

Comunicazione n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11-6-2014

Inviata alla Borsa Italiana spa

Oggetto: Quesito in merito alla procedura di distribuzione di strumenti finanziari disciplinata dall'art. 2.4.3, comma 7, del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana

Si fa riferimento alla nota del ... con cui codesta Società ha presentato un quesito concernente in particolare l'inquadramento, nell'ambito dei tipi di servizi e attività d'investimento previsti dalla legge (art. 1, c. 5, del D L.gs. n. 58/1998, c.d. "TUF"), dell'operatività svolta dai soggetti, a vario titolo, coinvolti nella procedura (di seguito anche la "Procedura") di ammissione a quotazione prevista dall'art. 2.4.3¹, comma 7, del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (di seguito anche il "Regolamento").

La citata norma del Regolamento, la cui introduzione è stata oggetto di approvazione da parte della Consob con delibera n. 18299 del 1° agosto 2012, permette agli *emittenti* di avvalersi del mercato di borsa per la *distribuzione* di strumenti finanziari diversi dalle azioni e dai titoli a queste assimilabili.

La Procedura prevede, infatti, che Borsa Italiana "*verificati i requisiti di ammissione dell'emittente e degli strumenti finanziari ... ammette lo strumento finanziario e i relativi contratti saranno conclusi attraverso l'abbinamento di proposte di acquisto e vendita. Al termine del periodo di distribuzione, in caso di buon esito e subordinatamente al rispetto dei requisiti previsti dal presente Regolamento e dalle relative Istruzioni, l'ammissione diviene definitiva e Borsa Italiana stabilisce la data di inizio delle negoziazioni sul mercato. Nel caso in cui non si proceda all'emissione degli strumenti finanziari perché non sussistono i requisiti di ammissione previsti dal presente Regolamento e dalle relative Istruzioni, il provvedimento di ammissione perde efficacia e i contratti sono nulli. Le modalità di svolgimento della distribuzione attraverso il mercato sono stabilite di volta in volta da Borsa Italiana con apposito Avviso. A tal fine l'emittente comunica a Borsa Italiana l'operatore incaricato di esporre le proposte in vendita degli strumenti finanziari che saranno oggetto di emissione, laddove non vi provveda direttamente. L'emittente comunica altresì le giornate nelle quali avverrà la distribuzione, il prezzo, il giorno in cui si riserva l'emissione, nonché l'unica data in cui saranno liquidati i contratti conclusi che di norma corrisponde con la data di emissione e pagamento. Alla immissione, gestione e cancellazione delle proposte formulate sul mercato attraverso le strutture informatiche di supporto delle negoziazioni durante la fase della distribuzione si applica la disciplina prevista a riguardo dal presente Regolamento e dalle relative Istruzioni*" (art. 2.4.3, c. 7, del Regolamento).

Secondo quanto previsto nella Procedura, le operazioni eseguite sulla piattaforma si concludono tra i soggetti (di norma intermediari finanziari) autorizzati a partecipare al mercato e riguardano gli strumenti finanziari da emettere, già "provvisoriamente" ammessi alla negoziazione, in un contesto di informativa al pubblico garantita da norme di legge e dallo stesso Regolamento.

Nella fase distributiva, pertanto, gli strumenti finanziari "emittendi" possono essere acquistati dagli investitori mediante i partecipanti al mercato attraverso le strutture informatiche di supporto delle negoziazioni. I contratti conclusi non possono essere cancellati, ma divengono definitivi solo a seguito dell'Avviso di Borsa che conferisce validità finale al provvedimento di ammissione. Diversamente i contratti stipulati non sono efficaci.

¹ L'articolo è rubricato: "*Procedura di ammissione alla quotazione nel caso di concomitante offerta finalizzata alla diffusione degli strumenti finanziari*".

* * *

Ferme restando le valutazioni in ordine alla qualificazione dell'operazione come "offerta al pubblico" ai sensi degli artt. 94 e 113 TUF, con conseguente obbligo di prospetto di offerta e di quotazione - trattandosi di operazioni sul mercato primario, aventi ad oggetto strumenti finanziari ancora da emettere, nonché tenuto conto delle particolari modalità di vendita dei titoli sul mercato, che prevedono un prezzo predeterminato e fisso (e unico) e la definitiva ammissione a quotazione solo dopo la chiusura della fase distributiva - in risposta al quesito di borsa in merito al diverso ruolo degli operatori coinvolti nella distribuzione dei titoli, si svolgono le seguenti considerazioni.

Al riguardo occorre distinguere l'esame dell'attività svolta dal c.d. Operatore Incaricato dall'analisi delle attività esercitate da quei soggetti che instaurano relazioni dirette con gli investitori finali.

L'**attività dell'Operatore incaricato** è, senz'altro, riconducibile ad un servizio di investimento – sottoposto, pertanto, alla riserva di legge *ex art. 18 TUF* – la cui esatta configurazione, tuttavia, non è di evidente individuazione.

Per un verso, l'attività suddetta, attenendo ad una fase "sostanzialmente" di mercato primario ed avendo come presupposto un accordo con l'emittente volto a realizzare l'offerta dei titoli sul mercato, potrebbe sembrare *prima facie* riconducibile al servizio di "collocamento" - senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia - di cui all'art. 1, comma 5, lett. *c-bis*), TUF.

La medesima attività, tuttavia, potrebbe essere ricondotta anche al servizio di "*esecuzione di ordini per conto dei clienti*" previsto dall'art. 1, comma 5, lett. "b", del TUF. Questo servizio, in virtù della definizione contenuta nell'art. 4, par. 1, n. 5, della Direttiva 2004/39/CE (c.d. "MiFID"), consiste nella "*conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti*".

In particolare, esaminando l'attività svolta dall'Operatore incaricato, si possono in esso rinvenire gli estremi propri del servizio di esecuzione di ordini, svolto nei confronti dell'emittente.

In effetti, l'atto dell'Operatore di esporre, sulla piattaforma di negoziazione, la proposta di vendita dei titoli in emissione altro non è che l'adempimento dell'*ordine* (di vendita) ricevuto dall'emittente. Inoltre, come tipicamente accade nell'esecuzione di ordini, l'attività dell'Operatore si arresta sulla "soglia" del mercato (regolamentato) quale *sede*, designata dall'emittente, per l'esecuzione, secondo le regole del mercato, dei propri interessi (e ordini) di vendita.

Il servizio di investimento, in tale ottica, è reso dall'Operatore incaricato soltanto nei confronti dell'emittente che assume, in tale contesto, le vesti del *cliente per conto del quale l'esecuzione è compiuta*. Per contro, l'Operatore incaricato non svolge nessun servizio di investimento e - di fatto non intrattiene alcun rapporto diretto - con l'investitore, acquirente finale dei titoli emessi.

Proprio la mancanza di un rapporto di intermediazione tra l'Operatore incaricato e l'investitore (rispetto al quale ritenere applicabili le regole di condotta rilevanti), fa propendere per una lettura dell'attività svolta in termini di servizio di esecuzione di ordini².

² A tale inquadramento non è di ostacolo l'osservazione che l'attività dell'Operatore si svolge, da un punto di vista sostanziale, per le ragioni già viste, sul mercato primario. Invero, non sussistono precisi indici normativi atti ad escludere l'esercizio del servizio di esecuzione di ordini anche in sede di classamento di strumenti finanziari. A supporto della (innovativa) interpretazione fornita si rammenta che l'emananda revisione della disciplina MiFID configura quale servizio di esecuzione di ordini l'attività di classamento sul primario di titoli di propria emissione da parte di intermediari.

Per tutto quanto esposto, pare coerente, quindi, concludere che l'attività dell'Operatore incaricato possa qualificarsi in termini di *esecuzione di ordini per conto di clienti*.

Occorre precisare, tuttavia, che l'interpretazione fornita suppone che l'Operatore incaricato si limiti, per conto dell'emittente, ad immettere nel mercato di negoziazione le proposte di vendita dei titoli da emettere e che, pertanto, non svolga per conto dell'emittente attività organizzative e/o promozionali dirette al classamento dei titoli agli investitori finali.

Ne consegue che qualora, di fatto, gli accordi fra l'emittente e l'Operatore incaricato prevedano lo svolgimento da parte di quest'ultimo anche di un'attività di organizzazione dei canali di distribuzione dei titoli e/o di di ulteriori attività finalizzate ad agevolare l'incontro fra l'offerta dell'Emittente e la domanda della clientela a valle, si potrebbero configurare gli estremi per la qualificazione del servizio svolto come servizio di collocamento e, dunque, dell'Operatore incaricato come "responsabile del collocamento". In tal caso, la presenza di particolari strutture commissionali concordate tra l'emittente e l'Operatore potrebbe costituire indizio dell'eventuale, ulteriore e più complessa, attività svolta. Ad esempio una struttura commissionale che preveda un pagamento *ex post* sulla base del totale controvalore dell'eseguito al termine dell'operazione (invece di commissioni corrisposte sul controvalore di ciascun ordine), unito alla necessità unidirezionalità degli ordini immessi dall'Operatore Incaricato, può far propendere per l'identificazione, in concreto, di un servizio di collocamento.

* * *

Passando ora ad esaminare le **attività** che si pongono a "valle" del sistema delineato dalla Procedura e **che comportano un diretto contatto con gli investitori finali**, si è visto come queste attività siano riducibili a due fondamentali categorie: a) *immissione* sulla piattaforma del mercato regolamentato, per conto degli investitori, delle "richieste" di acquisto dei titoli emittenti; b) *promozione*, su incarico dell'emittente, dei titoli medesimi presso i potenziali investitori.

L'attività di *immissione* delle richieste di acquisto dei titoli deve essere svolta, per conto degli investitori, da un intermediario ammesso alle negoziazioni sul mercato regolamentato. Questa attività può assumere differenti connotazioni a seconda delle modalità e del "contesto" in cui si svolge.

Innanzitutto, l'*immissione* delle richieste di acquisto può costituire esercizio del servizio di "esecuzione di ordini" per conto della clientela. L'attività assume tale *status* laddove l'intermediario è mero destinatario dell'incarico, conferitogli dall'investitore, di acquistare il titolo offerto sul mercato. Si tratta, all'evidenza, del reciproco dell'attività posta in essere, per conto dell'emittente, dall'Operatore incaricato.

Il proposto inquadramento è tuttavia destinato a mutare laddove l'intermediario che provvede alla *immissione* sul mercato dell'ordine di acquisto dei clienti agisca in forza di uno specifico mandato, ricevuto dall'emittente, relativo alla "distribuzione" dei titoli offerti.

In tal caso, l'attività svolta da questo soggetto va, piuttosto, riferita al paradigma del servizio di collocamento³. In effetti, in tale ipotesi è possibile riscontrare i fattori tipici di questo servizio così

³ In tal caso, giova rammentare che, stante il disposto dell'art. 93 *bis*, comma 1, lettera e), l'intermediario che svolge l'attività di collocamento potrà essere qualificato come "responsabile del collocamento" solo laddove risulti essere anche "il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico". Qualora l'intermediario collocatore non possa invece qualificarsi come responsabile del collocamento, a quest'ultimo non potrà imputarsi la responsabilità prevista dal citato art. 94, comma 9, TUF.

come essi risultano dalla interpretazione sistematica delle norme peculiari, di legge e di regolamento, al medesimo dedicate. Innanzitutto, sussiste uno specifico *accordo*, fra l'emittente ed il soggetto che immette le richieste di acquisto dei titoli da classare, che ha per oggetto la distribuzione degli stessi. Siffatto accordo, in linea con la costante lettura della Consob e della dottrina⁴, costituisce uno degli elementi che caratterizzano il servizio di collocamento.

