

Marzo 2004

### **Il servizio di collocamento, di Filippo Sartori\*\***

Il Testo Unico della Finanza non fornisce una definizione dell'attività di collocamento, limitandosi ad inserire il servizio in questione, prestato “con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente”, tra i servizi di investimento (art. 1, comma 5, lett. c).

In termini generali, il collocamento si traduce nell'attività di *placement* presso terzi di strumenti finanziari. Più in particolare, ed avendo riguardo al rapporto tra operatori e clienti, esso consiste nell' “attività diretta a far acquistare dai risparmiatori nuovi titoli (offerta in sottoscrizione) o titoli già emessi (offerta di acquisto) per conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la loro distribuzione”<sup>1</sup>.

Ponendo l'accento, come sembra fare il legislatore delegato, sul rapporto tra emittente e intermediario, si deve distinguere tra il semplice collocamento (senza preventiva assunzione a fermo o acquisto), il collocamento con acquisto e assunzione a fermo e il collocamento con assunzione di garanzia.

Nella prima ipotesi, l'intermediario offre in sottoscrizione o in vendita agli investitori strumenti finanziari per conto dell'emittente, senza farsi carico dell'esito dell'operazione.

Nella seconda, l'operatore offre in “vendita”, per conto proprio, strumenti finanziari che lo stesso operatore ha in precedenza sottoscritto o acquistato; di conseguenza,

---

\*\* L'articolo rappresenta una sintesi del paragrafo contenuto nella monografia dell'Autore dal titolo "Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela", Giuffrè, Milano, 2004.

[http://www.giuffre.it/servlet/page?\\_pageid=56&\\_dad=portal30&\\_schema=PORTAL30&APCodVolume=501620](http://www.giuffre.it/servlet/page?_pageid=56&_dad=portal30&_schema=PORTAL30&APCodVolume=501620)

<sup>1</sup> In questi termini COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, pag. 112. Cfr. anche le Comunicazioni Consob 9 luglio 1997, n. DAL/97006042 e 21 giugno 2001, n. DIN/1049452. In quest'ultima comunicazione la Commissione ha definito il servizio di collocamento come “un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento, da parte di quest'ultimo, presso la clientela degli strumenti finanziari emessi”.

l'intermediario sopporta direttamente il rischio connesso alla "distribuzione" degli strumenti finanziari tra il pubblico degli investitori; infine, nella terza fattispecie, l'intermediario si limita a garantire il buon esito dell'operazione; ovvero, nel caso in cui gli strumenti finanziari non vengano "distribuiti", l'intermediario si impegna ad acquistare al termine dell'operazione stessa gli strumenti non collocati.

Sebbene la Consob abbia avuto modo di precisare che la preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero l'assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente rappresentino mere modalità dell'esercizio del servizio in questione<sup>2</sup>, il diverso e più intenso coinvolgimento dell'intermediario nell'attività di "distribuzione"<sup>3</sup> rileva sulla normativa concretamente applicabile alle fattispecie di riferimento. Così, a titolo esemplificativo, il titolo II, capitolo I, par. 3 del regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 richiede un capitale minimo maggiore (un milione di euro, contro i 385 mila euro) nel caso in cui una SIM intenda essere autorizzata al collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente<sup>4</sup>.

Non è questa la sede per soffermarsi sui rapporti tra i vari intermediari che procedono al collocamento e tra questi e l'emittente<sup>5</sup>; deve, peraltro, ricordarsi che (rispetto alla legge

---

<sup>2</sup> Cfr. la comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999.

<sup>3</sup> Come noto, il decreto Eurosim e successivamente il TUF riproducono la definizione dell'attività di collocamento prevista nella legge Sim. Peraltro, "le uniche differenze sono costituite dalla scomparsa del riferimento alla «distribuzione» (...)". Tale modifica "è certamente opportuna: il richiamo alla distribuzione rappresentava, infatti, un'inutile ripetizione, priva di capacità definitoria autonoma, del sostantivo «collocamento», che aveva avuto l'unico effetto di spingere taluni interpreti – e talora anche l'organo di vigilanza – ad avventurose ricostruzioni differenziatrici"; in questi termini, LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, pag. 91. Cfr. anche ID, *Consorzi internazionali di collocamento di valori mobiliari*, in *L'integrazione fra le imprese nell'attività internazionale*, Torino, 1995; DI MAJO, *La legge sulle SIM*, in ANASF (a cura di), *I promotori finanziari*, Milano, 1991, pagg. 19 e ss. Da ultimo, ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, pag. 1032.

<sup>4</sup> Inoltre, l'art. 10, comma 1 del regolamento Consob n. 11522/98 prevede che le Sim già autorizzate al servizio di collocamento senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, ove intendano svolgere la medesima attività con detenzione, anche temporanea, delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela ovvero con assunzione di rischi (...) devono presentare domanda "analoga" a quella richiesta nel caso in cui volessero essere autorizzate ad un nuovo servizio di investimento. Come la Consob ha avuto modo di puntualizzare nella comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999, analoga autorizzazione non è, invece, necessaria nel caso opposto in cui la Sim già autorizzata al collocamento con assunzione di rischi intenda svolgere il servizio di "collocamento senza". In tal caso, la sussistenza delle condizioni più rigorose sarebbe assicurata dall'autorizzazione concessa "a monte".

<sup>5</sup> In materia cfr. SCORZA, *I consorzi bancari di collocamento titoli*, in PORTALE (a cura di), *Le operazioni bancarie*, Milano, II, 1978, pagg. 1129 e ss.; EROLI, *I consorzi di collocamento di*

Sim) l'art. 1, comma 6, lett. e) del TUF relega i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento a semplici servizi accessori.

Ai fini che qui rilevano, va evidenziato che il rapporto sottostante tra emittenti e intermediari si riverbera sul rapporto tra intermediari e risparmiatori: a seconda delle modalità con cui il servizio in questione viene prestato, cambiano gli incentivi in capo all'intermediario a comportarsi nel rispetto o meno delle regole comportamentali, che amministrano il corretto svolgimento del servizio.

Nell'ipotesi in cui venga svolta un'attività di semplice collocamento (senza assunzioni dei rischi) l'intermediario si trova – apparentemente - fin dall'inizio in una posizione di “terzietà” rispetto alle due parti<sup>6</sup>.

A prescindere tuttavia dalla presunta imparzialità, l'operatore finanziario ha un duplice interesse. In primo luogo, di incassare le commissioni di intermediazione da parte del cliente; in secondo luogo, di ricevere direttamente dall'emittente un compenso per la remunerazione del servizio prestato (c.d. commissione di collocamento<sup>7</sup>). Le commissioni di collocamento costituiscono, quindi, un incentivo affinché l'intermediario esegua al meglio l'incarico conferitogli dall'emittente. Ne consegue che la declamata “terzietà” è solo apparente se si considera che l'operatore finanziario ha quale interesse preminente quello di collocare gli strumenti finanziari tra i propri clienti. E quest'ultimo obiettivo, il cui raggiungimento è affidato agli intermediari finanziari, non è sempre in armonia con l'interesse del singolo risparmiatore, che potrebbe vedersi attribuire nel proprio “portafoglio” strumenti finanziari “non adatti” alle proprie esigenze patrimoniali ed ai propri obiettivi di investimento. Il rischio di un abuso in tal senso è tanto più elevato quanto maggiore è la discrezionalità in capo all'intermediario finanziario; cosicché assumerà particolare valenza laddove l'operatore svolga, congiuntamente al servizio di collocamento, anche il servizio di gestione di portafoglio di investimento su base individuale; senza considerare poi che l'intermediario, attraverso l'attività di consulenza, potrà sempre influenzare le scelte strategiche di investimento del cliente, anche se costui non gli abbia affidato direttamente il proprio patrimonio in gestione.

---

*valori mobiliari*, Napoli, 1989; più di recente cfr. SALVATORE, *I consorzi di collocamento*, in *Contr. Impr.*, 1997, pagg. 757 e ss.; LENER, *ConSORZI internazionali di collocamento di valori mobiliari*, in *L'integrazione fra le imprese nell'attività internazionale*, Torino, 1995.

<sup>6</sup> Cfr. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, cit., pag. 1033.

<sup>7</sup> In materia di commissioni di collocamento cfr. la comunicazione n. DIN/1049452 del 21 giugno 2001.

Se prestato con le modalità suddette, il collocamento pare riconducibile allo schema normativo (del contratto<sup>8</sup>) della mediazione *ex art. 1754 cod. civ.* Ciò che maggiormente assimila i due istituti è, da una parte, l'imparzialità che l'operatore finanziario dovrebbe garantire nella prestazione dell'incarico, dall'altra, lo svolgimento di una attività finalizzata a favorire tra terzi la conclusione degli affari. Invero, le differenze normative tra i due istituti sono così rilevanti, che tale sussunzione deve essere accolta *cum grano salis*<sup>9</sup>.

Nella prestazione dell'attività di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo riemergono le stesse problematiche presenti nell'ambito del servizio di negoziazione per conto proprio. Nello svolgimento di tale servizio, infatti, l'intermediario sottoscrive o acquista preventivamente gli strumenti finanziari e, in un secondo momento, cerca di collocarli (*rectius* "venderli") agli investitori per proprio conto. Ne deriva, quindi, che l'operatore, fin dall'origine del rapporto, si pone come controparte del cliente, perseguendo un interesse diverso e autonomo rispetto a quello dello stesso cliente.

Giova, tuttavia, precisare che il servizio di collocamento esercitato con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo si differenzia, sia pur non sempre in modo cristallino, dal servizio di negoziazione. Sul punto, come osservato in dottrina, il collocamento può avere ad oggetto non solo la vendita ma anche la sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione; esso si svolge tipicamente sul mercato primario, mentre la negoziazione sul mercato secondario; inoltre, le operazioni di collocamento si traducono esclusivamente in un'offerta all'investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari e mai in un'offerta di vendita; infine, diversamente dalla negoziazione, nell'ambito del collocamento le "offerte" vengono rivolte ad un pubblico indifferenziato ed a condizioni uniformi e standardizzate<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Come noto, in dottrina è ancora dibattuta la natura contrattuale della mediazione. Per la natura contrattuale dell'istituto cfr. per tutti AZZOLINA, voce *La mediazione*, in *Trattato Vassalli*, Torino, II ed., 1957; DI CHIO, *La mediazione*, in *Contratti commerciali*, in Tr. Galgano, XVI, pagg. 525 e ss; CATAUDELLA, *Mediazione*, in *Enc. G. Treccani*, 13, Roma; LUMINOSO, *La mediazione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.* diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, Milano, 1933; *contra*, ovvero per la natura non contrattuale della mediazione cfr. CARRARO, *La mediazione*, Padova, 1952, pagg. 31 e ss. La giurisprudenza sembra accogliere la tesi secondo cui il rapporto di mediazione trae sempre origine e fondamento dalla volontà dei soggetti, manifestata sia esplicitamente sia implicitamente mediante *facta concludentia*; cfr. ad esempio, Cass. 22 gennaio 1977, n. 325, Cass. 14 dicembre 1988, n. 6813.

<sup>9</sup> Si pensi, solo a titolo esemplificativo, alle diverse modalità di pagamento della "provvigione".

<sup>10</sup> In questi termini ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, pag. 79. Sulle differenze tra il servizio di collocamento e di negoziazione cfr. anche CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1002, pagg. 109 e ss.

Considerazioni analoghe a quelle prestate in tema di semplice collocamento sembrano potersi svolgere anche per la prima fase operativa del collocamento con assunzione di garanzia; tuttavia, il problema della concorrenza di interessi si intensifica nel caso in cui l'operazione abbia esito negativo, ovvero qualora l'intermediario non riesca a collocare tutti gli strumenti finanziari tra il pubblico dei consumatori. In quest'ultima ipotesi, infatti, l'interesse dell'operatore non è meramente positivo (non si limita esclusivamente alla commissione), ma è anche negativo: esso si traduce nella minimizzazione del rischio associato all'acquisizione di strumenti finanziari invenduti. Ne deriva un incremento della probabilità che l'intermediario attribuisca ai portafogli gestiti (*de jure* o *de facto*) gli strumenti finanziari che non è riuscito a collocare<sup>11</sup>, e ciò, naturalmente, a prescindere dallo specifico interesse del risparmiatore.

---

<sup>11</sup> Sui potenziali rischi dell'esercizio congiunto da parte dell'intermediario del servizio di collocamento e del servizio di gestione individuale cfr. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit., pag. 109. L'autore afferma, per l'appunto, che "il congiunto esercizio dell'attività di collocamento e di quella di gestione può essere fonte di conflitti di interessi; in particolare, c'è il rischio che l'intermediario attribuisca ai portafogli gestiti titoli che non è riuscito a collocare nel mercato".