

# ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE

Convegno annuale, febbraio 2026, ROMA

Università di Roma Tre

*Conflicts of Interest and (Retail) Investor Protection in EU IPOs.  
An Analysis of the EU/Italian Regulatory Regime among Prospectus  
Regulation, Market Abuse Regulation and MiFID II/CDR 2017/565*

Stefano Lombardo

Stefano Lombardo  
Libera Università di Bolzano  
ECGI Research Member

- 1. Introduzione e *research question***
- 2. Struttura delle IPO europee e italiane**
- 3. Norme MiFIDII e Reg.Del. 2017/565**
- 4. Conclusioni**

## 1. Introduzione e *research question*

=> in Italia IPO è tema residuale (IPO praticamente scomparse) ma tema importante a livello europeo (e.g. *Listing Act*, EU Comm 7.12.2022)

=> ritorno sul tema delle IPO sul quale avevo scritto diversi contributi dopo circa 15 anni ...

=> ... al fine di analizzare la tematica specifica del conflitto di interessi nelle IPO solo recentemente regolato dagli artt. 38 ss del Reg.Del.Comm. 2017/565 che integra la MiFIDII, presidiandone le norme di condotta (art. 16.3, 23 e 24 MiFIDII)

=> il paper è scritto in inglese perché non ho trovato contributi specifici sul tema né in italiano o tedesco, né in inglese e perché vuole essere quindi un primo contributo al tema a livello europeo

=> il paper analizza il tema delle (nuove) norme sul conflitto di interessi (ex MiFIDII) ...

=> ... nel contesto più ampio delle discipline Prospetto e MAR, applicando la disciplina ad un caso concreto di possibile conflitto, tipico delle IPO italiane

=> *research question:*

=> *come si pongono le norme del Reg.Del.Comm. 2017/565 nel contesto regolatori più ampio di PR e MAR, sommandosi eventualmente ex ante come strumento di profilassi ad una eventuale sanzione ex post tramite MAR, al fine della protezione degli investitori, soprattutto dei retail?.*

=> ... più specificamente per il sistema delle IPO italiane:

=> *dato il problema delle claw back clauses tipico delle IPO italiane che possono portare allo scarico/vendita ai retail di azioni overpriced (che gli istituzionali non comperano perché care) e posto che questo potrebbe essere sanzionato ex post come manipolazione del mercato, le norme specifiche sui conflitti di interesse nelle IPO si pongono come argine ulteriore e preventivo, al possibile scarico/vendita eventualmente sanzionabile tramite MAR?*

## 2. Struttura delle IPO europee e italiane

=> le IPO avvengono tipicamente in Europa/USA con il sistema del bookbuilding per cui viene pubblicata una forchetta di prezzo nel prospetto (e.g. 5-10€), ...

=> ... poi gli *underwriters* raccolgono gli ordini degli investitori (professionali e retail) durante il *bookbuilding* e fissano il prezzo finale di offerta: e.g. 8€

=> in Italia abbiamo la offerta globale composta da due offerte:

(i) nazionale per retail che esprimono ordini irrevocabili e

(ii) istituzionale (*Regulation S, Rule 144A*) per istituzionali che esprimono manifestazioni di interesse (*information revelation theory*)

=> l'equilibrio finale (fra quantità di azioni e prezzo) tra le due offerte è raggiunto tramite le clausole di *claw back*, per le quali:

=> dato e.g. un rapporto di distribuzione/collocamento ex ante stabilito nel prospetto di 30% azioni ai retail e di 70% azioni agli istituzionali è possibile ...

=> ... in sede di determinazione del prezzo/quantità finale di offerta scaricare sui retail le azioni che gli istituzionali non vogliono perché care: e.g. prezzo fissato a 10€ con 70% distribuito a retail

=> se il primo giorno di quotazione l'azione chiude a 9€ (*overpricing* 10%) ci sta un problema di possibile manipolazione del mercato sanzionabile ex post tramite MAR

### **3. Norme MiFIDII e Reg.Del. 2017/565**

=> le norme del Reg.Del.Comm 2017/565 sono uno strumento per prevenire lo scarico ai *retail*? integrando ex ante la normativa *market abuse* (che opera ex post) come mezzo di protezione dei *retail*?

=> sviluppo argomentazioni:

=> (i) è possibile identificare una disciplina europea del conflitto di interesse, a presidio delle norme di condotta, non solo fra impresa di investimento e cliente (verticale) ma anche fra clienti (orizzontale):

*art. 23.1. MiFID Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Sono soggetti a tale norma anche i conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento.*

=> (ii) l'impresa di investimento ha due clienti (tramite diversi servizi di investimento, in primis il collocamento a monte e a valle):

(a) l'emittente/offerente (OPS e/o OPV)

(b) gli investitori retail e istituzionali

=> (iii) dovrebbe quindi dover gestire il conflitto di interesse orizzontale nascente fra un azionista venditore aggressivo (OPV) nel pricing e i retail

=> (iv) le norme specifiche del Reg.Del.Comm 2017/565 sui conflitti aiutano la prevenzione ex ante, garantendo protezione ai retail?

=> (v) posto un impianto delle norme basato sugli (esplicitati) conflitti di interesse fra cliente emittente e impresa di investimento, ...

=> ... è possibile identificare anche le basi per la gestione del conflitto orizzontale fra cliente venditore e clienti retail (Reg.Del.Comm 2017/565: cons. 57-59 e artt. 39 su pricing e 40 su placing/collocamento) ...

=> ... dato che le norme sui conflitti di interesse presidiano le norme di condotta (art. 24 MiFIDII best interest e info clienti)

=> le basi europee per la gestione dei conflitti di interesse in generale e in particolare del conflitto orizzontale fra cliente venditore e clienti retail possono tuttavia “diluirsi” nella normativa nazionale che recepisce la MiFIDII e nel sistema nazionale IPO:

=> (a) in particolare nella definizione di eventuali obblighi (su gestione *pricing/allocation*) derivanti alla impresa di investimento nella gestione dei rapporti con gli investitori tramite i diversi servizi di investimento: e.g. esecuzione di ordini, consulenza, gestione di portafogli

=> (b) nella complessità dei consorzi (internazionali) di *underwriting*, quando le norme esplicitano l'impresa di investimento (anche come gruppo)

#### **4. Conclusioni**

=> il paper analizza per primo le norme del Reg.Del. 2017/565 sulle IPO per verificare se queste norme possono disciplinare anche un eventuale conflitto fra clienti, tipico delle IPO italiane

=> posta una risposta positiva, il paper indica possibili ostacoli alla concretizzazione della protezione ex ante dei retail

=> il paper non analizza in dettaglio la problematica italiana sui possibili ostacoli alla protezione ex ante dei retail