

Comunicazione n. DEM/11017957 del 9-3-2011

Inviata alla [...società...] e, p.c. allo studio legale ...

OGGETTO: Quesito relativo alla qualificazione di “emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante” di cui all’art. 2-bis del Regolamento Emittenti (“RE”) e all’applicabilità dell’esenzione dalla disciplina in materia di offerta al pubblico, prevista dall’art. 34-ter, comma 1, lett. h) del medesimo Regolamento

Si fa riferimento alla nota datata ... con la quale la ... (in seguito anche “...”, “Società”, “...”), in persona del suo Presidente, ..., ha chiesto alla Consob di conoscere:

- se la stessa rientri nella categoria di emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell’art. 2-bis del Regolamento Emittenti; in caso positivo, se possa avvalersi dell’esenzione prevista dal comma 3 del medesimo articolo il quale dispone che: “*Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l’esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio*” (“primo quesito”);
- se lo “strumento [...]” infra descritto; [...] possa rientrare fra i casi di inapplicabilità ed esenzione di cui all’art. 34-ter, comma 1, lettera h)”, RE (“secondo quesito”).

A tal fine, la [...società...] ha esposto le principali caratteristiche riguardanti: A) la propria forma giuridica e B) le caratteristiche del prodotto finanziario “...” che sarebbe oggetto dell’offerta.

A) Con riferimento alla forma giuridica della [...società...], è stato rappresentato che la stessa è una società cooperativa per azioni, che opera secondo il criterio della mutualità prevalente, ritraendo più del 50% dei ricavi dalla prestazione di servizi ai propri soci (art. 2512 c.c.).

Tale società svolge in via esclusiva l’attività di garanzia collettiva dei fidi. In particolare, ai sensi dell’art. 4 dello Statuto [...della società...] (“lo Statuto”) rubricato “Oggetto sociale”, la Società svolge “*esclusivamente l’attività di garanzia collettiva dei fidi cioè l’utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dai soci per la prestazione mutualistica di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario; nell’esercizio dell’attività principale, [...] la prestazione di garanzie personali e reali, la stipula di contratti volti a realizzare il trasferimento del rischio, nonché utilizza – in funzione di garanzia – depositi indisponibili costituiti presso i finanziatori soci. Nell’esercizio di tale attività, inoltre, [...la società...] potrà ricevere garanzie, controgaranzie e cogaranzie*”.

Nel quesito si osserva, inoltre, con riferimento alla mutualità prevalente, che “*l’esercizio di un’impresa commerciale non è inconciliabile con lo scopo mutualistico dell’impresa cooperativa, che può pertanto operare anche coi terzi, esercitando in tal modo un’attività commerciale a scopo di lucro*”¹. In questo caso, lo scopo mutualistico è assicurato dalla previsione statutaria di un limite percentuale alla distribuzione degli utili, dal divieto di distribuzione di riserve e dall’obbligo di destinare almeno il trenta per cento degli utili netti a riserva legale.

¹ In proposito nel quesito si evidenzia che lo scopo mutualistico può avere gradazioni diverse consistenti o nella mutualità pura caratterizzata dalla mancanza assoluta dello scopo di lucro, ovvero nella mutualità spuria, che consente all’impresa di essere operativa oltre che con i soci anche con i terzi a scopo di lucro.

B) Con riferimento al prodotto finanziario "...", definito nella relativa delibera di emissione del ..., quale "*strumento finanziario partecipativo*", le principali caratteristiche sono le seguenti:

- l'ammontare complessivo dell'emissione è pari ad euro ..., suddiviso in n. ... titoli dal valore nominale unitario di euro ...; la remunerazione è fissa e non può superare il [...] % annuo in funzione dell'andamento economico della Società²; le modalità ed i limiti del diritto di recesso sono determinati dallo Statuto; non è consentita la circolazione.
- possono essere sottoscritti in *tranche* libere da "*soci qualificati finanziatori [ed] in misura non prevalente ... da qualsiasi soggetto sostenitore*", come precisato nel relativo Regolamento. Tali "*strumenti finanziari partecipativi*" saranno rimborsati con priorità rispetto alle azioni dei soci cooperatori, per il loro intero valore, in caso di scioglimento o di assoggettamento a procedure concorsuali della Società.
- sono privi di diritti amministrativi (compreso il diritto di voto nell'assemblea ordinaria dei soci) ed il diritto di recesso potrà essere esercitato almeno decorso un anno dalla sottoscrizione. In tale ultimo caso il rimborso avverrà entro 30 giorni dalla ricezione della richiesta e la liquidazione sarà calcolata "*secondo il rateo ovvero contabilizzando i giorni che separano l'ultima liquidazione dalla data del rimborso*".

