

15. Comunicazione n. DAL/97006042 del 9-7-1997

inviata alla banca ...

Oggetto: Risposte a quesiti

Con lettera pervenuta il ..., codesta banca ha formulato taluni quesiti interpretativi concernenti un'operazione che intenderebbe effettuare, definita "di collocamento" di strumenti finanziari.

"In particolare - afferma codesta banca - si tratterebbe di collocare obbligazioni emesse dal Comune di ... acquistando a fermo l'intera emissione per poi (nel giro di pochi giorni) includerle nel nostro paniere che andremo a proporre alla clientela che si presenta allo sportello come titoli che la nostra banca detiene in portafoglio di negoziazione".

"Premesso che la successiva negoziazione in contropartita diretta su tale mercato secondario interno - continua la lettera - ovviamente presuppone la fornitura di trasparenti ed esaurienti informazioni in merito a natura e rischi dell'operazione, si chiede se:

- in tale caso permane l'obbligo per l'ente emittente di produrre il prospetto informativo, anche se il contratto di collocamento ne prevede la cessione unicamente alla nostra banca in qualità di investitore istituzionale;

- in tali ipotesi sussiste conflitto di interessi."

* * *

In proposito, al fine di chiarire compiutamente i termini della questione, occorre in via preliminare individuare la natura giuridica dell'operazione prospettata mediante l'esame dei suoi oggettivi connotati, indipendentemente, pertanto, dalla qualificazione che di essa viene fatta nella lettera che si riscontra, secondo la quale l'operazione sarebbe classificabile come "di collocamento" di strumenti finanziari.

Per quanto attiene alla prima fase dell'operazione stessa, consistente nella sottoscrizione da parte di codesta banca dell'intera emissione obbligazionaria, ritiene la scrivente che non sia rinvenibile

alcuna prestazione, nei confronti del Comune di ..., del "servizio di collocamento" di cui all'art. 1, comma 3, lett. c), del d.lgs. n. 415/1996 (1).

Tale servizio di investimento, infatti, tipicamente si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate.

Codesta banca, invece - stando alla sintetica rappresentazione dell'accordo presente nella lettera, e sempre a condizione che l'operazione si svolga esattamente nei termini descritti - sembra impegnarsi con il Comune di ... unicamente alla sottoscrizione dell'intera emissione obbligazionaria e non anche al successivo "collocamento" sul mercato.

La prima fase dell'operazione, così, mantiene una propria autonomia ed esaurisce la sua funzione nella mera sottoscrizione da parte di codesta banca, in conto proprio, dell'intera emissione obbligazionaria. La successiva vendita dei titoli a terzi (nella fattispecie, ai propri clienti) da parte di codesta banca medesima, pertanto, non sembra assumere alcun rilievo nell'ambito degli impegni assunti con l'ente emittente nella prima fase dell'operazione (sebbene detti impegni siano regolati, viene riferito nella lettera, da un accordo definito "contratto di collocamento").

Da tali considerazioni discende che l'offerta dei titoli in emissione da parte del Comune di ..., rivolta unicamente a codesta banca, non rileva ai fini della disciplina di cui all'art. 18 della legge n. 216/1974 (2).

Il citato Comune, pertanto - e con ciò si fornisce la risposta al primo dei quesiti - è senz'altro esentato dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo di cui alla disposizione medesima (cfr, altresì l'art. 4, comma 1, lett. a, del regolamento adottato dalla scrivente Commissione con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992 (2), il quale espressamente esclude dal novero delle "sollecitazioni del pubblico risparmio" le offerte di valori mobiliari rivolte ai soli investitori professionali).

Premesso quanto sopra, e venendo, così, all'esame della seconda fase dell'operazione, occorre ora valutare se l'"offerta" da parte di codesta banca alla propria clientela dei titoli in parola sia, a sua

volta, rilevante ai fini dell'assoggettamento alla disciplina di cui al richiamato art. 18 della legge n. 216/1974 (2).

Anche in relazione a ciò, questa Commissione esprime la propria opinione negativa, posto che le modalità con le quali codesta banca intende "proporre" alla propria clientela l'acquisto delle obbligazioni, sempre sulla base della sintetica rappresentazione che ne viene fatta nella lettera, non sembrano presentare i connotati tipici dell'offerta al pubblico. L'operazione, infatti, sembrerebbe realizzarsi attraverso lo svolgimento, nei giorni successivi a quello di sottoscrizione, di una normale attività di negoziazione in contropartita diretta con la clientela, in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla stessa (sebbene conferiti a seguito di una "proposta" in tal senso da parte codesta banca), a condizioni che risulterebbero quindi essere diverse a seconda dell'acquirente e del momento dell'operazione.

E' peraltro evidente che ove nel ristretto lasso di tempo di cui al quesito codesta banca procedesse alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate, e quindi dall'effettuazione di transazioni non "negoziate" con i clienti, allora l'operazione presenterebbe i connotati dell'offerta al pubblico, con conseguente applicazione del sopra citato art. 18 della legge n. 216/1974 (2).

Con riferimento alle descritte operazioni in conto proprio con controparte la propria clientela, codesta banca ha chiesto, come sopra anticipato, se sia rinvenibile un conflitto di interessi.

Al riguardo, occorre precisare in via preliminare che una ipotesi di conflitto di interessi non può essere individuata - a priori - in tutti i casi in cui l'intermediario negozia in contropartita diretta con la propria clientela strumenti finanziari, ma deve essere valutata, invece, con riguardo alle peculiarità del caso concreto.

Operazioni della specie possono essere effettuate, in via alternativa:

a) sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente. In tal caso non è configurabile alcun conflitto di interessi, posto che l'intermediario provvede ad eseguire l'ordine del cliente stesso, ponendosi in contropartita diretta nell'operazione, nel rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari sulla materia (cfr., in particolare, l'art. 21 del regolamento n. 8850/1994 (3));

b) su suggerimento dell'intermediario (come nella fattispecie di cui al quesito, posto che codesta banca afferma di voler "proporre" alla propria clientela l'acquisto delle obbligazioni del Comune di ...), cosa che può avvenire nell'attività di negoziazione, allorché l'intermediario stesso fornisca al cliente, su richiesta di quest'ultimo, indicazioni circa singole operazioni, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del regolamento n. 8850/1994 (nel rispetto dei limiti chiariti con comunicazione n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994, ..., ovvero nell'attività tipica di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Anche in dette ipotesi l'operazione risulta formalmente preceduta da un ordine del cliente, ma detto ordine è stato in qualche misura "sollecitato" dall'intermediario.

Occorre pertanto valutare se il "suggerimento" non sia solo finalizzato a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, ma anche (o unicamente) alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri dell'intermediario.

Ciò posto, si è dell'opinione che in fattispecie quali quella prospettata, di norma, il conflitto di interessi sia agevolmente ed effettivamente configurabile, vista la dichiarata intenzione, e quindi presumibile esigenza per l'intermediario, di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà titoli presenti in sovrabbondanza a seguito dell'integrale sottoscrizione dell'emissione. Il conflitto potrebbe ritenersi insussistente nei soli casi in cui le condizioni della singola transazione fossero - rispetto ad altre operazioni con analoghe caratteristiche prospettabili in alternativa - così favorevoli per il cliente da escludere per esso ogni concreto pregiudizio, anche in termini comparativi riferiti al mancato conseguimento di una più favorevole opportunità di investimento; e ciò tenuto, in particolare, conto della qualità dell'emittente e della liquidabilità dell'investimento.

p. IL PRESIDENTE

Lamberto Cardia

1. Ora art. 1, co. 5, lett. c, D.Lgs. n. 58/98.

2. La disciplina della sollecitazione di investimento è ora contenuta nel D.Lgs. 24.2.1998, n. 58 (che ha abrogato l'art. 18 ss. della L. n. 216/74), e nel regolamento Consob n. 11971 del 14.5.1999. In particolare vedi art. 100, co. 1, lett. a), D.Lgs. n. 58/98 (Casi di inapplicabilità) e per le definizioni di operatore qualificato, art. 31, co 2., regolamento n. 11522/98

3. Ora art. 32, co. 5, reg. n. 11522/99.