

ATTUALITÀ

# La responsabilità da prospetto del responsabile del collocamento dopo la Legge Capitali

31 Maggio 2024

Federico Morelli, Partner, Cappelli RCCD



**Federico Morelli**, Partner, Cappelli RCCD

**> Federico Morelli**

Federico Morelli è specializzato in capital markets, assiste clienti sia italiani sia internazionali in operazioni di debt capital markets relative a offerta e quotazione di titoli di debito e derivati cartolarizzati, domestiche e internazionali, ivi inclusi EMTN, prospetti retail e operazioni stand alone, nonché in operazioni di liability management. Ha una notevole esperienza nell'equity capital markets, ivi inclusi IPO, aumenti di capitale, programmi di riacquisto di azioni ed OPA. Ha collaborato con le cattedre di Diritto Commerciale e di Diritto Industriale presso l'Università di Torino ed è autore di diverse pubblicazioni in tema di diritto commerciale.

### 1. Inquadramento della tematica

Con l'art. 9, comma 1, lett. b) della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), entrato in vigore in data 27 marzo u.s., viene abrogato il settimo comma dell'art. 94 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 s.m. (TUF) che radicava la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole in capo all'intermediario responsabile del collocamento<sup>1</sup> concedendo quale unico mezzo per eliminare la propria responsabilità l'aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso<sup>2</sup>.

Tale disposizione rappresentava un unicum nel panorama normativo europeo ancorché il contrasto con la normativa comunitaria non fosse troppo stridente, pur con l'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017 (Regolamento Prospetti), il quale all'art. 11 dispone che gli Stati membri garantiscano che la responsabilità delle informazioni fornite in un prospetto sia attribuita *almeno* all'emittente, o ai suoi organi, all'offerente, a chi richiedesse la quotazione o al garante a seconda dei casi, non escludendo a priori che altri soggetti possano risponderne.

La norma in esame, peraltro, adottando un linguaggio proprio delle direttive piuttosto che del regolamento, nel rimandare agli Stati membri l'adozione delle norme del caso, nonostante un regolamento comunitario sia direttamente applicabile negli Stati membri, non preclude l'estensione del novero dei

<sup>1</sup> Per responsabile del collocamento, ai sensi dell'art. 93-bis, comma 1, lett. d) del TUF, si intende, a seconda dei casi, (i) l'intermediario che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, ove tale consorzio sia presente, ovvero (ii) il coordinatore del collocamento ovvero ancora (iii) il collocatore unico. Si noti altresì che la dizione "responsabile del collocamento" pare un vero e proprio *misnomer*, in quanto, traducendo in qualche maniera l'inglese "lead manager" potrebbe lasciar intendere - erroneamente - che questi sia responsabile del singolo collocamento anche qualora l'attività svolta, in quanto fondatrice di una responsabilità, sia imputabile al solo collocatore che nello specifico abbia cagionato un danno all'investitore.

<sup>2</sup> Sul regime previgente si vedano innanzitutto MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, a cura di VISINTINI, Torino, 2009, II, 793, successivamente rielaborato ed aggiornato in ID., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 929; LUCANTONI, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020, in particolare al Capitolo V; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, *Commento sub art. 94*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di FRATINI, GASPARRI, Torino, 2012, II, in particolare 1073 e segg.

soggetti responsabili oltre quelli menzionati.

Tuttavia, ben si riscontra come nessuno Stato membro si sia avvalso di tale facoltà, da cui l'unicità della nostra disciplina. Ne consegue che, con l'ultima novella legislativa, il disposto dell'art. 94 del TUF sia maggiormente in linea con il dettato comunitario e dei singoli ordinamenti nazionali, pur lasciando sopravvivere fattispecie di responsabilità dell'intermediario (e su cui *infra*) che coesistono con quella dell'emittente/offerente.

L'art. 11 del Regolamento Prospetti non innova particolarmente quanto già disposto dall'art. 6 della Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003, nel testo come modificato dalla Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010 (Direttiva Prospetti), la quale, con un linguaggio sostanzialmente analogo<sup>3</sup>, ha fondato il testo dell'art. 94 del TUF giunto fino a noi, seppur con varie interpolazioni occorse negli ultimi anni<sup>4</sup>.

Inoltre, il testo dell'art. 11 del Regolamento Prospetti, e del novellato art. 94 del TUF, richiede altresì di interrogarsi sul portato del combinato disposto di tale articolo con gli *Informal Meeting on Prospectus Transposition*, in primis il terzo e il quarto, sulla cui perdurante vitalità, almeno sul tema della responsabilità da prospetto, sembra lecito sollevare qualche dubbio. A supporto della tesi negativa probabilmente è decisivo il fatto che nelle Q&A dell'ESMA sul Regolamento Prospetti<sup>5</sup>, i verbali (*minutes*) di tali incontri non sono più citati a supporto delle risposte in tema di responsabilità da prospetto, essendo ogni riferimento rivolto esclusivamente all'art. 11 cit.<sup>6</sup>

## 2. Ulteriori profili di responsabilità

Naturalmente, il fatto che il responsabile del collocamento non sia responsabile del prospetto nel suo complesso, non esclude che sopravvivano altri profili di responsabilità in capo a tale soggetto.

<sup>3</sup> Vale appena il caso di notare come la notevole somiglianza dei due linguaggi, ciascuno rinviante agli Stati membri, suggerisca una maggior coerenza sistematica se inserito nel corpus di una direttiva, piuttosto che di un regolamento.

<sup>4</sup> Da ultimo l'art. 94 del TUF era stato sostituito per effetto dell'art. 3 del D. Lgs. 2 febbraio 2021, n. 17

<sup>5</sup> ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation - version 12* del 3 febbraio 2023.

<sup>6</sup> Si veda in particolare la sezione *Responsibility for a prospectus*, ed in particolare le domande Q10.1.a e Q10.1.b in cui le risposte ai quesiti non menzionano più detti verbali.

In primis, riprendendo quanto si accennava poc'anzi, ai sensi del comma 5 del medesimo articolo 94 le persone responsabili di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, limitatamente a tali parti, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto a meno che non provino 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.

Quindi il responsabile del collocamento non risponde in quanto soggetto che prende parte attiva all'offerta e che di conseguenza godrebbe di uno status che ingenererebbe affidamento nell'investitore, ma esclusivamente in quanto autore di una sezione specifica del prospetto e la sua responsabilità è limitata a tali parti, nella misura in cui ciò venga indicato espressamente.

Ogni altro soggetto chiamato a partecipare alla formazione del prospetto si trova nella medesima situazione solo in quanto "*persona responsabile di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto*" ai sensi del superstito quinto comma. Nulla muterebbe quindi per altri soggetti, non rientranti nella definizione di responsabile del collocamento ma purtuttavia coinvolti nel processo di offerta e quindi di definizione della documentazione di offerta, in primis il prospetto<sup>7</sup>.

L'abrogazione del settimo comma sembra risolvere anche l'ulteriore questione, emersa in dottrina, se possano essere chiamati a rispondere anche ulteriori soggetti che abbiano svolto attività riconducibili a quelle di cui all'art. 93-bis cit. pur senza un riconoscimento formale del loro ruolo come responsabili del collocamento. A tale difficoltà interpretativa se ne aggiungerebbe anche un'altra, simmetrica, attinente alla presunta responsabilità del collocatore unico il quale, da un lato non dovrebbe essere chiamato a rispondere del prospetto in quanto mero collocatore, ma tuttavia sarebbe formalmente responsabile in quanto investito, per definizione di legge e a prescindere dalle attività concretamente poste in essere, anche della qualifica di responsabile del collocamento. L'avvenuta abrogazione del citato settimo comma mi pare che possa riassorbire entrambe le questioni.

<sup>7</sup> Sul punto, in costanza del precedente regime, si è espressa LUCANTONI, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020, 238-239 in cui si afferma che "è significativo inoltre rilevare che la norma non preveda ipotesi di responsabilità espressa per altri soggetti professionali che accompagnano l'emittente nel processo di offerta al pubblico" citando in particolare il global coordinator, gli intermediari-collocatori e lo sponsor/listing partner.