1. Al fine di rispondere al primo quesito, relativo alla qualificazione di "*emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*" di cui all'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, si rappresenta quanto segue.

La cooperativa ... ha rappresentato di essere "emittente" di tre tipi di strumenti finanziari:

- azioni che attribuiscono la qualità di socio cooperatore;
- azioni che attribuiscono la qualità di socio finanziatore;
- strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono la qualità di soggetti sostenitori.

Con riferimento a dette tipologie di strumenti finanziari, [...la società...] ha chiesto alla Consob di conoscere se la stessa rientri nella categoria di emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, e, in caso positivo, se possa avvalersi dell'esenzione prevista dal comma 3 del medesimo articolo.

In via preliminare all'esame dell'applicabilità dell'esenzione prevista dal comma 3 dell'art. 2-bis occorre verificare se le predette azioni e strumenti partecipativi emessi dal richiedente, presentino i requisiti richiesti dall'art. 1, comma 2 del Tuf, che consentano di qualificarli come strumenti finanziari.

Ebbene, come già ritenuto dalla Commissione, con Comunicazione DAL/99018236 del 16 marzo 1999, dal combinato disposto dei commi 2 ed 1-bis dell'art. 1 del Tuf, le azioni e gli altri titoli rappresentativi del capitale di rischio sono strumenti finanziari soltanto in quanto "*negoziabili sul mercato dei capitali*".

² In particolare, nel modulo di sottoscrizione del titolo "..." si legge: "**Rendimento:** [...] % lordo annuo per i soci finanziatori oppure per i soggetti sostenitori; **Modalità di erogazione del rendimento:** Il titolare della sottoscrizione ha diritto alla corresponsione della remunerazione due volte l'anno (31/07 in acconto - 31/01 a saldo)".

Dalla descrizione compiuta dal richiedente delle caratteristiche dei prodotti finanziari da questo emessi, emerge il difetto del requisito della negoziabilità degli stessi sul mercato dei capitali³, in quanto sussistono limiti legali o statutari alla circolazione delle azioni che appaiono incompatibili con il requisito della negoziabilità. In particolare, con riferimento sia alle azioni che attribuiscono la qualità di socio cooperatore, sia alle azioni che attribuiscono la qualità di socio finanziatore, l'art. 18 dello statuto [...della società...], allegato al quesito, recepisce integralmente le previsioni dell'art. 2530 c.c. il quale rende inefficace verso la società la cessione non autorizzata dal consiglio di amministrazione, prevedendo in particolare che “... il socio che intende trasferire la propria quota o le proprie azioni deve darne comunicazione al Consiglio di Amministrazione con lettera raccomandata ... il provvedimento del Consiglio di Amministrazione deve essere comunicato al socio entro 60 giorni dal ricevimento della richiesta, decorsi i quali il socio è libero di trasferire la propria partecipazione e [...la società...] deve iscrivere nel libro dei soci l'acquirente, a condizione che lo stesso abbia i requisiti previsti ...”.

Con riferimento, infine, agli strumenti partecipativi attributivi della qualità di soggetto sostenitore, si è già visto come il richiedente abbia espressamente vietato, in sede statutaria, la possibilità di circolazione di detti strumenti, in tal modo escludendo la natura di strumenti finanziari degli stessi.

Deve pertanto concludersi, conformemente al sopra richiamato orientamento espresso da Consob con riferimento alle azioni emesse dalle banche di credito cooperativo, anch'esse soggette a limiti legali e statutari alla negoziabilità dei titoli sul mercato dei capitali, che le azioni e gli strumenti partecipativi emessi dal richiedente non siano qualificabili come strumenti finanziari.

A ciò si aggiunga, per mere esigenze di completezza argomentativa, che l'art. 2-bis, comma 3, del RE dispone: “Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio”.

Sulla base degli elementi informativi rappresentati dal richiedente si ritiene, in aggiunta alle considerazioni sopra rappresentate, che [...la società...] non possieda i requisiti previsti dalla normativa sopra richiamata per l'insorgenza dell'obbligo di iscrizione nel registro degli emittenti strumenti finanziari tra il pubblico in misura rilevante.

Ed invero, pur non avendo specificato il richiedente se sia in possesso o meno dei requisiti richiesti dal sopra menzionato art. 2-bis, commi 1 e 2, del RE, deve ritenersi sussistere, con riferimento alle azioni che attribuiscono la qualità di socio cooperatore e di socio finanziatore, l'esenzione prevista dal comma 3 della stessa norma. [...la società...] è infatti soggetta agli artt. 2511 e ss. del codice civile. Dette norme prevedono alcuni limiti legali alla circolazione delle azioni. In particolare, per quanto riguarda le azioni che attribuiscono la qualità di socio cooperatore,

³ Per mere esigenze di completezza informativa si rappresenta che le conclusioni raggiunte in merito al difetto in capo al richiedente della qualità di emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, sono analoghe a quelle raggiunte dalle scriventi con riferimento alle banche di credito cooperativo, anche in virtù dell'affinità giuridico strutturale tra le due fattispecie, entrambe appartenenti al mondo della cooperazione. Conclusioni diverse, invece, sono state raggiunte con riferimento alle banche popolari, in merito alle quali il T.U.B., all'art. 30, comma 6, ha previsto un regime derogatorio rispetto alla regola codicistica generale della inefficacia nei confronti della società del trasferimento di strumenti finanziari in mancanza di gradimento da parte dell'organo gestorio. La norma speciale menzionata, infatti, ha limitato gli effetti del mancato gradimento da parte dell'organo amministrativo all'impossibilità di esercitare i soli diritti aventi contenuto amministrativo, lasciando quindi impregiudicata la possibilità di esercitare i diritti patrimoniali. Detta circostanza, pertanto, depone in favore della negoziabilità delle azioni emesse dalle banche popolari e quindi del riconoscimento della qualità di strumenti finanziari delle stesse.

l'art. 2530 dispone che: *“Le azioni dei soci cooperatori non possono essere cedute con effetto verso la società, se la cessione non è autorizzata dagli amministratori”*.

Analogo discorso può essere compiuto con riferimento alle azioni attribuite ai soci finanziatori. L'art. 2526, comma 2 c.c. prevede infatti che: *“L'atto costitutivo stabilisce i diritti patrimoniali o anche amministrativi attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e le eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento”*. Avvalendosi della facoltà attribuita dalla predetta norma di legge, la cooperativa ha previsto nel proprio statuto, come lo stesso richiedente ha rappresentato, che l'assunzione della qualità di socio finanziatore sia sottoposta al giudizio del consiglio di amministrazione.

Per quanto riguarda infine lo strumento finanziario partecipativo, avente natura atipica, e quindi non assimilabile *stricto sensu* né alle azioni né alle obbligazioni, l'art. 2-bis del Regolamento Emittenti non ha previsto detta fattispecie, limitando la qualifica di emittente diffuso ai soggetti che emettano azioni o obbligazioni. Non è pertanto configurabile, neppure astrattamente, la categoria dell'emittente strumenti partecipativi atipici diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

2. Al fine di rispondere al secondo quesito, relativo all'applicabilità dell'esenzione dalla disciplina in materia di offerta al pubblico, prevista dall'art. 34-ter, comma 1, lett. h) del Regolamento Emittenti, si rappresenta quanto segue.

Preliminarmente si rammenta che l'*“offerta al pubblico di prodotti finanziari”*, è definita dall'art. 1, comma 1, lettera t) del Tuf, quale *“... comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”*.

Come sopra anticipato, *[...la società...]* chiede di sapere se l'offerta del titolo “...” possa rientrare nell'ipotesi di esenzione prevista dall'art. 34-ter, comma 1, lettera h), RE, che esonera dalla disciplina in materia di offerta al pubblico le offerte *“aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi, al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi, da associazioni aventi personalità giuridica o da enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti da uno Stato membro”*.

Per rispondere al quesito proposto corre la necessità di specificare cosa debba intendersi per *“scopi non lucrativi”* ai sensi della citata norma regolamentare.

La Consob si è espressa sull'argomento in diverse occasioni. In particolare, nella recente Comunicazione DEM/10101143 del 10 dicembre 2010⁴, la Consob ha ritenuto che per individuare l'ambito applicativo dell'esenzione in esame, è necessario fare riferimento al D.lgs. n. 460 del 4 dicembre 1997, contenente le disposizioni in materia di *“Riordino della disciplina tributaria degli enti non commerciali e delle organizzazioni non lucrative di utilità sociale”*.

Tale decreto legislativo introduce la nozione di *“organizzazioni non lucrative di utilità sociale”* (ONLUS), attribuendo tale qualifica a soggetti presenti nel cd. *“terzo settore”* o *“settore non-profit”* iscritti in apposita anagrafe e stabilendo un paradigma normativo di valenza generale,

⁴ Ciò in linea con quanto già affermato nelle Comunicazioni n. 30656 del 21 aprile 2000 e DEM/5014733 dell'8 marzo 2005. Si rappresenta che le suddette Comunicazioni sono precedenti alle modifiche al RE apportate con la Delibera n. 16840 del 19 marzo 2009 (per il recepimento della Direttiva Prospetto) che, tra l'altro, ha introdotto il citato art. 34-ter RE. All'epoca, tuttavia, il RE prevedeva un'analogia esenzione all'art. 33, comma 1, lettera d), che si riferiva alle sollecitazioni *“finalizzate al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale”*.

utilizzabile anche al di fuori dell'ambito disciplinato dal decreto, mediante indicazione tassativa dei settori di attività nei quali tali soggetti devono operare e delle finalità perseguite.

In particolare, l'art. 10, comma 1, del succitato Decreto legislativo, rubricato "*Organizzazioni non lucrative di utilità sociale*", stabilisce in primo luogo che: "*Sono organizzazioni non lucrative di utilità sociale (ONLUS) le associazioni ..., i cui statuti o atti costitutivi ... prevedono espressamente: a) lo svolgimento di attività in uno o più dei seguenti settori: 1) assistenza sociale o socio sanitaria; 2) assistenza sanitaria; 3) beneficenza; 4) istruzione; 5) formazione; 6) sport dilettantistico; 7) tutela, promozione e valorizzazione delle cose di interesse artistico e storico ...; 8) tutela e valorizzazione della natura e dell'ambiente ...; 9) promozione della cultura e dell'arte; 10) tutela dei diritti civili; 11) ricerca scientifica ...*".

Secondo tratto essenziale tipico delle attività "*non-profit*" è "*l'esclusivo perseguimento di finalità di solidarietà sociale*" (art. 10, comma 1, lettera b)).

E' evidente che le attività svolte dai soggetti operanti nel terzo settore, a prescindere dalla natura giuridica dell'agente, sono connotate da una intrinseca meritevolezza sociale che giustifica i benefici ad essi attribuiti dall'ordinamento nei diversi settori, quali ad esempio il favorevole regime tributario a cui le ONLUS sono sottoposte.

In ragione di tale meritevolezza dell'attività esercitata e delle finalità perseguite, l'art. 34-ter, lettera h), RE prevede una deroga a favore delle raccolte di mezzi finanziari "*necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi*".

In linea generale si osserva che, ai fini dell'applicazione di detta norma, risulta essenziale verificare se l'attività che i mezzi da raccogliere sono destinati a finanziare rientri o meno nel novero delle attività sopra menzionate. Tale verifica va effettuata tenendo presente che l'esenzione in parola deve essere interpretata restrittivamente in considerazione dell'esistenza di un interesse pubblico alla tutela del risparmio, di rilievo costituzionale, sotteso alla disciplina primaria e secondaria in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Nel caso di specie, quindi, ai fini dell'applicazione della richiamata esenzione è necessario verificare se l'attività svolta dalla [...*società*...] possa essere ricondotta tra le attività esercitate dalle organizzazioni non lucrative di utilità sociale come sopra definite.

Come detto, l'attività svolta dalla [...*società*...], consiste nella prestazione di garanzia collettiva fidi per favorire il finanziamento (in via prevalente, ma non esclusiva) dei soci da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario.

Dal confronto di tale attività con i settori riconducibili al cd. "*non-profit*" emerge chiaramente che [...*la società*...] non opera in alcuno dei suddetti settori.

La Società, infatti, svolge un'attività tipicamente imprenditoriale diretta alla prestazione di servizi destinati non solo ai propri soci ma anche, alla fruizione onerosa da parte dei terzi, atteso che lo Statuto [...*della società*...] prevede espressamente all'art. 3 che la stessa "*potrà svolgere attività anche con terzi non soci, purché nei limiti della mutualità prevalente*".

Sul diverso piano delle finalità perseguite si ritiene che la Società non abbia come obiettivo "*l'esclusivo perseguimento di finalità di solidarietà sociale*", considerato che:

- in primo luogo, lo scopo mutualistico proprio delle società cooperative è costituito da un vantaggio economico per i soci, sotto forma di risparmio di spesa o maggiore remunerazione e non si identifica con la suddetta finalità;
- inoltre, [...la società...] potendo svolgere la propria attività anche con i terzi, esercita, altresì, utilizzando le parole del quesito, una “attività commerciale a scopo di lucro ...”.

Sulla base delle considerazioni sopra svolte si ritiene, quindi, che l’operazione prospettata nella nota datata ... non rientri nell’ipotesi di esenzione prevista dall’art. 34-ter, comma 1, lettera h) del RE in quanto non finalizzata a “*procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi*”. Pertanto, l’offerta al pubblico dei titoli “...” richiede la preventiva comunicazione alla Consob e la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi dell’art. 94 del Tuf.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas