



Spett.le  
**Ministero dell'Economia e delle Finanze**  
**Ufficio III - Direzione IV del Dipartimento del Tesoro**  
Via XX Settembre, n.97  
00198, ROMA

A mezzo email: [dt.direzione4.ufficio3@mef.gov.it](mailto:dt.direzione4.ufficio3@mef.gov.it)  
[claudio.montefiori@mef.gov.it](mailto:claudio.montefiori@mef.gov.it)

Milano, 10 aprile 2020

**Documento in consultazione pubblica concernente le modifiche da apportare al testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF) per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (il "Documento di Consultazione") – Osservazioni**

#### **Premessa**

L'ACEPI intende innanzitutto ringraziare codesto spettabile Ministero per l'opportunità di formulare le proprie osservazioni in merito alla consultazione in oggetto.

L'ACEPI valuta con favore l'obiettivo del legislatore italiano di effettuare, da una parte, una ricognizione della normativa primaria - abrogando così le norme dell'ordinamento nazionale che riguardano aspetti ora già disciplinati dal regolamento (UE) 2017/1129 (di seguito il "**Regolamento Prospetto**") e quindi direttamente applicabili nel nostro ordinamento - e, dall'altro, un adeguamento terminologico e definitorio della stessa.

Fermo restando quanto sopra, riteniamo opportuno portare all'attenzione di codesto spettabile Ministero alcune previsioni del Documento di Consultazione la cui applicazione – qualora il testo proposto fosse confermato – potrebbe determinare, a giudizio della scrivente, un'applicazione della disciplina prevista dal Regolamento Prospetto non coerente con le intenzioni di legislatore europeo di armonizzare quanto più possibile il quadro regolamentare all'interno dell'Unione Europea.

**ACEPI – Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento**  
c.f. 05524340964 – p.i. 09667620968 - Sede legale –Piazza della Repubblica,32– 20124 Milano  
T +39 331 68.168.42 - M [info@acepi.it](mailto:info@acepi.it)- PEC [acepi@pec.it](mailto:acepi@pec.it)

Associati: **Banca Akros, Banca IMI, BNP Paribas, IWBANK, Mediobanca, Société Générale, UniCredit, Vontobel.**



## 1) MODIFICHE ALL'ART. 93-BIS E ALL'ART.94, COMMA 7 – RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO

Si fa riferimento alla figura del “responsabile del collocamento”, come definito dall’art. 93-bis, comma 1, lett. d) del TUF e, in particolare, alla previsione dell’art .94, comma 7 del TUF (come posta in consultazione), che prevede una presunzione di responsabilità in capo al responsabile del collocamento per “*informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole*”.

A tal riguardo si osserva, anzitutto, come la figura del responsabile del collocamento ed il relativo regime di responsabilità - presente nel nostro ordinamento già in fase di recepimento della Direttiva Prospetto n.2003/71- sia una peculiarità esclusivamente italiana, che non trova alcun riscontro normativo o di prassi finanziaria negli altri Paesi dell’Unione Europa.

La circostanza che, in sede di recepimento del Regolamento Prospetto, non si sia intervenuti sulle disposizioni del TUF per eliminare tale “peculiarità” esclusivamente italiana rischia, tra l’altro, di frustrare l’obiettivo di massima armonizzazione perseguito dal legislatore comunitario con l’emanazione del Regolamento Prospetto volto a creare un “*quadro normativo armonizzato che assicuri l’uniformità dell’informativa e il funzionamento del passaporto nell’Unione*” in assenza del quale “*le differenze tra gli ordinamenti degli Stati membri potrebbero creare ostacoli al buon funzionamento del mercato interno dei titoli*” (cfr. Considerando 4 del Regolamento Prospetto) (enfasi aggiunta).

D’altra parte non vi è alcuna previsione normativa nel quadro regolamentare dell’Unione Europea, e neanche nel Regolamento Prospetto, che preveda compiti precipui in capo agli intermediari coinvolti (a qualsiasi titolo) nella redazione del prospetto tali da configurare - a fini civilistici - una responsabilità speciale, e meno ancora una responsabilità presunta, *a priori*, in capo agli stessi.

La figura del responsabile del collocamento costituisce infatti un *unicum* tutto italiano nel panorama legislativo europeo e fin dalla sua introduzione nell’ordinamento italiano ha generato forti perplessità sia riguardo l’effettiva utilità di tale figura per il raggiungimento di finalità di protezione degli investitori, sia interpretative, generando peraltro non poche difficoltà operative ed applicative agli intermediari.