A latere di quanto sopra riassunto, residua in ogni caso un'ulteriore fonte di responsabilità derivante al responsabile del collocamento dal suo agire come intermediario e qualificarsi come soggetto abilitato nel contesto di un'offerta. A tal fine, nella misura in cui il responsabile del collocamento presta servizi e attività di investimento agli investitori, dovrà in ogni caso comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (in linea con quanto disposto dall'art. 21, comma 1, lett. a) del TUF). Tale dovere potrebbe, ad esempio, far sì che, anche abrogato il settimo comma cit. e quand'anche non vi fosse alcuna parte del prospetto ad esso attribuibile ai sensi del quinto comma, questi possa comunque avere l'interesse ad ottenere una *legal opinion* dal proprio legale e/o dal legale dell'emittente, come parte integrante della propria condotta diligente. Analogamente, ed assumendo la medesima fattispecie, il connesso dovere di disporre di risorse e procedure anche di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività in questione (art. 21, comma 1, lett. d) del TUF) farà sì che il responsabile del collocamento sia in ogni caso tenuto ad avere contezza del prospetto e del suo contenuto, avvalendosi di personale adeguatamente formato.

Analogamente, anche se non è questa la sede per approfondire il punto essendo una responsabilità non da prospetto ma relativa al prospetto, il responsabile del collocamento sarà responsabile, laddove operi quale intermediario-distributore, con riferimento alla *product governance* degli strumenti finanziari emettibili sotto il prospetto di cui è responsabile del collocamento.<sup>8</sup>

Residua infine, se non una responsabilità, un rischio di carattere reputazionale per quel responsabile del collocamento il quale, spendendosi verso il mercato ed entrando in contatto con la propria clientela, porti l'emittente, e quindi il prospetto, sulla propria rete ingenerando un legittimo affidamento nella propria clientela che tale prospetto sia stato adeguatamente scrutinato.

### 3. Prospetti semplificati

In chiusura, non si può non apprezzare la novella legislativa anche sotto un altro profilo. Sembra infatti

<sup>8</sup> Sul tema dei profili di responsabilità dell'intermediario distributore, si vedano le perspicue considerazioni di LUCANTONI, *L'informazione da prospetto*, cit., 239 e seguenti.

una norma ispirata ad un sano quanto marcato pragmatismo, opportuna non solo in quanto capace di riallineare la responsabilità da prospetto italiana a quella comunitaria, ma anche perché rende finalmente fruibili ed applicabili le diverse norme che hanno introdotto in questi ultimi anni le varie forme di prospetto semplificato, previste o prefigurate tra il Regolamento Prospetti e il pacchetto di proposte legislative genericamente definito "Listing Act"<sup>9</sup>.

Benché residuo, come si accennava, talune forme di responsabilità, la prassi saprà dire se la rimozione dal capo del responsabile del collocamento della spada di Damocle dell'abrogato settimo comma, produrrà una maggiore apertura verso documenti più brevi e sintetici che, pur contenendo meno informazioni di quelle altrimenti prescritte, siano cionondimeno in grado di fornire un quadro affidabile dell'emittente e del prodotto secondo un principio di proporzionalità. Sarebbe lecito attendersi una maggior diffusione, anche fra gli emittenti italiani, di queste forme alternative di prospetto nell'ottica, da non trascurarsi, di una maggior trasparenza anche nel rapporto virtuoso tra emittente (e responsabile del collocamento) e Autorità di vigilanza.

<sup>9</sup> Il c.d. Listing Act è stato presentato dalla Commissione europea in data 7 dicembre 2022 in attuazione dell'azione 2 del piano di azione della Capital Markets Union e si articola su tre pilastri normativi, attualmente tutti allo stadio di proposta: (a) un Regolamento che renda i mercati pubblici dei capitali nell'Unione Europea più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali e permettere sia l'accesso ai mercati (anche modificando il Regolamento UE 2017/1129 sui prospetti) sia la successiva permanenza sui mercati; (b) una Direttiva volta a facilitare la produzione di ricerche sulle PMI e la creazione di segmenti di mercato qualificati come il mercato di crescita delle PMI e (c) una Direttiva volta a permettere alle imprese che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI di emettere azioni a voto multiplo.

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---

