolamentato o in negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o europeo.

³ L’attuale formulazione della norma richiamata è la seguente: “[...] 2. Non costituisce offerta fuori sede: a) l’offerta effettuata nei confronti di clienti professionali, come individuati ai sensi dell’articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies; b) l’offerta di propri strumenti finanziari rivolta ai componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, ai dipendenti, nonché ai collaboratori non subordinati dell’emittente, della controllante ovvero delle sue controllate, effettuata presso le rispettive sedi o dipendenze”.



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

Sul punto si esprimono alcune considerazioni volte ad evidenziare taluni aspetti in ordine al tema della tutela dei risparmiatori.

In primo luogo, la disposizione rischia di esporre la posizione degli investitori non professionali a quei rischi che proprio la disciplina dell'offerta fuori sede è finalizzata a neutralizzare. L'esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede, infatti, comporta la soppressione di tutti i presidi di tutela che il legislatore ha voluto disporre a favore dei risparmiatori che si trovano in una posizione di debolezza rispetto all'offerente degli strumenti finanziari. Tale debolezza è evidente soprattutto sul piano dello squilibrio informativo a sfavore del risparmiatore. Quest'ultimo infatti tipicamente non dispone di informazioni affidabili e chiare sulla natura dell'investimento e sui profili di rischio dello stesso rispetto al *set* informativo a disposizione del proponente. Tale *gap* informativo comporta una difficoltà di valutazione di "adeguatezza" dell'investimento rispetto alle esigenze dello stesso investitore. Il legislatore attraverso la disciplina dell'offerta fuori sede contenuta nell'art. 30 del TUF ha voluto colmare lo squilibrio informativo, fisiologico nel mercato finanziario, attraverso l'obbligo di una offerta da parte di un soggetto con specifici requisiti di professionalità, di onorabilità e sottoposto alla vigilanza dell'Organismo che presiede.

Il consulente nell'offrire gli strumenti finanziari è obbligato ad operare nel primario interesse del cliente e con i presidi della disciplina Mifid quali l'adeguatezza o almeno l'appropriatezza del prodotto offerto rispetto alle esigenze del cliente. Questo comporta anche il dovere dell'intermediario di astenersi dal prestare il servizio qualora questo non sia adeguato alle esigenze del cliente.

Il consulente abilitato all'offerta fuori sede opera, peraltro, sotto la responsabilità solidale, incondizionata anche per fatti penali, del soggetto abilitato mandante.



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

Questo per suggellare un regime di tutela dell'investitore che è visto a livello internazionale come modello virtuoso.

In un contesto internazionale di scarsa educazione finanziaria nel quale l'Italia si colloca tra i paesi in cui il livello di alfabetizzazione finanziaria risulta più basso anche a causa dell'*overconfidence* degli investitori⁴, abbassare la soglia di tutela espone a gravi rischi la tutela del risparmio non giustificati da inferiori costi nel collocamento.

La formulazione della norma appare incoerente anche con la *ratio* della disposizione dell'art. 21 del D.d.l. Quest'ultima, di cui si tratterà in modo più specifico in seguito, introducendo l'educazione finanziaria all'interno dell'insegnamento scolastico dell'educazione civica è un chiaro segnale dell'attenzione del legislatore in merito all'esigenza di tutelare dal "basso" le scelte degli investitori, rendendoli maggiormente competenti ed informati.

Tuttavia, l'innalzamento delle competenze finanziarie della popolazione sebbene sia in grado di contribuire al corretto funzionamento del mercato e alla stabilità finanziaria, non può di certo sostituirsi all'attività di vigilanza svolta dalle Autorità e dagli Organismi di settore. Pertanto, l'esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e dall'applicazione delle norme Mifid sui servizi di investimento per la tutela degli investitori di due ulteriori ipotesi di offerta al pubblico di strumenti finanziari ha la conseguenza, in ultima analisi, di escludere in questi casi l'applicazione di tutto il sistema di norme che hanno la finalità di protezione degli investitori, e sembra, nella

⁴ Cfr. tra le altre: Rapporto Edufin 2022. *"Educazione finanziaria: strumento d'orientamento in tempo d'incertezza"*, realizzato dal Comitato Edufin in collaborazione con Bva Doxa e disponibile sul sito <https://www.quellocheconta.gov.it/>; *"Indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani anno 2020"* realizzata dalla Banca d'Italia; *"Rapporto 2022 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane"* realizzato da Consob; Risultati dell'indagine su *"Conoscenze e comportamenti assicurativi degli italiani"* commissionata dall'IVASS e condotta in collaborazione con l'Università di Milano-Bicocca e gli Istituti di ricerca Bva e Doxa.



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

formulazione proposta, andare oltre quella che è la *ratio* della disposizione (agevolare le imprese nella raccolta dei capitali).

In secondo luogo, l'esenzione sembra contrastare con quella che è la *ratio* della disciplina dell'offerta fuori sede e delle relative deroghe già previste.

La disciplina dell'offerta fuori sede contenuta nell'art. 30 del TUF trova il suo fondamento nell'esigenza di garantire una maggiore tutela agli investitori *retail* nelle ipotesi in cui vengano sollecitati all'investimento in luogo diverso rispetto alla sede legale dell'emittente. Con tale ampia formulazione il legislatore, dunque, ricomprende tutte le ipotesi in cui la promozione ed il collocamento di strumenti finanziari o di servizi di investimento avvenga al di fuori della sede dell'emittente a prescindere che l'attività di offerta fuori sede sia svolta presso il domicilio fisico dell'investitore o in altri luoghi. In questi casi, inoltre, viene sospesa l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali per la durata di sette giorni a partire dalla sottoscrizione, consentendo in tale periodo di tempo il diritto di recesso unilaterale.

Nel dettaglio, la normativa prevede, a tutela del risparmiatore, che l'attività di offerta fuori sede venga svolta dai soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento avvalendosi dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti nell'apposita sezione dell'Albo unico dei consulenti finanziari, tenuti al rispetto di stringenti regole di condotta e vigilati dall'OCF.

Esaminando l'attuale formulazione dell'art. 30, comma 2, del TUF risulta evidente che il fondamento delle ipotesi di deroga alla disciplina sopra brevemente delineata risiede o nella natura professionale dell'investitore, in ragione della quale vengono meno le esigenze di protezione che giustificano l'applicazione della normativa, o nel caso di offerta di strumenti finanziari rivolta agli esponenti, ai dipendenti o



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

collaboratori dell'emittente, rispetto ai quali, in base alla vicinanza con quest'ultimo, le esigenze di tutela risultano attenuate.

Infine, occorre valutare anche l'impatto che una simile disposizione potrebbe avere sulla tutela degli investitori in seguito all'entrata in vigore delle disposizioni comunitarie sulle cripto-attività⁵. In particolare, le previsioni contenute nel Regolamento sui Mercati di Cripto-attività, c.d. MiCA, si applicheranno soltanto alle cripto-attività che non siano qualificate come strumenti finanziari e che, quindi, non siano assimilabili a strumenti finanziari, depositi o depositi strutturati, cartolarizzazioni e moneta elettronica che continueranno a essere disciplinati dalla legislazione dell'UE esistente in materia di servizi finanziari. In conclusione, il combinato disposto dell'esenzione contenuta nell'art. 1 del D.d.l. in esame e delle norme che individuano l'ambito di applicazione del Regolamento MiCA potrebbe escludere il risparmiatore italiano da ogni forma di tutela rispetto alla vendita di cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari.

Sulla base di quanto sopra considerato, si ritiene che l'esenzione proposta dall'art 1 del D.d.l in esame non risulti in linea con la *ratio* della disciplina dell'offerta fuori sede e si propone dunque una riformulazione della norma nei termini indicati di seguito.

2. Proposta di riformulazione della norma.

Sulla base di quanto premesso, al fine di garantire adeguata tutela agli investitori *retail*, si propone una riformulazione della norma che limiti la deroga all'applicazione della disciplina dell'offerta fuori sede alle sole ipotesi in cui il

⁵ La Commissione europea ha elaborato il c.d. *Digital Finance Package*, nell'ambito del quale, in particolare, è stato approvato il testo definitivo del Regolamento sui Mercati di Cripto-attività, c.d. MiCA da parte del Parlamento europeo lo scorso 20 aprile, a cui ha fatto seguito, il successivo 16 maggio, l'approvazione da parte del Consiglio europeo.



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

collocamento riguardi azioni di propria emissione (o strumenti finanziari che consentano di acquisirle o sottoscriverle), svolto da emittenti con azioni già quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione italiani o europei (dunque già vigilati), 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).

Si riporta di seguito la proposta di modifica:

A.S. 674

EMENDAMENTO

ART. 1

...

All'art.1 apportare le seguenti modificazioni:

- a) Sopprimere la lettera *b-bis*;
- b) Sostituire la lettera *b-ter* con la seguente: “*b-ter* le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni 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 negoziate 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”.



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

Conseguentemente all'alinea sostituire le parole “sono aggiunte le seguenti” con “è aggiunta la seguente”.

3. Osservazioni in merito all'art. 21 del Disegno di legge n. 674.

Come anticipato, è da valutare con estremo favore la norma introdotta dall'art. 21 del D.d.l. che modificando la l. n. 92 del 2019 inserisce l'educazione finanziaria, con particolare riguardo alla finanza personale, al risparmio e all'investimento all'interno dell'insegnamento scolastico trasversale dell'educazione civica. Si tratta, infatti, di uno *step* fondamentale verso il raggiungimento di un più ampio obiettivo, consistente nel conseguimento, da parte delle nuove generazioni, della cittadinanza economica, intesa come insieme di capacità e competenze che permettono l'effettuazione di scelte consapevoli in materia economico-finanziaria.

Al riguardo, al fine di valorizzare il ruolo di tutti i membri del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (di seguito anche “Comitato di educazione finanziaria”), il cui impegno degli ultimi anni ha portato, tra l'altro, a questo importante risultato, si ritiene opportuno considerare una modifica di quanto disposto della lett. *b*) del comma 2 dell'art. 21 del D.d.l. in esame, secondo cui, all'art. 24-*bis* del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15, sono apportate le seguenti modificazioni:

“b) dopo il comma 10, è inserito il seguente:

10-bis. Il Ministero dell'istruzione e del merito, sentito il Comitato, sottoscrive appositi accordi con la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa al fine di promuovere la cultura dell'educazione finanziaria, nel rispetto



Organismo di vigilanza
e tenuta dell'albo unico
dei Consulenti Finanziari

dell'autonomia scolastica e nei limiti delle risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente”.

Nel dettaglio, appare opportuno considerare la possibilità che il Ministero dell'istruzione e del merito possa farsi promotore della sottoscrizione di appositi accordi anche con gli altri membri del Comitato di educazione finanziaria, rappresentativi delle istituzioni e degli organismi di settore, al fine garantire una effettiva e partecipata diffusione della cultura finanziaria.

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, nel ringraziarvi nuovamente per l'opportunità di esporre le nostre osservazioni confermo la nostra disponibilità a qualsiasi ulteriore forma di collaborazione.