In secondo luogo, in tal caso, in virtù dell'accordo stretto fra le parti, l'emittente conferisce all'intermediario l'incarico di *allocare*⁵ presso il pubblico degli investitori i titoli emittendi. Questo incarico comprende l'autorizzazione dell'intermediario a sottoporre agli investitori, per conto dello stesso emittente, la documentazione contrattuale per l'acquisto dei titoli da emettere. In tale ipotesi, l'acquisto dei titoli non consegue ad un *ordine* del cliente alla cui esecuzione l'intermediario deve provvedere, ma deriva, piuttosto dalla "adesione" - al di là della veste formale in concreto rivestita - dell'investitore all'offerta fatta dall'intermediario.

Così delineato il collocamento, risulta evidente la distanza che separa detto servizio da quello, di esecuzione ordini, reso dall'intermediario che, come previsto nello schema operativo tratteggiato dalla Procedura, si limiti ad *immettere* nel mercato di negoziazione gli ordini di acquisto della clientela. Nel servizio di esecuzione⁶, invero, l'intermediario non rivolge (né ha potere di rivolgere) agli investitori alcuna offerta di contratto per conto dell'emittente. Pertanto, la richiesta dell'investitore all'intermediario di acquistare il titolo offerto non costituisce *adesione* ad un'offerta da quest'ultimo formulata (proposta che, nella specie, manca del tutto), bensì configura esattamente un *ordine* che l'intermediario ha il dovere di *eseguire*.

La distinzione fra collocamento ed esecuzione di ordini può, tuttavia, divenire particolarmente complessa nell'ipotesi, prospettata proprio nel quesito di codesta Società, in cui l'emittente si impegni comunque a corrispondere dei "*benefici monetari*" agli intermediari che immettono nel sistema le richieste di acquisto degli investitori.

In via preliminare, si ricorda che la disciplina dei cc.dd. "*inducements*" (art. 52 del Regolamento Intermediari adottato con delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007), determinando le condizioni di "ammissibilità" degli incentivi (v. *infra*), ne riconosce l'applicabilità a tutti i *servizi di investimento e accessori* (e non al solo collocamento).

Tuttavia, il pagamento di un compenso all'intermediario o l'attribuzione al medesimo di altra utilità economica da parte dell'emittente (o dell'offerente) rappresenta certamente un "indizio" della prestazione, curata dall'intermediario, del servizio di collocamento. Nella generalità dei casi, tale compenso costituisce, infatti, la remunerazione dell'attività distributiva svolta dall'intermediario nell'interesse (e su incarico) dell'emittente (od offerente).

Pertanto, al fine di discernere le situazioni in cui la corresponsione di una utilità all'intermediario che immette su un mercato regolamentato le richieste di acquisto dei titoli offerti, come nel caso *de quo*, rappresenta il prezzo dell'attività distributiva da quelle in cui assume una diversa

⁴ Cfr. Comunicazioni Consob n. DIN/1079230 del 19 ottobre 2001, n. DIN/1049452 del 21 giugno 2001, n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997. In dottrina *ex multis*, F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, p. 94, L. Spada, *Il collocamento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 172, R.F. Schiavelli, *Il contratto di collocamento*, in *Trattato dei Contratti – I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, p.1003.

⁵ È sintomatico che la MiFID, nella versione inglese, definisca questa attività in termini di "*placing*".

⁶ E, analogamente, in quello di ricezione e trasmissione di ordini.

configurazione, deve aversi riguardo all'esistenza o meno in capo all'intermediario del dovere, assunto verso l'emittente, di "piazzare" i titoli presso il pubblico e del correlativo potere (verso i risparmiatori) di concludere contratti (d'investimento) in nome e per conto dell'emittente. In proposito giova, comunque, sottolineare che la ricorrenza dell'incarico distributivo, convenuto fra l'emittente e l'intermediario, non è necessariamente legata alla stipula di un contratto formale (espreso) tra le parti. Tale incarico può, invero, trovare la propria fonte anche in un accordo concluso per effetto di comportamenti concludenti o mediante inizio di esecuzione (art. 1327, c. 1, c.c.).

Ne consegue che l'individuazione, nel caso concreto, del tipo di servizio prestato (collocamento/esecuzione di ordini) nei confronti degli investitori, finali acquirenti degli strumenti finanziari offerti nella nuova Procedura, è questione da risolversi caso per caso.

Ad ogni modo, la qualificazione del servizio erogato agli investitori dall'intermediario che immette gli ordini di acquisto ha limitati riflessi in punto di disciplina applicabile all'attività svolta.

In particolare, si estendono sia all'attività del collocatore che a quella dell'esecutore di ordini le regole di condotta e, in particolare, le regole in materia di incentivi (art. 52 del Reg. Intermediari). Ciò significa che, a prescindere dal tipo di servizio erogato al cliente nel contesto della Procedura, l'intermediario potrà percepire dall'emittente compensi od altre utilità solo nel rispetto delle condizioni previste dall'art. 52, comma 1, lett. "b", del Reg. Intermediari a mente del quale: "*Gli intermediari non possono, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di: a) ...; b) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni: b1) l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo sono comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio; b2) il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie è volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente; c)...*".

* * *

Infine, passando ad analizzare l'attività dei soggetti che instaurano un contatto diretto con gli investitori consistente nella *promozione* dei titoli offerti sulla piattaforma di mercato, si precisa che la mera *promozione* dei titoli emittendi non configura esercizio di servizi o attività d'investimento. In particolare, essa si distingue dal servizio di collocamento nonostante quest'ultimo possa svolgersi (anche) attraverso l'impiego, da parte del collocatore, di iniziative a carattere promozionale.

La differenza e la reciproca autonomia del *collocamento* (da una parte) e della *promozione* (dall'altra) emergono con evidenza dai precetti contenuti negli artt. 30, comma 1, 32, comma 2, e 166, comma 1, lett. "c", del TUF: in tali norme, le due attività sono considerate in maniera distinta.

Siffatta lettura trova sostegno anche nell'interpretazione dottrinale secondo cui la *configurazione* di un'attività promozionale non basta (né è richiesta) ad integrare la fattispecie del servizio di collocamento. Pertanto, l'esercizio di una attività di tipo *esclusivamente promozionale*, avente per oggetto i titoli offerti tramite la Procedura, non costituisce prestazione di servizi d'investimento e non è soggetta ad alcun vincolo di riserva.

Tale conclusione non può ovviamente valere nel caso in cui la *promozione* avvenga “fuori sede” (a norma dell’art. 30 del TUF) ovvero mediante l’impiego di “tecniche di comunicazione a distanza” (ex art. 32 del TUF). In tali ipotesi, infatti, deve applicarsi la disciplina propria dell’offerta fuori sede e della “promozione a distanza” che, fra l’altro, consente tali modalità operative solo agli intermediari autorizzati a prestare il collocamento (art. 30, comma 3, lett. “a”, del TUF ed art. 79, comma 1, del Reg. Intermediari).

Peraltro, si sottolinea che, nel concreto, appare molto sottile il “confine” fra l’attività di “mera promozione” (ancorché svolta in sede secondo forme di interazione diretta con la clientela) e quella, consistente nella formulazione di *raccomandazioni personalizzate* riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario, che costituisce il *proprium* del servizio di consulenza in materia di investimenti. Quest’ultima attività, a differenza della “mera promozione”, configura un servizio d’investimento riservato ai “soggetti abilitati” ai termini di legge.

Infine, deve osservarsi che, laddove al soggetto incaricato dell’attività promozionale, sia accordato dall’emittente il potere di rivolgere, ai potenziali investitori, una vera e propria offerta di acquisto dei titoli da emettere e di riceverne la relativa adesione, l’incaricato si troverebbe a svolgere, in concreto, non già un’attività meramente promozionale ma un vero servizio di collocamento.

In tal caso, il mandato conferito dall’emittente lascerebbe comunque presumere che l’incarico comprenda anche quell’attività che consiste nel formulare ai potenziali clienti proposte d’investimento e nel riceverne l’adesione, la quale connota la prestazione del collocamento. Questa attività (se svolta in maniera professionale) apparterebbe, pertanto, al novero dei servizi riservati ex art. 18, comma 1, del TUF e sarebbe sottoposta al regime normativo proprio dei servizi d’investimento.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas