

La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto

Paolo Giudici, Stefano Lombardo

Libera Università di Bolzano

Facoltà di Economia

27 gennaio 2012

working paper

VERSIONE PRELIMINARE: NON FAR CIRCOLARE E NON CITARE

<i>Introduzione</i>	2
1 Il procedimento delle IPO	5
(a) Il <i>bookbuilding</i>	5
(b) Le peculiarità delle IPO italiane	7
(c) La fissazione del prezzo di offerta	9
(d) Gli incentivi economici	10
2 Il caso SARAS	14
(a) La vicenda	14
(b) I reati di manipolazione del mercato e di falso in prospetto alla luce della vicenda Saras	15
3 La fissazione del prezzo e il <i>bookbuilding</i>: profili civilistici	18
(a) L'interferenza del <i>bookrunner</i> con l'andamento delle adesioni agli ordini	18
(b) La tutela degli investitori <i>retail</i>	19
(i) Il procedimento di fissazione del prezzo	19
(ii) La fissazione del prezzo nelle IPO italiane e la disciplina dell'arbitraggio	20
(c) La cattiva cucitura tra diritto privato e diritto dei mercati finanziari in punto di fissazione del prezzo a seguito di <i>bookbuilding</i>	24
4 Le regole di condotta e organizzazione degli intermediari	25
(a) Il controllo di appropriatezza nelle IPO	25
(b) Gli intermediari e i conflitti d'interesse	27
5 Conclusioni	28

INTRODUZIONE

Da quasi vent'anni le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione rivolte all'ammissione alle negoziazione delle azioni in un mercato regolamentato (quotazione in borsa, IPO) si svolgono, anche in Italia, con il meccanismo del prezzo aperto (*open price*) e del *bookbuilding*, in cui il coordinatore dell'offerta raccoglie delle manifestazioni d'interesse da parte degli investitori istituzionali per individuare il valore dell'emittente e, quindi, delle azioni offerte al pubblico. Questo meccanismo non risulta particolarmente studiato dalla nostra letteratura; eppure, esso presenta notevoli momenti d'interesse. L'offerta pubblica fa parte di una più ampia offerta globale, in cui gli investitori istituzionali presentano manifestazioni d'interesse non vincolanti, a differenza degli investitori al dettaglio che aderiscono irrevocabilmente all'offerta pubblica. In quest'ultima le adesioni vengono date prima di conoscere il prezzo, che viene fissato successivamente; si conosce solo il prezzo massimo, che però non è particolarmente significativo, perché i prospetti evidenziano che il prezzo di offerta nasce da valutazioni incentrate soprattutto sull'esito del *bookbuilding*. La determinazione finale del prezzo è effettuata, con margini di discrezionalità più o meno ampi, dal proponente (sia esso l'emittente o il venditore). Esso talvolta "sente" i coordinatori, pur rimanendo in apparenza l'unico soggetto ad avere il potere di decidere¹; altre volte, invece, i coordinatori partecipano con lui all'individuazione del prezzo². I coordinatori non sono però terzi del tutto indipendenti, avendo un interesse alla massima valorizzazione dell'emittente per guadagnare sulle commissioni (controbilanciato, peraltro, dall'interesse a mantenere una buona reputazione sul lucroso mercato delle IPO). I membri del consorzio solitamente collocano con preventiva garanzia o presa a fermo, il che dovrebbe temperare la tentazione a fissare un prezzo troppo elevato; e tuttavia, le usuali clausole di *claw back* contenute nei prospetti consentono di riallocare le azioni tra

¹ Si veda per esempio il recente prospetto Ferragamo (2011) 540 "... sentiti i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita". Vedi meglio *infra*, Sezione 3 (b) (i)

² Sembra essere questo il caso nel prospetto Saras (2006) 307 "... dai Proponenti, d'intesa con ...".

il consorzio dell'offerta pubblica e quello dell'offerta istituzionale. In molti casi, grazie a queste clausole, quando gli investitori istituzionali non confermano le manifestazioni d'interesse raccolte nel libro degli ordini, le relative azioni vengono girate sull'offerta al pubblico, in cui gli investitori al dettaglio si sono appunto vincolati irrevocabilmente, "alla cieca" (salva l'indicazione del prezzo massimo), a sottoscrivere o acquistare azioni. Gli intermediari che collocano le azioni presso gli investitori al dettaglio si trovano dunque in costante conflitto d'interessi.

Anche senza aggiungere al quadro la presenza di pratiche di stabilizzazione del prezzo³, insomma, la situazione appare molto interessante, per la presenza di numerosi elementi che potrebbero condurre ad abusi, in particolare nei confronti degli aderenti all'offerta pubblica: la fissazione del prezzo ad opera della controparte, da sola o d'intesa con terzi comunque interessati; la possibilità di scaricare le azioni sugli investitori al dettaglio; la distribuzione delle azioni da parte di intermediari in conflitto d'interessi. Un recente caso giudiziario, relativo all'offerta di azioni SARAS s.p.a., ha messo in mostra alcuni di questi profili, peraltro analizzati anche, ma su un piano più prettamente economico, da alcuni studi⁴.

La scarsa attenzione della nostra letteratura giuridica riflette, in realtà, una scarsa attenzione anche a livello internazionale, che si spiega non solo con la complessità della materia, ma anche con il fatto che il tema non si presta ad una

³ Sulla quali v. Lombardo, 2011, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Giuffrè.

⁴ Non sono infatti mancati in sede scientifica interventi in termini economici volti a descrivere la natura dei problemi trattati al fine di far riflettere sulla possibilità e necessità di interventi correttivi in sede normativa o regolamentare. Si vedano Dalle Vedove-Giudici, 2007, *Come e a chi vengono assegnati i titoli azionari nelle Offerte Pubbliche Iniziali*, in *Analisi Finanziaria*, 32 e Onado, 2011, *Le imprese di nuova quotazione in Italia. Un affare soprattutto per gli azionisti di controllo*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 201. Si veda poi anche Boreiko-Lombardo, 2011, *Italian IPOs: Allocations and claw back clauses*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 127. Per quanto riguarda trattazioni più strettamente giornalistiche ma di rilievo per la descrizione di un sistema che può portare a problemi, v. l'articolo di copertina de Il Mondo n. 27 del 4 luglio 2008, pp. 16-20.

trattazione avulsa dalle specificità dei singoli ordinamenti e, in particolare, dalla disciplina di diritto privato applicabile alle diverse fasi dell'offerta. Nell'Unione europea, non è mancato in passato un interesse verso alcuni aspetti del tema⁵, che però non ha avuto seguito su un piano di normativa armonizzata o unificata, vista la diversità degli ordinamenti dei singoli Stati membri⁶. Una disciplina minima si è infatti avuta solo con riguardo all'art. 8 della direttiva prospetto, relativa alla possibilità di imporre, a determinate condizioni, l'irrevocabilità delle adesioni⁷. Negli Stati Uniti la bolla speculativa legata alla *new economy* agli inizi degli anni 2000 ha dato luogo a fenomeni che sono stati oggetto di proposte di intervento al fine di rimodulare i meccanismi e la trasparenza nella procedura di allocazione⁸, nonché di casi giurisprudenziali⁹, ma su

⁵ Per quanto riguarda ad esempio la Germania, la letteratura si è soffermata sulla discrezionalità della allocazione delle azioni fra investitori istituzionali e *retail* nei casi di forte apprezzamento del titolo nel primo giorno di quotazione (*underpricing*). Si veda Escher-Weingart, 2000, *Die Zuteilung von Aktien beim „going public“ – Gleiches Recht für alle?*, in *Die Aktiengesellschaft*, 164 e Willamowski, 2000, *Die strategische Allokation von Aktien bei Emissionen*, in *Wertpapiermittlungen*, 653.

⁶ Si veda il documento elaborato dal CESR, April 2002, *Stabilisation and Allotment. A European Supervisory Approach*, CESR/02-020b.

⁷ *Infra* Sezione 3 (b) (i).

⁸ V. SEC *Release* No. 34-50896, December 28, 2004, Self-Regulatory Organizations; Notice of Proposed Rule Changes by the New York Stock Exchange, Inc. and the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to the Prohibition of Certain Abuses in the Allocation and Distribution of Shares in Initial Public Offerings, in 69 FR 77804; SEC *Release* No. 33-8565, April 13, 2005, Commission Guidance Regarding Prohibited Conduct in Connection with IPO Allocations, in 70 FR 19672; NYSE/NASD IPO Advisory Committee, Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S. Securities and Exchange Commission, May 2003.

⁹ Per il *laddering*, ossia il condizionamento dell'allocazione di azioni all'impegno ad acquistare azioni sull'aftermarket v. *In re Initial Public Offering Securities Litigation.*, 241 F. Supp. 2d 281, 294 (S.D.N.Y. 2003).

questioni specifiche del mercato americano e diverse rispetto a quelle qui oggetto di attenzione¹⁰.

Nel presente articolo indaghiamo i profili civilistici delle procedure di IPO praticate in Italia, per domandarci, fondamentalmente, quali sono le tutele degli investitori, in particolare di quelli che aderiscono all'offerta al pubblico, di fronte alla possibilità che il prezzo di offerta sia fissato ad un livello troppo alto, magari sfruttando il potere di modificare l'allocazione delle azioni dall'offerta agli investitori istituzionali a quella pubblica. Ci domandiamo, poi, quali informazioni debbano essere rilasciate agli investitori cui venga proposto di aderire ad un'offerta pubblica. Il lavoro è strutturato come segue. Nella sezione 1 descriviamo nel dettaglio la procedura di IPO tipicamente basata su una offerta globale strutturata su due offerte, la determinazione del prezzo di collocamento tramite il sistema di *bookbuilding* nonché la allocazione delle azioni fra investitori istituzionali e *retail*. Nella sezione 2 affrontiamo il caso Saras e analizziamo brevemente la disciplina penalistica della materia. Nella sezione 3 analizziamo i profili civilistici, soffermandoci in particolare sulla qualificazione del meccanismo dell'*open price*, sui doveri degli intermediari e sulle clausole di *claw back*. Nella sezione 4 verifichiamo le regole di condotta e organizzazione degli intermediari, soffermandoci sul controllo di appropriatezza e sui conflitti di interesse. Seguono brevi conclusioni nella sezione 5.

1 Il procedimento delle IPO

(a) // *bookbuilding*

Nella quotazione in borsa anche in Italia dalla metà degli anni '90 si è affermato il metodo dell'*open price* con determinazione del prezzo di offerta tramite *bookbuilding*¹¹.

¹⁰ Sulle quali v. ad esempio Hazen, 2010, *Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules and Fiduciary Duties*, in *Columbia Business Law Review*, 710, in particolare 756. Per una critica piuttosto accentuata al sistema delle IPO, v. Hurt, 2005, *Moral Hazard and the Initial Public Offering*, in *Cardozo Law Review*, 711.

Questo sistema si è sviluppato originariamente negli Stati Uniti ed è oggi preponderante a livello mondiale. Il sistema americano prevede la fissazione iniziale di una forchetta di prezzo e la costruzione di un libro degli ordini (*orderbook*) nel quale gli investitori istituzionali e gli investitori *retail* prenotano senza impegno (tramite manifestazioni di interesse) le azioni dell'emittente quotando, presso il consorzio di collocamento ed in particolare presso il coordinatore dell'offerta (*global coordinator* o *lead manager*) che diventa *bookrunner*.

Il *bookbuilding* è considerato più efficiente rispetto all'offerta a prezzo fisso (storicamente quella tipica), nella quale fin dall'inizio dell'offerta il prezzo è stabilito¹². Infatti, il *bookbuilding* consente una diminuzione dell'*underpricing*, ossia della perdita di risorse che l'emittente o l'azionista venditore subiscono con la quotazione a causa dei costi derivanti dalla identificazione del valore dell'emittente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto informativo. Ciò perché, secondo la teoria economica più accreditata, gli investitori istituzionali segnalano al consorzio di collocamento, tramite i loro ordini non vincolanti, quanto vale l'emittente, consentendo appunto la determinazione di un prezzo d'offerta con *underpricing* minore rispetto alla offerta a prezzo fisso¹³. Sono infatti gli investitori istituzionali i soli soggetti in grado di processare

¹¹ Sul *bookbuilding* da prospettiva giuridica v. Donzelli-Zambelli, 1997, *Il collocamento dei titoli azionari in Italia e sui mercati internazionali: recenti sviluppi e temi di approfondimento*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il diritto del mercato mobiliare*, Giuffrè, 167; Groß, 1998, *Bookbuilding*, in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 318; in sede monografica Willamowski, 2000, *Bookbuilding*, Carl Heymanns Verlag.

¹² Non ci soffermiamo sulla pur interessante questione del possibile utilizzo dell'asta (nelle svariate forme) come mezzo alternativo di determinazione del prezzo di collocamento, sulla base dell'esempio della IPO di Google nel 2004 (forma ibrida di Dutch Auction). Sul punto v. Anand, 2006, *Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 233; Ganor, 2007, *Manipulative Behaviour in Auction IPOs*, in *DePaul Business and Commercial Law Journal*, 1.

¹³ C.d. *information revelation theory*, sulla quale v. Benveniste-Spindt, 1989, *How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*, in *Journal of*

le informazioni (veritiere) contenute nel prospetto informativo e quindi i soggetti in grado di “prezzare” l’emittente. Di contro, gli investitori al dettaglio, ai quali pure è garantita la parità di trattamento nell’accesso alle informazioni del prospetto (per l’Italia ad esempio, art. 34-sexies RE), non sono in grado di processare le informazioni e quindi di prezzare l’emittente.

(b) *Le peculiarità delle IPO italiane*

Rispetto all’IPO statunitense, il cui mercato è stato la “culla” del metodo del *bookbuilding*, la IPO italiana, che ha importato questo meccanismo di determinazione del prezzo adattandolo al sistema nazionale, si caratterizza soprattutto per due elementi. Il primo elemento è che l’IPO italiana è strutturata in due offerte sostanzialmente autonome. L’una è quella pubblica destinata al pubblico degli investitori al dettaglio e disciplinata dal TUF (artt. 93-bis e ss). L’altra è l’offerta destinata agli investitori istituzionali (professionali), svolta tipicamente nell’ambito della disciplina americana della *Regulation S* e, se sono coinvolti investitori istituzionali statunitensi, anche nell’ambito della *Rule 144A*. Questa offerta è sostanzialmente estranea alla disciplina del TUF¹⁴. Le due offerte sono parte di un’offerta globale unica, gestita da un *global coordinator* (assistito da uno o più *joint global coordinator*); esse sono legate, a livello di disciplina, solo da norme di trasparenza (artt. 34-sexies e 13, comma 2, Regolamento Emittenti, RE)¹⁵. Il prospetto informativo prevede in genere che circa il 75% delle azioni siano offerte nell’ambito del collocamento istituzionale (ciò proprio al fine di valorizzare il ruolo del *bookbuilding* quale sistema di rivelazione di

Financial Economics, 343; Cornelli-Goldreich, 2003, *Bookbuilding: How Informative is the Order Book?*, in *Journal of Finance*, 1415.

¹⁴ Sulla Regulation S Rule 144A, v. Steinberg-Lansdale Jr., 1995, *Regulation S and Rule 144A: creating a workable Fiction in an Expanding Global Securities Market*, in *International Law*, 43 ; Sjostrom Jr., 2008, *The Birth of Rule 144A Equity Offerings*, in *University of California at Los Angeles Law Review*, 409.

¹⁵ L’offerta globale è estranea alla disciplina dell’offerta degli artt. 93-bis e ss TUF ma, riteniamo, soggetta agli artt. 21 e ss del TUF.

informazioni sul valore dell'emittente) e un 25% circa delle azioni assegnate al pubblico al dettaglio al fine di consentire la sufficiente diffusione tra il pubblico funzionale all'inizio delle negoziazioni (definitiva ammissione)¹⁶.

Il secondo elemento è la differente posizione degli investitori al dettaglio e di quelli istituzionali in relazione al tipo di ordini espressi e alla parità di trattamento nella allocazione delle azioni. Infatti, gli investitori che aderiscono all'offerta pubblica esprimono ordini irrevocabili nell'ambito di una forchetta di prezzo comunicata prima dell'inizio dell'offerta che fissa un prezzo minimo ed un prezzo massimo di adesione, mentre – come si è detto – gli investitori istituzionali presentano delle semplici manifestazioni d'interesse. L'irrevocabilità dell'adesione all'offerta (accettazione dell'offerta) era stabilito dall'art. 6, secondo comma, della l. 149/1992 nell'ambito di offerte che allora erano a prezzo fisso, ossia stabilito fin dall'inizio dell'offerta. Con il passaggio al sistema di offerta con *open price* e determinazione del prezzo tramite *bookbuilding* alla fine dell'offerta attorno alla metà degli anni '90¹⁷, l'irrevocabilità dell'accettazione rimaneva prassi nell'ambito della forchetta di prezzo e sul punto il legislatore non interveniva più, rimettendo evidentemente la materia alla libertà negoziale¹⁸. La parità di trattamento nella allocazione delle azioni fra gli investitori al dettaglio è garantita, nella pratica, sulla base di meccanismi di razionamento tramite (svariati) criteri di riparto obiettivi e non-discriminatori (art. 34-*quinquies*, quinto comma, RE).

¹⁶ Questi sono dati medi sui quali v. Boreiko-Lombardo, *supra* ???. Intenzionalmente, non ci soffermiamo su possibili percentuali fissate dal Regolamento di Borsa Italiana per i diversi segmenti nei diversi anni.

¹⁷ L'evoluzione delle tecniche di determinazione del prezzo nell'ambito di una forchetta di prezzo più o meno vincolanti che hanno portato al superamento dell'offerta a prezzo fisso e alla sostanziale affermazione della forchetta di prezzo con prezzo massimo vincolante, è brevemente descritta con vari esempi da Dalle Vedove-Giudici-Paleari, 2005, *The evolution of Initial Public Offerings in Italy*, in *BlitNOTES*, working paper Borsa Italiana, 19.

¹⁸ Sul punto v. Consob, novembre 1998, *Nota tecnica in materia di sollecitazione all'investimento* (§7.4.3).

Di contro, anche nell'IPO italiana gli investitori istituzionali esprimono semplici manifestazioni di interesse, in quanto si tratta di un'offerta privata, solitamente regolata dal diritto straniero. Ad essi, inoltre, non viene garantita la parità di trattamento nella allocazione delle azioni: il *bookrunner* mantiene la massima discrezionalità nella allocazione delle azioni, che esso determina sulla base della *qualità* e *quantità* delle manifestazioni di interesse espresse dai singoli investitori istituzionali e concentrate nel libro ordini.

(c) *La fissazione del prezzo di offerta*

Dati i due elementi caratteristici del sistema nazionale di IPO, la fissazione del prezzo di collocamento nell'ambito della forchetta di prezzo, nonché della quantità finale di azioni offerte, impone al consorzio (*rectius*, ai consorzi di collocamento al dettaglio e di collocamento istituzionale), che normalmente opera tramite assunzione a fermo oppure tramite garanzia, di trovare un equilibrio fra le due offerte in termini di eccesso o penuria di adesioni (*over/undersubscription*) nonché di minimizzare il rischio di rimanere con azioni invendute. L'equilibrio fra le due offerte in termini di prezzo di collocamento e quantità offerta finale viene assicurato tramite le clausole di *claw back*, tipiche delle offerte italiane¹⁹. Esse consentono al *global coordinator* che coordina i due consorzi e le

¹⁹ Le clausole di *claw back* sono naturali in un sistema come quello italiano basato formalmente su due offerte distinte e separate poiché consentono di trasferire azioni da un'offerta all'altra in caso di necessità al fine di portare in equilibrio l'offerta globale nel suo complesso. In ordinamenti che non conoscono una duplicazione dell'offerta come quello statunitense, le clausole di *claw back* non sono necessarie al fine di equilibrare domanda e offerta complessive che si esprimono appunto in un'unica offerta. La formulazione delle clausole di *claw back* pur possibile di variazioni nei prospetti fa comunque esplicito riferimento alla possibilità di far confluire azioni da un'offerta all'altra. Così ad esempio nel caso SARAS, 302 "Nel caso in cui le accettazioni pervenute per l'Offerta Pubblica fossero inferiori al numero minimo di Azioni destinate alla stessa, le rimanenti Azioni potranno confluire nella quota destinata al Collocamento Istituzionale e viceversa a condizione che la domanda generata nelle rispettive offerte sia in grado di assorbire tali Azioni".

due offerte di spostare *ex post* le azioni fra le due offerte per trovare la soluzione di equilibrio (quantità e prezzo finali) fra domande e offerte complessive²⁰.

Il prezzo finale di offerta (nonché la quantità finale) viene stabilito dai proponenti (emittente e/o azionisti venditori), solitamente – ma non sempre – d’intesa con il *global coordinator* o i *joint global coordinators*²¹. Questi ultimi hanno a disposizione l’*orderbook* (manifestazioni di interesse, ordini revocabili) degli investitori istituzionali, l’*orderbook* (ordini irrevocabili) degli investitori al dettaglio, come pure l’informazione proveniente dal mercato grigio (*grey market*) che si sviluppa durante l’offerta (già in fase di *bookbuilding*)²².

(d) *Gli incentivi economici*

La determinazione del prezzo finale di collocamento (nonché della quantità finale di azioni anche considerando l’*overallotment* a fini stabilizzatori)²³, presenta interessanti spunti di riflessione per qualificare il sistema di incentivi economici dei diversi soggetti il cui comportamento l’ordinamento tenta di disciplinare. Idealmente, una IPO dovrebbe pervenire ad un *underpricing* medio attorno al 5-10%, considerato come “normale” dal mercato²⁴. In relazione a questo risultato “sperato” è possibile scomporre gli interessi dei singoli soggetti coinvolti. Quanto ai consorzi di collocamento (*retail* e istituzionale), essi hanno l’obiettivo di massimizzare le commissioni dell’operazione che sono direttamente collegate all’importo del prezzo di collocamento (nonché alla quantità di azioni offerte). Il prezzo tuttavia non può essere fissato in modo elevato poiché questo

²⁰ Sulle clausole di *claw back*, v. Boreiko-Lombardo, *supra* ??.

²¹ È noto che l’art. 93-bis, primo comma, lett. e), TUF contiene la nozione di responsabile del collocamento che agisce generalmente nell’ambito della offerta pubblica.

²² Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il mercato grigio delle IPO è inesistente per limiti regolamentari. Per l’Italia il mercato grigio per le IPO si sviluppa nel mercato di Londra, come dai resoconti della stampa economica specializzata. V. Lombardo, *supra* ??, 136.

²³ Su stabilizzazione e *overallotment*, v. diffusamente Lombardo, *supra* ??.

²⁴ Sottolineiamo che questo valore è del tutto indicativo e di massima. V. per una panoramica più accurata ad esempio Ferretti, 2009, *Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle IPO italiane*, in *Analisi Finanziaria*, 5.

ridurrebbe l'incentivo all'acquisto di quegli investitori (tipicamente istituzionali) che sono in grado di valutare le informazioni contenute nel prospetto e, perciò, di valutare propriamente l'emittente. Anche aspetti reputazionali possono giocare contro una fissazione aggressiva del prezzo che termini in *overpricing* (quindi una perdita di valore rispetto al prezzo di collocamento). Innanzi tutto, il mercato potrebbe ritenere non professionalmente capace un *global coordinator* le cui IPO terminino costantemente in *overpricing*. L'intermediario potrebbe di conseguenza perdere quote di mercato nel remunerativo mercato delle IPO. Inoltre, le banche collocatrici, che possono o meno appartenere ad un gruppo bancario che esprime anche il (*joint*) *global coordinator*, hanno l'incentivo a non pregiudicare il rapporto con i clienti al dettaglio, che rischierebbe di essere vulnerato da un suggerimento d'investimento che termini in un *overpricing*.

L'emittente, in caso di o.p.s.²⁵, ha l'interesse alla massimizzazione degli introiti derivanti dalla operazione di quotazione (in termini di combinazione prezzo-quantità) nonché di presentarsi come un emittente che ha saputo "guadagnare la fiducia" del mercato mobiliare. In caso di *underpricing*, gli investitori che hanno sottoscritto titoli in IPO potranno contare su una remunerazione dell'investimento e sulla consapevolezza di aver conferito risorse finanziarie ad una società che (sperabilmente) le saprà utilizzare per finanziare la propria attività. In caso di *overpricing*, la delusione causata potrebbe essere temperata dalla consapevolezza che le risorse finanziarie pervenute con l'IPO sono pur sempre nella disponibilità della società. Più complesso è il caso dell'o.p.v. Qui gli azionisti venditori hanno senz'altro l'incentivo a massimizzare gli

²⁵ Si tralascia in questa sede la questione, pur interessante, della esclusione del diritto di opzione e della determinazione del prezzo tramite *bookbuilding* sulla base del patrimonio netto ex art. 2441, sesto comma, risolto nella prassi con una delibera assembleare che fissa un (sovra)prezzo minimo di collocamento in base al patrimonio netto e delega il Consiglio di amministrazione alla sua esatta determinazione tramite forchetta di prezzo e *bookbuilding*. Su queste problematiche, v. Mucciarelli-Spolidoro, 1986, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Rivista delle Società*, 31; Bazzano, 2003, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Rivista delle Società*, 1074.

introiti dell'operazione al fine di monetizzare l'investimento, spingendo verso un'aggressiva determinazione del prezzo di vendita. Qualche temperamento a questo naturale atteggiamento da venditore può derivare da considerazioni reputazionali. In un mercato in cui la maggior parte delle società ha un socio di controllo ben individuato, spesso legato ad una famiglia²⁶, un'eccessiva aggressività potrebbe ledere il "buon nome di famiglia" di fronte al mercato; questa lesione potrebbe a sua volta riverberarsi sulla società emittente, nel caso in cui questa dovesse autonomamente rivolgersi al mercato, in una fase successiva, con un aumento di capitale o un'emissione obbligazionaria.

Per quanto riguarda gli investitori, in un'analisi focalizzata sul piano degli incentivi occorre distinguere tra quelli istituzionali e quelli al dettaglio. È plausibile l'ipotesi che gli investitori istituzionali, data la necessità di diversificazione di portafoglio, tendano a considerare come continua la loro operatività sul mercato delle IPO e, perciò, non tanto a massimizzare il ritorno sull'investimento in una sola IPO quanto a massimizzare il ritorno su investimenti in molte IPO. In effetti, la letteratura scientifica economica ha elaborato modelli di "gioco ripetuto" tra investitore istituzionale e *global coordinator*, in cui si compensano le perdite in una IPO con i guadagni in un'altra²⁷. Tali considerazioni sono state riprese anche dalla stampa²⁸. Per quanto riguarda l'investitore al dettaglio, esso è il piccolo investitore-consumatore al quale viene direttamente proposto l'investimento in una IPO dalla banca collocatrice, o il cui interesse viene sollecitato tramite tecniche pubblicitarie (art. 34-*octies* RE). Il suo obiettivo è, generalmente, quello di partecipare alla operazione di IPO nella speranza di cogliere un prezzo di vantaggio nella singola operazione o, ma come ipotesi di lavoro forse più ardua da argomentare, in una serie di operazioni di IPO. L'ordinamento assume la sua capacità di recepire ed

²⁶ Su questo punto, v. Rigamonti, 2007, *Evolution of ownership and control in Italian IPO firms*, in *BlitNOTES*, working paper Borsa Italiana spa.

²⁷ V. Benveniste-Busaba-Wilhelm Jr., 2002, *Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets*, in *Journal of Financial Intermediation*, 61.

²⁸ Si veda ad esempio quanto riportato dal Sole 24 ore nella quotazione Marazzi, riportato in Onado, *supra* ??, 221.

elaborare le informazioni contenute nel prospetto ai fini di una corretta valutazione dell'emittente, quando impone la parità di trattamento nell'accesso alle informazioni (art. 34-*sexties* RE), anche se poi la decisione di investimento è subordinata al controllo di appropriatezza da parte dell'intermediario²⁹. Tuttavia, tale capacità non è creduta dal mercato, visto che la determinazione del prezzo nell'ambito del *bookbuilding* è affidata alle manifestazioni di interesse (per *qualità* e *quantità*, come specificato dai prospetti italiani) degli investitori istituzionali.

La struttura del sistema di IPO italiano con determinazione del prezzo tramite *bookbuilding* e sistema degli ordini e di allocazione differenziato fra investitori istituzionali e *retail* crea un pericolo. Se la domanda degli investitori istituzionali risulta carente, magari a causa della revoca delle proposte, il consorzio di collocamento può decidere comunque di fissare il prezzo ad un livello eccessivo rispetto alle reali condizioni dell'*orderbook*, spostando le azioni sugli investitori al dettaglio che esprimono ordini irrevocabili e sono, dunque, costretti a comperare le azioni. Già la Consob esprimeva alcune preoccupazioni in merito, in una nota del 1998³⁰. Come si è visto, questo pericolo è probabilmente superiore nelle o.p.v. rispetto alle o.p.s.

²⁹ V. Infra, Sezione 4

³⁰ V. Consob, *Nota tecnica in materia di sollecitazione all'investimento, supra ??*, (§ 4.4.4) *"Per quanto riguarda i profili rilevanti per il pubblico si evidenzia che, se da un lato appare indubitabile che l'effettuazione del pricing anche sulla base della domanda retail comporti quale positiva conseguenza un maggiore avvicinamento tra prezzo di offerta dei titoli e relativo valore di mercato, dall'altro si pone il problema dell'opportunità di individuare - all'interno della procedura in questione - dei meccanismi di tutela del pubblico dai rischi inevitabilmente connessi alla stessa.*

In particolare, a fronte della sicura riduzione degli elementi che il retail ha a disposizione per poter assumere l'eventuale decisione di investimento, occorre attentamente valutare, nelle operazioni strutturate con il sistema dell'open price, anche il rischio di una possibile "overallocation" ... nel caso in cui l'offerta non risulti "gradita" agli investitori istituzionali partecipanti al bookbuilding, con la ulteriore conseguenza di consentire il collocamento di titoli presso il pubblico a prezzi presumibilmente superiori al valore di mercato degli stessi. ...

2 Il caso SARAS

(a) La vicenda

A quanto consta, la quotazione della SARAS nel 2006 è l'unico caso italiano che ha avuto uno strascico giudiziario, in sede penale. Il procedimento si è tuttavia concluso con una richiesta di archiviazione da parte del PM, poi confermata dal GIP. Il caso SARAS non riguarda lo scarico sugli investitori al dettaglio, ma è interessante perché mostra come il processo che porta all'individuazione del prezzo finale sia tutt'altro che scevro da interferenze e condizionamenti.

SARAS fu ammessa alla quotazione il 18 aprile 2006³¹. L'offerta globale si svolse dal 26 aprile al 12 maggio 2006 mentre l'inizio delle negoziazioni si ebbe il 18 maggio 2006. L'offerta globale di 345.000.000 milioni di azioni consisteva in una offerta pubblica

Tutto ciò premesso, fermo restando che l'utilizzo della procedura di open price possa essere consentito con esclusivo riferimento alle offerte di titoli quotati nonché alle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, potrebbe essere adottata una delle seguenti due impostazioni:

A) non regolamentare la materia, lasciando pertanto agli operatori la possibilità di scegliere liberamente le modalità di determinazione del prezzo, ferma restando la necessità di indicare, prima dell'inizio dell'offerta, il prezzo massimo La circostanza che in tale ipotesi possano presentarsi i sopra descritti rischi di overallocation induce a prendere in considerazione la seconda impostazione.

B) condizionare l'adozione della procedura di open price alla fissazione di un quantitativo massimo dell'offerta al pubblico (ovviamente diverso da quello dell'offerta globale).

Peraltro, si ritiene altresì importante assicurare - per quanto possibile - la trasparenza circa gli esiti delle operazioni di bookbuilding, richiedendo la comunicazione al pubblico dei risultati complessivi del collocamento privato (accettazioni ed assegnazioni) e del quantitativo di titoli eventualmente sottoscritto dal consorzio di garanzia (cfr. par. 7.4.6)."

³¹ La descrizione viene effettuata sulla base del prospetto informativo e della scheda IPO presente sotto il sito di Borsa Italiana, nonché delle conclusioni del GIP di Milano in data 5 maggio 2011 delle quali si è entrati in possesso.

di vendita 285.000.000 milioni di azioni e di una offerta pubblica di sottoscrizione di 60.000.000 di azioni (più 35.000.000 di azioni per la opzione di sovrallocazione coperta da una opzione *greenshoe* di 35.000.000 di azioni entrambe messe a disposizione dagli azionisti venditori)³². Agli istituzionali era riservato l'80% dell'offerta (276.000.000 milioni di azioni) mentre agli investitori al dettaglio il 20% (69.000.000 di azioni). L'intervallo di prezzo fu stabilito nella forchetta tra €5,25 e € 6,5. Il prezzo finale di collocamento fu fissato a €6 per azione. Furono assegnate 380.000.000 di azioni: 69.000.000 di azioni al pubblico *retail* mentre 311.000.000 di azioni – comprendenti anche la sovrallocazione di 35.000.000 di azioni – andarono agli investitori istituzionali. Il primo giorno di quotazione l'azione SARAS segnò un *overpricing* (quindi una perdita di valore rispetto al prezzo di collocamento) di circa il 13%.

(b) *I reati di manipolazione del mercato e di falso in prospetto alla luce della vicenda Saras*

Il caso SARAS non presenta una scarico al *retail* di azioni, poiché agli investitori al dettaglio fu assegnata la quota prevista ex ante di 69.000.000 di azioni. Il caso è tuttavia interessante perché le vicende dell'IPO sono state sottoposte al vaglio del giudice penale. In particolare, dato che la direttiva *market abuse* ha esteso il suo ambito di applicazione anche agli strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni (art. 9 MAD e art. 182, secondo comma, TUF), i possibili reati oggetto di indagine da parte del pubblico ministero sono stati quello di manipolazione del mercato a norma dell'art. 185 TUF e quello di falso in prospetto ex art. 173-*bis* TUF (oltreché artt. 81 e 110 c.p.). Le due ipotesi di reato si riferiscono nella sostanza a comportamenti tenuti in sede di elaborazione del prospetto e in sede di

³² Secondo il Regolamento (CE) 2273/2003 la sovrallocazione delle azioni al fine della stabilizzazione prevede tramite un prestito di azioni di poter collocare più azioni di quelle previste. Essa è coperta tramite una opzione di *greenshoe*, ossia una opzione di acquisto titoli da parte degli azionisti venditori o della società, che viene esercitata in caso di *underpricing*. In caso di *overpricing* invece il soggetto stabilizzatore acquisterà azioni sul mercato al fine di restituire le azioni. Più diffusamente v. Lombardo, *supra* ??.

determinazione del prezzo in base al *bookbuilding*. Il procedimento penale si è chiuso poiché non si è riusciti ad identificare con certezza l'elemento del dolo e a distinguere le responsabilità personali tra i soggetti coinvolti. Il pubblico ministero accenna peraltro alla possibilità che gli investitori possano trovare tutela in sede civile.

La manipolazione del mercato e il falso in prospetto possono attenersi già la fase di determinazione della forchetta del prezzo, nel caso in cui, nella fase di c.d. *premarketing*, il coordinatore diffonda notizie o comunque alteri la dinamica dei rapporti informali con gli investitori istituzionali che sono tipici del *pre-marketing*. Tale fase è coperta dall'art. 34-*decies* lett. a) RE, il quale dispone che, prima della pubblicazione del prospetto, l'offerente, l'emittente e il responsabile del collocamento possono procedere, direttamente o indirettamente, alla diffusione di notizie, allo svolgimento di indagini di mercato e alla raccolta di intenzioni di acquisto attinenti all'offerta al pubblico purché le informazioni diffuse siano coerenti con quelle contenute nel prospetto³³.

Usualmente in Italia la forchetta di prezzo (ed in particolare il prezzo massimo di offerta) viene pubblicata insieme al prospetto informativo o alcuni giorni prima dell'inizio periodo di offerta tramite un supplemento al prospetto^{34,35}. Il falso in prospetto si può

³³ La norma trova la sua origine nell'art. 6, secondo comma, del dl 332/1994 che introduceva un settimo comma all'art. 18 della l. 216/1974 "Art. 18- septies. "Prima della pubblicazione del prospetto informativo è consentita la diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato, la raccolta di intenzioni di acquisto o di vendita relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico solo previa autorizzazione della Consob, da concedersi volta per volta secondo i criteri generali da essa predeterminati. La violazione delle disposizioni del presente articolo è punita con la sanzione amministrativa da due milioni a quaranta milioni di lire". Secondo Dello Iacono, 1998, *I consorzi di collocamento e garanzia dei titoli azionari*, in *CERADI working paper*, 25, l'articolo fu introdotto per facilitare l'attività di *premarketing*, funzionale alla migliore riuscita delle operazioni di privatizzazione delle imprese pubbliche.

³⁴ Con il recepimento della direttiva prospetto sarebbe possibile anche avere il caso della pubblicazione del prospetto informativo e dell'inizio dell'offerta senza la determinazione della forchetta di prezzo (ed in particolare del prezzo massimo) (art. 7, primo comma, RE). Questa potrebbe essere comunicata tramite un supplemento al prospetto. In questo caso, tuttavia, l'art. 8 della direttiva prospetto (art. 95-*bis* TUF) prevede che l'accettazione

dunque concretizzare nella dichiarazione, non vera, che la forchetta di prezzo e, in particolare, il prezzo massimo riflettono le informazioni raccolte dal *global coordinator* durante la fase di *pre-marketing*. Se accompagnata dallo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto (si pensi all'azionista venditore che ricava un prezzo artificialmente elevato) e dal dolo specifico di ingannare i destinatari del prospetto, una simile dichiarazione potrebbe concretizzare il reato di cui all'art. 173-bis TUF (falso in prospetto)³⁶.

Naturalmente, la manipolazione di mercato può anche riguardare la fase di *bookbuilding* propedeutica alla determinazione del prezzo di collocamento all'interno della forchetta di prezzo. E' quanto si sospettava potesse essere accaduto nel caso SARAS, con il *global coordinator* che modifica il naturale svolgimento del meccanismo del *bookbuilding* e quindi la naturale formazione del prezzo, influenzando le manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali. Per esempio, il *global coordinator* (o altri membri del consorzio istituzionale) può esagerare l'andamento del libro ordini, rappresentando selettivamente ad alcuni investitori istituzionali un andamento particolarmente positivo per indurli ad esprimerne di propri in linea con questa (falsa) corrente³⁷. Si tratta di una fattispecie manipolativa, di cui si interessa anche l'art. 34-sexies RE, che specifica che i soggetti collocatori (art. 95, secondo comma, TUF) si astengono dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o *idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni*³⁸. La norma in questione fissa principi di

dell'acquisto o della sottoscrizione sia revocabile da parte degli investitori, garantendo quindi a questi un'ancora di salvataggio nel caso in cui ritengano, se in grado di comprenderlo e di valutarlo, il prezzo di offerta eccessivo.

³⁵ Si tralascia qui la tematica della efficacia dei contratti fuori sede a norma dell'art. 30, sesto comma del TUF, della revoca ex art. 95-bis, secondo comma del TUF, nonché dell'art. 67-duodeces del Codice del Consumo sulla commercializzazione a distanza (*online*).

³⁶ V. l'argomentazione poco sotto nel testo.

³⁷ Si veda quanto riportato da Onado, *supra* ??, 224.

³⁸ Inoltre, in questo caso dato che l'esagerazione sul reale stato del *book* viene selettivamente praticato verso (taluni) investitori istituzionali si può ipotizzare una violazione e quindi una responsabilità ex art. 1337 cc nonché, riteniamo anche ex art. 21 TU.

correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'*offerta al pubblico* (quindi letteralmente della offerta *retail*) ma il suo ambito di applicazione per quanto riguarda la qualità e quantità del flusso informativo coinvolge allo stesso modo investitori istituzionali e *retail* nell'ambito del *continuum* tra disciplina prospetto e disciplina MAD ³⁹.

3 La fissazione del prezzo e il *bookbuilding*: profili civilistici

(a) *L'interferenza del bookrunner con l'andamento delle adesioni agli ordini*

Occorre ora domandarsi quali siano i profili civilistici delle questioni sin qui affrontate. La prima ipotesi riguarda l'interferenza del *bookrunner* con l'andamento delle adesioni agli ordini, secondo l'ipotesi prospettata nel caso SARAS. Naturalmente l'investitore istituzionale che fosse indotto a formulare una proposta, sia pur revocabile, di sottoscrizione o acquisto sulla base di informazioni inesatte relative all'andamento degli ordini potrebbe agire contro il *bookrunner* per dolo o per responsabilità precontrattuale. La violazione delle regole in tema di abuso di mercato, infatti, sul piano civilistico si concretizzerebbe, per quell'investitore, in un'informazione inesatta nella fase di formulazione della manifestazione d'interesse prima, dell'eventuale conclusione del contratto poi (oltre a costituire una violazione degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza di cui all'art. 21 TUF). Il tema, tuttavia, oltre a non presentare novità scientifiche degne di rilievo, ha probabilmente poca rilevanza pratica, anche perché i contratti tra gli investitori professionali e il consorzio di collocamento sono di solito regolati dal diritto straniero e sottoposti alla giurisdizione estera.

³⁹ Si potrebbe identificare la fattispecie descritta con il rilascio di informazioni materiali che dovrebbe essere oggetto di pubblicazione tramite un supplemento al prospetto (art. 34-*sexies*, terzo comma), che contenga informazioni relative all'andamento dell'*orderbook* funzionali alla decisione di investimento. Ma in questo caso è chiaro che data la natura tendenziosa delle informazioni (esse sono false in quanto non rappresentano il reale stato del libro ordini) queste non saranno intenzionalmente comunicate all'intero mercato tramite un supplemento al prospetto, proprio poiché tacciabili del reato di falso in prospetto ex art. 173-*bis*.

(b) *La tutela degli investitori retail*

Molto più interessante, invece, è la questione relativa alla possibilità che gli altri investitori (in particolare, quelli *retail*) possano lamentare una irregolare formazione del libro degli ordini e dedurre, da essa, una qualche responsabilità civile del *bookrunner*. Si tratta della questione che è stata sostanzialmente lasciata in sospeso dal caso Saras.

Altra questione, strettamente collegata, è quella relativa alla decisione di chi ha il potere di fissare il prezzo di discostarsi volontariamente dalle indicazioni del libro degli ordini e, quindi, in ultima analisi, quella relativa al valore del *bookbuilding* nella formazione del prezzo di offerta.

(i) *Il procedimento di fissazione del prezzo*

E' opportuno ripercorrere il procedimento negoziale adottato in sede di offerta al pubblico. L'art. 95-*bis* TUF, che recepisce l'art. 8 direttiva prospetto, prevede che, nel caso in cui non siano indicate "le condizioni o i criteri in base ai quali il prezzo di offerta definitivo e la quantità dei prodotti da offrirsi al pubblico sono determinati o, nel caso del prezzo, il prezzo massimo", l'accettazione dell'acquisto o della sottoscrizione possa essere revocata. Dunque, i prospetti prevedono sempre il prezzo massimo e l'irrevocabilità delle adesioni degli investitori al dettaglio. Tale irrevocabilità è consentita anche in caso di offerta fuori sede, in forza di quanto disposto dall'art. 30, ottavo comma, TUF. Con il meccanismo dell'*open price*, pertanto, l'investitore al dettaglio non sa davvero qual è il prezzo dell'acquisto o della sottoscrizione, perché tale prezzo è individuato in un momento successivo. La misura della correttezza del prezzo è data dai primi giorni di negoziazione e dall'esistenza o meno di un leggero *underpricing* e quindi, simmetricamente, dall'assenza di un plateale *overpricing*.

In alcuni casi il prezzo è fissato congiuntamente dall'emittente o dal venditore e dai responsabili del collocamento, sempre nell'ambito della forchetta di prezzo fissata per raccogliere le manifestazioni d'interesse degli investitori istituzionali. In altri casi, il prospetto afferma che il prezzo di offerta è fissato unilateralmente dall'emittente o dal venditore, "sentiti i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita, al termine del Periodo di

Offerta” (così il Prospetto Ferragamo, 540). In realtà, l'emittente o il venditore, a parte quanto enuncia il prospetto, non hanno mai un pieno potere di fissare unilateralmente il prezzo, ma debbono sempre trovare il consenso dei coordinatori. Questo perché nei prospetti è usuale la clausola secondo cui, in caso di non condivisione del prezzo da parte dei coordinatori, questi possono far deragliare l'offerta istituzionale e, dunque, l'intera operazione⁴⁰.

La fissazione del prezzo di offerta tiene conto, secondo la formula normalmente usata nei prospetti, “tra l'altro, delle condizioni del mercato mobiliare domestico ed internazionale, della quantità e qualità delle manifestazioni di interesse ricevute dagli Investitori Istituzionali, della quantità della domanda ricevuta nell'ambito dell'Offerta Pubblica”⁴¹. Come si è detto, l'elemento principale nella fissazione del prezzo (tolte le contingenti condizioni del mercato) è l'andamento del *bookbuilding*, ossia la raccolta di un “libro” delle manifestazioni d'interesse curata dal coordinatore, che poi ne analizza la quantità e qualità.

(ii) La fissazione del prezzo nelle IPO italiane e la disciplina dell'arbitraggio

La qualificazione civilistica della procedura non è agevole. La fissazione del prezzo in un momento successivo alla raccolta delle adesioni irrevocabili configura un'ipotesi di arbitraggio (art. 1349 c.c.). La particolarità è che a tale fissazione partecipa una delle parti dello scambio (il venditore o l'emittente), con il supporto di uno o più terzi che però non sono affatto disinteressati, visto che, da un lato, il valore dell'offerta

⁴⁰ Nel recente prospetto Ferragamo, per esempio, la fissazione del prezzo viene attribuita ai venditori, sentiti i coordinatori. Tuttavia, nel prospetto si legge anche (a p. 544) che “La Società e l'Azionista Venditore, da una parte, e i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita dall'altra, potranno non addivenire alla stipula del Contratto Istituzionale nel caso in cui non si raggiunga un livello adeguato in merito alla quantità e qualità della domanda da parte degli Investitori Istituzionali, secondo la prevalente prassi di mercato in analoghe operazioni, ovvero non si raggiunga l'accordo sul Prezzo di Offerta”.

⁴¹ Così sempre il Prospetto Ferragamo (540), ove si legge la clausola tipica di tutti i prospetti italiani.

determina il loro guadagno e, dall'altro, spesso offrono la garanzia sul collocamento o hanno effettuato la preventiva presa a fermo. Questi terzi conducono una raccolta di manifestazioni d'interesse centrale per il procedimento di *price-discovery*. Quindi, essi curano una procedura di raccolta e analisi delle informazioni provenienti da altri terzi, gli investitori istituzionali, che sono tendenzialmente disinteressati, ma che, partecipando a un gioco ripetuto (quello delle IPO), tendono a creare meccanismi di cooperazione con i *bookrunners*, aiutandoli nelle IPO meno fortunate e attendendosi una ricompensa in quelle più lucrose.

Al momento finale, quello della fissazione del prezzo, deve applicarsi lo schema previsto dall'art. 1349 c.c. La disposizione prevede che, quando le parti si sono rimesse all'equo apprezzamento del terzo, essa possano impugnare la sua determinazione nel caso in cui sia manifestamente iniqua o erronea (*arbitrum boni viri*). La legge vuole evitare che le parti possano trovare troppo facilmente spunti per rimettere in discussione l'iniziale volontà di attribuire al terzo l'individuazione dell'oggetto del contratto⁴². Quando invece le parti si sono rimesse al mero arbitrio del terzo (*arbitrum merum*) l'impugnazione è consentita solo quando sia possibile provarne la malafede: le parti non hanno vincolato la decisione del terzo ad alcun particolare criterio tecnico, ma si sono interamente affidate alla sua volontà⁴³. La differenza tra le due ipotesi consiste anche nel fatto che nella prima la deliberazione impugnata può essere sostituita dal giudice, mentre nella seconda ciò non può avvenire, perché le parti si sono affidate alla soggettiva scelta dell'incaricato.

Le clausole contenute nei prospetti indicano dei criteri, sia pure ampiamente discrezionali, di determinazione del prezzo cui la parte e i terzi coinvolti debbono conformarsi, primo fra tutti il risultato del *bookbuilding*, il cui ruolo viene non a caso considerato centrale dalla letteratura economica. In particolare, la determinazione del prezzo di collocamento avviene sulla base di una simulazione delle diverse ipotesi di equilibrio in termini di probabile *overpricing/underpricing* fra domanda e offerta, ossia, data la irrevocabilità delle adesioni degli investitori *retail* e della possibilità dello scarico

⁴² V. Cassazione, 30 giugno 2005, n. 13954 in particolare punto 1.1.5.

⁴³ V. Cassazione, 2 febbraio 1999, n. 858.

fra le offerte, in termini di capacità di assorbimento (di nuovo in termini di probabile *overpricing/underpricing*) della quantità offerta ai diversi livelli di prezzo che gli investitori istituzionali hanno proposto nelle loro manifestazioni di interesse⁴⁴. Da questo punto di vista, pertanto, la fattispecie sembra più facilmente suscettibile nell'ipotesi dell'*arbitrium boni viri*, sebbene i terzi non siano indipendenti. Perché sia impugnabile la determinazione del prezzo deve dunque essere manifestamente iniqua o erronea. Ciò presuppone un notevole scostamento dai valori di riferimento⁴⁵. Non è certo facile stabilire quale sia un *overpricing* così elevato da offrire un indizio di manifesta iniquità o erroneità. Naturalmente, la risposta non può essere affidata ad una prospettiva *ex post*: occorre valutare la decisione nel momento in cui essa fu presa, con i dati relativi al libro degli ordini per i diversi livelli di prezzo e quantità, considerando anche la dimensione dello scarico effettuato. Qui sta uno dei momenti più critici della materia, perché il libro degli ordini rimane segreto e i suoi risultati non sono resi noti al mercato⁴⁶. Questo deve comportare, a nostro parere, un'inversione dell'onere della prova⁴⁷. Vale sempre, comunque, la possibilità dell'impugnazione per malafede, che presuppone,

⁴⁴ Non ci risultano studi in termini di modelli teorici microeconomici per il sistema italiano. Per un'analisi teorica in termini di modellistica per il sistema statunitense dove tutti gli investitori esprimono semplici manifestazioni di interesse e dove si considerano più variabili, v. ad esempio Benveniste-Wilhelm Jr., 1990, *A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments*, in *Journal of Financial Economics*, 173; Sherman, 2000, *IPOs and Long-term Relationship: An Advantage of Book Building*, in *Review of Financial Studies*, 697; Sherman-Titman, 2002, *Building the IPO order book: underpricing and participation limits with costly information*, in *Journal of Financial Economics*, 3; Maksimovic-Pichler, 2004, *Structuring the Initial Offering: Who to Sell To and How to Do It*, working paper disponibile presso www.ssrn.com.

⁴⁵ V. Cassazione, 30 dicembre 2004, n. 24183 per un riferimento all'art. 1448 c.c..

⁴⁶ A seguito della comunicazione Consob DEM/1031710 del 27-4-200,1 nei risultati dell'offerta globale da pubblicare al mercato (art. 13 RE ed allegato 1F), le adesioni degli investitori istituzionali riguardano solo quelli relativi al prezzo di assegnazione e non quelle per i diversi livelli di prezzo delle stesse.

⁴⁷ [ESPANDERE]

sostanzialmente, il dolo del coordinatore che abbia deliberatamente ignorato i risultati del *bookbuilding* per favorire l'emittente o il venditore in danno degli aderenti all'offerta pubblica.

Il richiamo, seppur problematico, alla disciplina dell'arbitraggio si fonda sull'assunto che il prezzo massimo non abbia nessun effettivo valore, ma costituisca solo un limite prefissato al potere di determinazione del venditore, dell'emittente e del coordinatore. Chi volesse criticare una simile impostazione potrebbe affermare che è la stessa direttiva prospetti a consentire che l'adesione sia irrevocabile quando il prezzo massimo è fissato, indicando che, normativamente, è quel prezzo a dover essere considerato il valore di riferimento dello scambio; inoltre, potrebbe cercare di sminuire l'importanza del *bookbuilding*, asserendo che si tratta di un parametro di cui l'emittente e il venditore devono, secondo quanto stabilito nei prospetti, semplicemente "tener conto" e, dunque, privo di alcuna vincolatività: chi decide il prezzo potrebbe sempre discostarsene o ignorarli. Una simile posizione, in sostanza, affermerebbe che non si tratta di un effettivo meccanismo di prezzo aperto, ma di un meccanismo di prezzo fisso (il prezzo massimo) soggetto a possibili (anzi sicure) variazioni verso il basso, rimesse ad una delle parti e a terzi e, dunque, non assoggettabili a controllo e impugnazioni.

Critiche del genere, oltre ad essere contrarie al meccanismo negoziale che viene effettivamente prospettato all'aderente (che non è quello di un prezzo soggetto a ribassi, ma di un prezzo aperto sottoposto ad un tetto in alto), dimenticherebbero che il momento di partenza della disciplina degli abusi di mercato coincide con la richiesta di ammissione ad un mercato regolamentato, richiesta che solitamente precede tutte le fasi sin qui descritte⁴⁸. Questo mostra chiaramente che il legislatore comunitario intende proteggere la correttezza del procedimento di *price-discovery*, mettendolo al riparo da abusi. A livello regolamentare ciò trova ulteriore conferma nel più volte richiamato art. 34-*sexies* RE, che vieta la diffusione di notizie idonee a influenzare l'andamento delle adesioni. La norma regolamentare supporta dunque l'interesse del mercato alla regolare individuazione del prezzo nella fase di *bookbuilding*, mostrando che è tale

⁴⁸ [ESPANDERE]

procedimento ad essere rilevante ai fini dell'affidamento degli investitori, non il prezzo massimo indicato in prospetto.

(c) *La cattiva cucitura tra diritto privato e diritto dei mercati finanziari in punto di fissazione del prezzo a seguito di bookbuilding*

La determinazione del prezzo segue il *bookbuilding*, che è una procedura di raccolta e analisi delle manifestazioni d'interesse che compete ai coordinatori. La fase di analisi è propedeutica a quella di fissazione del prezzo ed è ad essa riconducibile. La raccolta, invece, è una fase a sé, organizzata e gestita dai coordinatori, considerata e tutelata dalla legge, la quale intende evitare ogni fenomeno di interferenza artificiale con il meccanismo di *price-discovery*. Se il coordinatore interferisce e modifica quel procedimento, si rende responsabile nei confronti degli aderenti all'offerta pubblica, che nei fatti gli hanno demandato, insieme all'emittente o al venditore, la gestione di una fase cruciale propedeutica alla fissazione del prezzo. Tale responsabilità può essere ricostruita sia come responsabilità da contatto sociale, sia come responsabilità da illecito di abuso di mercato.

Queste conclusioni mostrano però che il diritto dei mercati finanziari e il diritto privato non sono, sul punto, ben cuciti. L'interferenza con il libro degli ordini è un illecito che espone a responsabilità, perché il *bookbuilding* deve essere effettuato senza interferenze con il processo di *price discovery*. Tuttavia, il margine di discrezionalità di chi deve fissare il prezzo è poi sufficientemente ampio e, soprattutto, il regime di impugnazione della determinazione di prezzo affidata al terzo richiede un'erroneità o un'iniquità manifesta. In altre parole, e all'essenza: il sistema tutela in maniera forte la fase propedeutica alla formazione del prezzo; abbandona la presa, invece, al momento della sua concreta fissazione, che rimane aperta all'ampia discrezionalità della parte interessata e dei coordinatori.

In effetti, i rimedi privati sono posti al margine dall'attuale conformazione del sistema dell'*open price*. L'eventuale interferenza sul libro degli ordini da parte dei coordinatori non è conoscibile da parte degli aderenti all'offerta pubblica. Essi non hanno neppure modo di accertare la composizione del libro degli ordini, una volta che

questo si è formato, perché non è resa pubblica⁴⁹. In caso di azione civile, essi non hanno neanche modo di imporre l'esibizione del libro degli ordini (che ovviamente non è un vero e proprio libro, ma un insieme di manifestazioni d'interesse raccolte su strumenti informatici che consentono poi, mediante appositi algoritmi, di individuare un prezzo). Gli investitori che non volessero affidarsi alla semplice inversione dell'onere della prova⁵⁰, dunque, dovrebbero impugnare la determinazione del prezzo "alla cieca", sulla base della semplice misura dell'*overpricing*, senza avere alcuna possibilità di formulare alcun tipo di valutazione circa la dimensione dell'erroneità o iniquità del prezzo fissato, per poi affidarsi a un ordine di esibizione del giudice per accedere al libro degli ordini e, presumibilmente, ottenere una consulenza tecnica d'ufficio. Tutto questo dovrebbe avvenire in un sistema in cui la percorribilità di un'azione di classe sarebbe comunque tutt'altro che agevole⁵¹.

4 Le regole di condotta e organizzazione degli intermediari

(a) I doveri di protezione dei collocatori nelle IPO

Occorre ora chiedersi se la tutela degli investitori al dettaglio possa passare per il rapporto con gli intermediari che procedono alla distribuzione delle azioni sul mercato, che hanno, secondo l'enfatica formula legislativa, l'obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti (art. 21, lett. a, TUF) e di operare in modo che essi siano sempre

⁴⁹ Non è chiaro fino a che punto la specificazione della Comunicazione Consob DEM/1031710 (*supra* ??) valga non solo per il risultato dell'offerta globale da presentare al mercato entro 5 giorni lavorativi (art. 13, secondo comma RE) ma anche per le informazioni da fornire alla Consob sulla base dell'allegato 1F RE previste dall'art. 13, quarto comma, RE. Quindi anche Consob potrebbe essere sfornita dei dati relativi alle adesioni degli istituzionali per i diversi livelli di prezzo.

⁵⁰ *Supra*, ??

⁵¹ Occorre poi domandarsi come questa materia si ponga rispetto alla disciplina delle clausole vessatorie di cui al codice del consumo e all'art. 1341 c.c. Anche sul punto non esiste, a quanto ci consta, letteratura. [...].

adeguatamente informati (lett. b). Gli investitori al dettaglio, infatti, non possono sottoscrivere o acquistare azioni senza l'intervento di un intermediario che offra il servizio di collocamento dei titoli o di ricezione e trasmissione di ordini. La protezione dell'interesse del cliente si attua attraverso gli obblighi di informazione preventiva circa gli strumenti finanziari offerti (oltre al citato art. 21, v. anche l'art. 31 Reg. intermediari, RI) e il controllo di appropriatezza cui è tenuto l'intermediario (salvo che non rilasci raccomandazioni personalizzate relative allo strumento finanziario, nel qual caso, ovviamente, sarebbe anche tenuto al controllo di adeguatezza). Tale controllo è ineludibile, perché se le azioni non sono ancora negoziate in un mercato, non è possibile ricorrere alla mera esecuzione o ricezione di ordini (cfr. art. 43 RI). Si pone dunque il problema di stabilire quali informazioni debbano i collocatori in concreto fornire e in cosa consista, nelle fattispecie oggetto di questo studio, il controllo di appropriatezza. Tale problema assume caratteri ulteriori quando i coordinatori dell'offerta siano essi stessi, direttamente, i collocatori delle azioni presso la propria clientela.

Con riguardo alle azioni collocate in una procedura di IPO, tra i rischi che il servizio comporta vi è quello relativo al prezzo di sottoscrizione o acquisto, connesso al fatto che tale prezzo è fissato da parti interessate quali il venditore, l'emittente o il coordinatore, che potrebbero non seguire le indicazioni del *bookbuilding*, cioè le indicazioni provenienti dalla quantità e qualità delle manifestazioni d'interesse degli investitori istituzionali. Di conseguenza, gli intermediari debbono avvertire i clienti, ai sensi dell'art. 21 TUF e dell'art. 31 RI, che, in ragione di tale discrezionalità dell'emittente o del venditore, è possibile che gli investitori istituzionali ritirino le manifestazioni d'interesse e che gli investitori al dettaglio si trovino a sottoscrivere o acquistare azioni che sono, per gli investitori riconosciuti come gli unici in grado di apprezzare correttamente i titoli, sovrastimate. Non ci risulta che una simile avvertenza sia al momento fornita agli investitori. Senza di essa, non soltanto il cliente è privo di adeguate informazioni sull'investimento che sta effettuando, ma lo stesso controllo di appropriatezza è pregiudicato, perché non è possibile verificare se il cliente ha consapevolezza del rischio che assume.

Occorre chiedersi che effetti produce l'avvertenza. Essa serve ad eliminare la responsabilità del collocatore o del ricettore di ordini, ma non basta ad eliminare l'eventuale responsabilità di chi concorre a fissare in malafede il prezzo, che è una responsabilità legata alla corretta, equa determinazione dell'oggetto del contratto. Dunque, l'assenza di avvertenza apre lo spazio, per il cliente, per agire contro l'intermediario collocatore o ricettore di ordini, non già sul piano della non corretta esecuzione del contratto (di investimento), ma sul piano della non corretta informazione prima della stipula del contratto afferente il servizio d'investimento (di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini). Naturalmente, i due piani si cuciono quando il collocatore è anche, secondo quanto indicato nel prospetto, coordinatore dell'offerta.

Giunti a queste conclusioni, il giudizio sulla pratica di scaricare sugli investitori le azioni delle offerte in cui gli investitori istituzionali hanno abbandonato le manifestazioni d'interesse, non confermandole, risulta piuttosto agevole. Non si tratta di una pratica in sé illecita: i prospetti la menzionano e gli investitori al dettaglio sanno che può realizzarsi. Essa può però segnalare l'esistenza di un'erronea o iniqua determinazione del prezzo di offerta.

(b) Gli intermediari e i conflitti d'interesse

Veniamo ora al tema del conflitto d'interessi. I coordinatori e i collocatori sono in conflitto d'interesse con gli investitori, in quanto più è alto il valore dell'offerta, maggiore è il compenso. Ai sensi dell'art. 21, comma 1-*bis*, TUF, gli intermediari – in primo luogo – debbono identificare i conflitti e gestirli, anche tramite idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti (lett. a). A nostro avviso una prima gestione del rischio di conflitto d'interesse passa per l'adozione di meccanismi negoziali che eliminino quanto più possibile la discrezionalità dell'emittente, del venditore e dei coordinatori nella fissazione del prezzo di offerta, legando tale fissazione in modo più stretto possibile all'andamento del *bookbuilding* e, quindi, rendendo più imparziale il processo di fissazione del prezzo. Infatti, più è ampia la sfera di discrezionalità disponibile al momento di fissare il prezzo, più è vasto lo spazio per il manifestarsi dei conflitti d'interesse.

Anche simili e più stringenti clausole contenute nei contratti di collocamento tra emittenti, venditori e coordinatori del collocamento e riportate nei prospetti, non sarebbero probabilmente in grado di eliminare del tutto ogni spazio di discrezionalità. Quando le misure di prevenzione dei conflitti d'interesse adottate ai sensi della lettera a) dell'art. 21, comma 1-*bis* TUF non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, va in ogni caso rispettata la lett. b) dell'art. 21, comma 1-*bis* TUF, con il conseguente obbligo di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse. L'informazione deve essere tale che il cliente possa assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano: così espressamente l'art. 23 Reg. congiunto Banca d'Italia – Consob, che recepisce l'art. 22(4) direttiva 2006/73/CE. A nostro parere una simile informazione deve esplicitare con chiarezza che il prezzo massimo è un indicatore non significativo, che il prezzo viene fissato in una fase successiva e che alla sua determinazione concorre il coordinatore del collocamento, il quale ha interesse a che il valore dell'offerta sia più alto possibile.

Naturalmente la necessità di simili avvertenze è massima nei casi in cui – come oggi è prassi nel mercato – le clausole contenute nei contratti di collocamento e riportate nei prospetti lascino ampia discrezionalità ai coordinatori, all'emittente e al venditore. Non ci risulta, peraltro, che avvertenze del genere siano oggi fornite ai clienti degli intermediari.

5 Conclusioni

Questo articolo rappresenta un primo contributo al tema della discrezionalità nella determinazione del prezzo e della allocazione delle azioni nelle IPO italiane. Il meccanismo di tali IPO espone gli investitori a comportamenti opportunistici degli emittenti, dei venditori e dei coordinatori, che possono fissare prezzi di offerta troppo elevati sfruttando le clausole di *claw back* e spostando, così, la domanda mancante degli investitori istituzionali sugli investitori *retail*, che si sono ormai irrimediabilmente

vincolati a sottoscrivere o acquistare. Il meccanismo del prezzo aperto individuato dalla parte interessata con la partecipazione di intermediari coordinatori anch'essi interessati è un meccanismo di arbitraggio davvero molto particolare, di fronte al quale l'investitore ha i deboli rimedi offerti dalla disciplina dell'art. 1349 c.c., che mal si attaglia ad una situazione in cui vi è una totale asimmetria di informazioni e l'investitore non ha modo di accertare come si è formato il libro degli ordini, in che misura e con quale diligenza esso è stato considerato dai coordinatori, in quale misura la volontà dell'emittente e dei venditori sia prevalsa sulle indicazioni provenienti dal libro degli ordini. L'investitore è dunque pressoché totalmente esposto alla possibilità di comportamenti opportunistici, contro i quali può solo sperare nell'interesse dei coordinatori a mantenere la reputazione e nei residuali, deboli disincentivi offerti dalle sanzioni penali e amministrative.

Da questa prospettiva il sistema delle sanzioni pubbliche offre in qualche misura una legittimazione di un simile squilibrato ambiente. Chi legge la letteratura economica e la legislazione comunitaria matura la sensazione che il meccanismo di *price-discovery* che si svolge tramite il *bookbuilding* garantisca un alto livello di affidabilità e imparzialità che, in realtà, non esiste. Ciò consente ai collocatori di rassicurare gli investitori che firmano alla cieca quanto al prezzo e senza nessuna capacità di comprendere quale possa effettivamente essere un prezzo "giusto"; essi si possono così affidare ad un meccanismo che è in realtà molto meno oggettivo di quanto non si voglia rappresentare.

Se i rimedi *ex post* non sono sufficienti, tutto si sposta sulle avvertenze *ex ante*, sull'informazione degli investitori. Secondo un'interpretazione rigorosa degli obblighi di controllo di appropriatezza dell'investimento - interpretazione che si rende necessaria, a nostro parere, proprio per la pochezza dei rimedi *ex post* - gli intermediari dovrebbero adeguatamente informare gli investitori dei pericoli insiti nel meccanismo dell'*open price*. Inoltre, una simile rigorosa informazione dovrebbe essere fornita anche alla luce della disciplina sui conflitti d'interesse. Se una simile informazione fosse effettivamente fornita, molti investitori potrebbero maturare maggiori dubbi circa l'effettivo funzionamento del meccanismo dell'*open price* "all'italiana" rispetto a quanto avviene

oggi; e ciò potrebbe spingere gli emittenti, i venditori e i coordinatori a rendere più trasparente il meccanismo d'individuazione del prezzo, riducendo gli spazi di discrezionalità di un meccanismo di arbitraggio davvero molto sbilanciato.