CONSOB

Comunicazione n. DCG/13017415 dell'1-3-2013

inviata alla [...società A…] e allo studio legale …

OGGETTO: ***[...società A…]* - Richiesta di parere in merito ad un'operazione di scambio tra azioni *[...società A…]* e quote di un costituendo consorzio**

Si fa riferimento alla nota del […], con cui lo Studio Legale […] ("il Richiedente"), in nome e per conto di *[...società A…]*, società consortile di garanzia collettiva fidi con sede legale a […], ha chiesto alla Consob se l'operazione di scambio in oggetto debba rientrare o meno nella definizione di offerta pubblica di acquisto e scambio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *v)* del Tuf.

L'operazione prevede, più nel dettaglio, la costituzione di *[...società B…]* e il successivo scambio tra azioni *[...società A…]* e quote di *[...società B…]*. In particolare, si offrirebbe ai soci di *[...società A…]* la possibilità di sottoscrivere quote del costituendo consorzio mediante il conferimento in natura di parte delle azioni *[...società A…]* da ciascuno detenute.

I. Premessa

[...società A…] è una società consortile per azioni, rientrante nel più ampio *genus* dei cd. *confidi vigilati*, la cui normativa di riferimento è rappresentata dall'art. 112 del D.Lgs. 1° settembre 1983, n. 385 e successive modificazioni ("Tub") e dall'art. 13 del D.L. 30 settembre 2003, n. 269, "*Disciplina dell'attività di garanzia collettiva dei fidi*", convertito in L. 24 novembre 2003, n. 326.

La legge disciplina puntualmente alcuni aspetti dei confidi sotto il profilo della struttura societaria, della compagine societaria, del fondo consortile o del capitale sociale nonché della quota di partecipazione.

Lo statuto di *[...società A…]*, da quanto rappresentato nella richiesta di parere, si conforma a tali prescrizioni di legge. In particolare, *[...società A…]*, infatti, "*non può distribuire utili o avanzi di gestione e di esercizio di qualsiasi genere e sotto qualsiasi forma alle imprese socie, neppure in caso di scioglimento, ovvero di recesso, esclusione o morte del socio*" (art. 1). Il suo oggetto sociale "*consiste in prevalenza nell'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi ad essa connessi o strumentali, nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legge*" (art. 3). I soci sono in prevalenza piccole e medie imprese come definite dalla disciplina comunitaria (art. 5). La *partecipazione azionaria* non può essere trasferita se non con il gradimento del Consiglio di amministrazione (art. 6).

In caso di recesso (anche *ad nutum*) del socio, questi "*ha diritto esclusivamente al rimborso del valore nominale delle azioni e dell'eventuale sovrapprezzo versato nella misura in cui non siano stati ridotti da perdite*" (art. 8). Nell'ipotesi in cui la società si sciolga per una delle cause previste dalla legge, "*l'eventuale avanzo di liquidazione, dedotte le quote da rimborsare ai soci, è devoluto ad enti che perseguono finalità mutualistiche affini a quelle della società consortile su indicazione dell'assemblea che approva il bilancio di liquidazione*" (art. 28).

Nella richiesta è stato, altresì, specificato che *i)* le azioni *[...società A…]* non possono dare alcun rendimento per via dei limiti statutari e di legge; *ii)* la partecipazione alla società *[...società A…]* può consentire, al più, alle piccole e medie imprese di soddisfare bisogni correlati alla loro attività imprenditoriale (ossia di concludere contratti di garanzia per ottenere finanziamenti) e in nessun modo può determinare un accrescimento delle disponibilità investite; *iii)* non tutti i soci si

avvalgono e possono avvalersi dei servizi di *[...società A...]*; *iv)* non v'è alcuna connessione o proporzione tra la partecipazione al capitale e i servizi che vengono prestati da *[...società A...]* e le loro condizioni; *v)* tutti i servizi prestati in generale dai confidi a soci e a terzi sono remunerati sulla base di corrispettivi di mercato proporzionali ai servizi resi, in modo tale che sia garantito l'equilibrio economico del confidi, a sua volta sottoposto al controllo di Banca d'Italia.