L’attuale testo in consultazione – in continuità con il passato - prevede infatti una “presunzione” di responsabilità di tale intermediario anche su informazioni (ed eventuali omissioni) contenute nel prospetto che non sono fornite, elaborate o di competenza dello stesso e che, in ogni caso, sono al di fuori del suo diretto controllo.

È il caso, ad esempio, delle offerte al pubblico che prevedono il coinvolgimento di una pluralità di soggetti (emittente/offerente/garante): in tali casi – stante il dettato della norma posta in consultazione – il responsabile del collocamento è considerato responsabile per informazioni false o per omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole, sebbene si tratti di informazioni di pertinenza esclusiva di altri soggetti coinvolti nell’offerta.



A tal riguardo vale la pena evidenziare come il responsabile del collocamento in tali casi non svolga alcuna attività che possa definirsi propriamente come servizio o attività di collocamento nei confronti degli investitori, ma, organizzando e costituendo il consorzio di collocamento oppure coordinando lo stesso, presta invece un servizio di investimento nei confronti dell'offerente e/o dell'emittente.

E' pertanto incongruente contemplare in capo a tale soggetto – definito per l'appunto dal Testo Unico "responsabile del collocamento" - una responsabilità ad esso non imputabile in quanto afferente ad una attività da quest'ultimo non svolta in alcun modo.

Mancando infatti il presupposto fattuale dell'imputabilità all'intermediario dell'informazione fornita, e della possibilità di effettivo controllo sulla stessa, non si comprende come possa raffigurarsi una responsabilità, peraltro aggravata, in quanto presunta *ex lege*.

Per essere esente da tale responsabilità, all'intermediario responsabile per il collocamento spetterebbe il gravoso onere di dimostrare di aver svolto una attività di *due diligence* sulle parti del prospetto di competenza degli altri soggetti sopra citati coinvolti nell'offerta, peraltro adottando una diligenza "qualificata" ("*... a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*").

L'individuazione del perimetro esatto di tale attività di *due diligence* è a sua volta problematica e né il dettato legislativo, né la relazione a corredo forniscono indicazioni utili al riguardo.

Si prescrive infatti una generica attività di verifica con "finalità di garanzia" (per "assicurare conformità e completezza delle informazioni"); attività quindi che si sovrappone (duplicandola) all'attività di controllo del collegio sindacale, dei revisori, e delle autorità di vigilanza, circa la corretta condotta finanziaria e trasparenza informativa della società emittente/offerente.

Questi ultimi soggetti sono deputati in via primaria (*ex lege*) all'attività di controllo e verifica, e conseguentemente dotati di competenze e, soprattutto, di strumenti, necessari ed idonei non solo a controllare ma anche ad incidere significativamente sulla condotta degli emittenti/offerenti sia prima che durante l'offerta al pubblico. Strumenti, di controllo e/o di indirizzo, che non sono invece a disposizione dell'intermediario "responsabile del collocamento".

Di conseguenza diventa arduo delineare i contorni dell'esimente da tale responsabilità, la prova di aver agito diligentemente, al punto da diventare di fatto una "prova diabolica", impossibile da fornire.

Per le stesse ragioni sopra illustrate in termini di effettiva tutela dell'investitore non si condivide la proposta del Documento di Consultazione, di mantenere la previsione del comma 7 dell'articolo 94 in esame ( i.e. "*il regolamento prospetto prevede un elenco minimo di soggetti cui attribuire la responsabilità*") dal momento che il comma 5 del medesimo articolo – come modificato nel Documento di Consultazione – prevede già un regime di responsabilità in capo a quei soggetti



(ulteriori rispetto all'emittente/garante) che partecipano alla redazione del prospetto limitatamente ad alcuni parti dello stesso, rendendo così ridondante se non addirittura fuorviante la previsione del comma 7.

Non ci sembra si possa sostenere al riguardo che la presunzione di responsabilità in capo al responsabile del collocamento è in linea con quanto previsto dall'ESMA nella Q&A 10.1.a relativa al Regolamento Prospetto. Infatti, l'ESMA chiarisce che è attribuita agli Stati Membri la facoltà di individuare un soggetto - ulteriore rispetto a quelli specificati nell'articolo 11, primo comma del Regolamento Prospetto - che sia nelle condizioni di poter effettivamente assumere la responsabilità delle informazioni contenute nel Prospetto, mentre nulla dice in merito ad un regime di presunzione di responsabilità dello stesso.

Infine, si rileva come nel Documento di Consultazione si giustifichi il mancato intervento sul testo dell'articolo 94, comma 5 del TUF sostenendo che *"il regolamento prospetto prevede un elenco minimo di soggetti cui attribuire la responsabilità (...) e (...) ritenendo che tale disposizione di rango nazionale corrisponda ad esigenze di tutela degli investitori"*.

Sul punto si segnala che il comma 5 dell'articolo 94 (come riportato nel Documento di Consultazione) già prevede una responsabilità generale aperta anche alle persone che partecipano alla redazione del prospetto solamente per "talune parti". Tale ultima precisazione, ben potrebbe includere anche il responsabile del collocamento. Pertanto, ferme e ribadite le argomentazioni a sostegno dell'eliminazione della figura del responsabile del collocamento come sopra riportate, si sottolinea come mantenere il comma 7 dell'art. 94 del TUF sarebbe ultroneo se non addirittura fuorviante.

In conclusione, pur condividendo pienamente l'intento del Legislatore in sede di revisione del TUF di rafforzare la tutela dell'investitore, la scrivente Associazione ritiene che la presunzione di responsabilità in capo al responsabile del collocamento sia uno strumento inidoneo e sproporzionato per il perseguimento di tale finalità, dal momento che – ai fini della tutela dell'investitore – sono già presenti previsioni legislative ben più puntuali ed efficaci (di cui ai commi 5 e 6 dell'art. 94 del TUF), che statuiscono (i) la responsabilità dell'emittente/offerdente/garante e, (ii) in ogni caso, quella di eventuali altri soggetti che abbiano contribuito alle informazioni contenute nello stesso (o a parti dello stesso).

Infine, si segnala che la previsione in parola, gravando gli intermediari che operano in Italia come responsabili del collocamento di una responsabilità ulteriore, non prevista dalla normativa comunitaria in materia, determinerebbe una situazione di *"unlevelled playing field"* tra intermediari operanti in Italia e all'estero.

Anche in considerazione dell'attuale difficilissimo contesto economico, si auspicano misure che riconsiderino più in generale l'effettiva opportunità, utilità ed efficacia di certi vincoli legislativi in capo agli intermediari nell'esercizio dell'attività finanziaria di raccolta del risparmio, e che di converso perseguano la tutela degli interessi pubblici rafforzando altri presidi di controllo, per assicurare *"il buon funzionamento del mercato interno dei titoli"*.



Tenuto conto di quanto sopra, si chiede pertanto l'eliminazione dal testo in consultazione di ogni riferimento alla figura del responsabile del collocamento, anche al fine di non vanificare la finalità perseguita dal legislatore europeo di garantire la massima armonizzazione.

**2) ABROGAZIONE DELL'ART.100-BIS , COMMA 1**

La fattispecie della rivendita successiva di titoli risulta – come peraltro evidenziato dallo stesso legislatore nel commento a nota dell'art. 101-bis del TUF in sede di consultazione – già interamente disciplinato dall'art. 5 del Regolamento Prospetto. In considerazione di ciò non si comprende quale sia la ragione che giustifichi il permanere della previsione di cui al primo comma dell'articolo 100-bis, (i.e. la nullità del contratto in caso di rivendita di titoli in assenza di un prospetto), che non trova riscontro alcuno nell'art- 5 del Regolamento Prospetto.

Peraltro, tale previsione in passato è stata foriera di critiche e perplessità non solo da parte degli intermediari ma altresì da una parte della giurisprudenza. In particolare quest'ultima ha posto più volte in evidenza come alla violazione di obblighi comportamentali da parte degli intermediari debba necessariamente conseguire una responsabilità degli stessi – come correttamente previsto dal Regolamento Prospetto – e, di conseguenza, la violazione di detti obblighi non incide sul piano della validità del contratto, come invece al momento previsto dalla norma in esame.

In considerazione di quanto sopra e al fine di perseguire la più volte menzionata armonizzazione legislativa nei singoli Stati Membri si chiede l'abrogazione del primo comma del suddetto articolo.

\* \* \*

L'ACEPI segnala sin d'ora la propria disponibilità alla partecipazione a eventuali tavoli di lavoro tecnici di confronto al riguardo.

Si resta, inoltre, a disposizione per qualsiasi chiarimento riteneste opportuno in relazione al presente documento.

Con osservanza,

**Associazione Italiana Certificati & Prodotti d'Investimento – ACEPI**

A handwritten signature in blue ink that reads 'Dario Savoia'. The signature is written in a cursive, flowing style. Below the signature is a horizontal line.

Il Segretario Generale

Avv. Dario Savoia