***

Il costituendo consorzio, denominato *[...società B...]* ha per scopo la fornitura di servizi di consulenza per promuovere lo sviluppo e la razionalizzazione della gestione delle imprese socie in vari settori (art. 4).

Pur non essendo un confidi, lo statuto di *[...società B...]* riproduce, in modo speculare a quello di *[...società A...]*, alcuni tratti propri della disciplina di settore. Esso limita la circolazione della quota, attraverso il gradimento del Consiglio di amministrazione (art. 7); prevede il rimborso del solo valore nominale della quota versata in caso di esclusione o recesso del socio e in tutti i casi di scioglimento del vincolo sociale (art. 10); devolve l'eventuale avanzo di liquidazione ad enti che perseguono finalità mutualistiche affini a quelle della società consortile (art. 29).

II. Considerazioni

Con riferimento alla prospettata operazione di scambio tra azioni *[...società A...]* e quote *[...società B...]* e al fine di valutare se essa rientri o meno nella definizione si cui all'art. 1, comma 1, lett. *v)* del Tuf[1], la Commissione ha esaminato l'operazione sotto il profilo oggettivo, ovvero valutando se i titoli da scambiare siano qualificabili come *prodotti finanziari*.

In relazione al quadro normativo, l'art. 1, comma 1, lett. *t)* del Tuf identifica i *prodotti finanziari* con "*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*". La definizione di *strumenti finanziari* è a sua volta esplicitata all'art. 1, comma 2 del Tuf, che contiene un lungo elenco di *strumenti* tra cui figurano i cd. *valori mobiliari*. Questi ultimi sono definiti ed esemplificati all'art. 1, comma 1-*bis* del Tuf come *"categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; ...*".

Nel risalire la catena delle predette definizioni da *species* a *genus*, è stato valutato, ai fini dell'inquadramento delle azioni *[...società A...]* e delle quote *[...società B...]* tra i *prodotti finanziari* (ed escludendo che gli stessi rientrino nelle lettere da *b)* a *j)* dell'art. 1, comma 1-*bis* del Tuf):

i) se esse accedono alla categoria dei *valori mobiliari* di cui alla lett. *a)* del citato art. 1, comma 1-*bis* e quindi a quella più generale di *strumenti finanziari*; in caso contrario,

ii) se esse rappresentano una "*altra forma di investimento di natura finanziaria*" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *t)* del Tuf.

Con riferimento alla qualificazione *sub a)*, si è reso necessario indagare l'attitudine dei *valori mobiliari* ad "*essere negoziati nel mercato dei capitali*".

[1] "*[O]gni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); ...*".

In generale, la *negoziabilità nel mercato di capitali* è una locuzione che il legislatore utilizza senza alcun tipo di accezione tecnica. Più nel dettaglio, la *negoziabilità* – intesa in termini di trasferibilità del titolo – non risulta doversi manifestare attraverso regole o procedure particolari e il *mercato di capitali*, quale luogo in cui avviene la negoziazione, non è definito in termini di legge (come accade invece per la nozione di *mercati regolamentati*), né risulta altrimenti disciplinato. In assenza di indicazioni normative, ne deriva che la prima dovrà intendersi come normale idoneità del titolo ad essere oggetto di transazioni, mentre l'esistenza del secondo andrà apprezzata attraverso la sua capacità di essere luogo di incontro tra domanda e offerta e di formare/esprimere i prezzi dei beni in esso scambiati.

Con riferimento al requisito della *negoziabilità*, la Consob, con Comunicazione DEM/110179557 del 9 marzo 2011, ne ha escluso la presenza ove ricorrano limiti legali o statutari alla circolazione dei titoli. Tuttavia, va osservato che l'orientamento in parola non rappresenta un precedente in termini, poiché in quella circostanza la natura dei titoli oggetto della richiesta di parere era stata esaminata alla luce della qualificazione del richiedente quale "*emittent[e] strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*" e*x* art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti e della possibilità di applicare l'esenzione di cui all'art. 34-*ter*, comma 1, lett. *h)* dello stesso Regolamento.

Ad ogni modo, pur volendo tralasciare questo orientamento, poiché relativo a una diversa fattispecie, occorre considerare che la *negoziabilità* dei *valori* va comunque apprezzata con riferimento al *mercato dei capitali* il quale, dovendo essere genericamente inteso quale luogo di incontro tra domanda e offerta, in grado di formare o esprimere i prezzi dei beni ivi scambiati, andrà verificato, nella sua esistenza, con riferimento ai titoli in esame.

In tal senso, viste le caratteristiche salienti di questi titoli che si presentano *i)* non scambiabili liberamente; *ii)* non collegati a qualche forma di remunerazione in grado di prezzarne il valore intrinseco; *iii)* cedibili e/o liquidabili soltanto in base al loro valore nominale, è possibile concludere che la *negoziabilità* debba essere esclusa, oltre che per la presenza dei limiti statutari alla trasferibilità dei titoli, anche per la difficoltà di ravvisare un *mercato* dei medesimi, inteso quale luogo in cui "*si effettuano scambi e si formano prezzi che prescindono dal valore facciale del titolo, ma sono il frutto dell'incrocio della domanda e dell'offerta*" (v. Comunicazione Consob n. DIS/98082979 del 22 ottobre 2008).

***

Esclusa la qualificazione in termini di *valori mobiliari* e, quindi, di *strumenti finanziari*, la Commissione ha valutato se le azioni *[...società A…]* e le quote *[...società B…]* possano dirsi *prodotti finanziari* in quanto riconducibili ad *altre forme di investimento di natura finanziaria*.

Secondo un consolidato orientamento della Commissione, "*per «ogni altra forma di "investimento di natura finanziaria» [devono] intendersi le proposte di investimento che implichino la <u>compresenza</u> dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale*" (*ex multis*, v. Comunicazione n. DIN/12079227 del 4 ottobre 2012). Oggetto dell'indagine è stato ovviamente il secondo elemento, visto che l'impiego del capitale e l'assunzione del rischio sono connaturati in ogni partecipazione societaria.

Considerando che i titoli in esame consentono ai propri detentori la sola possibilità di accedere ad alcuni servizi forniti dalla società partecipata (essendo esclusa invece qualsiasi remunerazione del capitale investito in termini di utili distribuibili), la Consob ha valutato il

secondo elemento alla luce della distinzione tra *i) investimento finanziario* e *ii) investimento di consumo* (v. Comunicazione DAL/96009868 del 4 novembre 1996), dove nel primo il risparmiatore conferisce il proprio denaro con una aspettativa di profitto, cioè, di accrescimento delle disponibilità investite; mentre nel secondo la spesa è finalizzata al godimento di quanto rappresentato nel documento, ovvero, alla trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i propri bisogni. A tale proposito, è stato ulteriormente chiarito in passato che "*le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi (...), anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni finanziari del risparmiatore stesso e che si è in presenza di un investimento finanziario, come contrapposto a un investimento di consumo tutte le volte in cui il risparmiatore ... conferisce il proprio denaro con un'aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite*" (cfr. Comunicazione DIN/12079227 del 4.10.2012).

Da quanto rappresentato dal richiedente e alla luce del predetto orientamento della Commissione, l'utilità che un investitore potrebbe trarre da un'azione *[...società A...]* o da una quota *[...società B...]* è pertanto assimilabile alla prestazione di un servizio (e quindi a un *investimento di consumo*) poiché si traduce, per la prima, nella possibilità di beneficiare, tra l'altro, di una garanzia che agevoli l'accesso al credito bancario, resa peraltro dal confidi a seguito di un'apposita istruttoria sul merito di credito del socio richiedente e, quindi, del tutto incerta nella sua erogazione; per la seconda, nella possibilità di usufruire di una consulenza nei diversi settori indicati nello statuto di *[...società B...]*.

***

Alla luce di quanto precede, si ritiene di poter concludere che, per quanto di competenza, l'operazione prospettata nella nota datata […] non sia qualificabile come offerta ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *v)* del Tuf, in quanto essa difetta dell'elemento oggettivo, ovvero mancando la possibilità di qualificare in termini di *prodotti finanziari* le azioni e le quote oggetto dello scambio.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas