

Comunicazione n. DCL/DEM/2049613 del 16-7-2002

inviata alle cooperative ...

Oggetto: Quesito in merito all'emissione di obbligazioni da parte di Cooperative di consumo ai sensi dell'art. 58 della legge n. 448 del 23 dicembre 1998

Con distinte note del ... e del ..., dall'analogo contenuto, sono state sottoposte all'attenzione della Consob talune problematiche concernenti il collocamento - al quale intenderebbero procedere alcune cooperative di consumo - di obbligazioni dalle stesse emesse ai sensi dell'art. 58 della legge n. 448 del 23 dicembre 1998.

In proposito sono state formulate due distinte ipotesi operative. Nella prima è prefigurata l'offerta di obbligazioni di nuova emissione in "opzione" ai soci delle cooperative emittenti; nella seconda si ipotizza un'offerta delle stesse obbligazioni non circoscritta ai soci, ma rivolta al pubblico indistinto dei risparmiatori.

In relazione alle fattispecie prefigurate, si chiede di conoscere entro quali termini risulti applicabile la disciplina della sollecitazione all'investimento (ed in particolare, l'obbligo di redazione del prospetto informativo) nonché la disciplina dell'offerta fuori sede.

1. Offerta di obbligazioni "in opzione" ai soci della cooperativa emittente

1.1 Applicabilità delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento

1.1.1 Con riguardo alla disciplina della sollecitazione all'investimento, viene proposta una lettura dell'art. 33 del Regolamento Consob n. 11971/99 (d'ora in avanti "Regolamento Emittenti") che contempla i casi di inapplicabilità della suddetta disciplina individuati dalla stessa Consob sulla scorta dell'art. 100, comma 2, del d.lgs. n. 58/98 (d'ora in avanti T.U.F.) - secondo la quale l'operazione in questione esulerebbe integralmente dall'ambito applicativo delle disposizioni recate in materia di sollecitazione dal medesimo T.U.F. e dal citato Regolamento.

In particolare, si sostiene che all'operazione possa applicarsi l'esenzione contemplata dal comma 1, lettera h) del citato art. 33, relativa alle sollecitazioni "*aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti in opzione ai soci di emittenti non aventi azioni o obbligazioni convertibili quotate o diffuse*"(1). Secondo quanto riferito nelle note sopra richiamate, le cooperative che intenderebbero procedere all'emissione ed al collocamento delle obbligazioni destinate ai soci finora non avrebbero emesso né obbligazioni convertibili né tantomeno azioni, avendo preferito ricorrere a "*quote non cartolarizzate rappresentanti il capitale sociale*"; il che, a parere dei richiedenti, precluderebbe in radice una loro qualificazione in termini di emittenti aventi azioni o obbligazioni convertibili quotate o diffuse, rendendo applicabile all'operazione l'ipotesi di esenzione testé considerata.

1.1.2 Per rispondere al quesito prospettato occorre, ad avviso della scrivente, attribuire un significato proprio all'espressione "*offerti in opzione*", cui fa riferimento l'art. 33 del citato Regolamento Emittenti, per verificare se la fattispecie che forma oggetto del quesito possa corrispondervi o meno.

Punto di partenza del procedimento indicato è inevitabilmente il vigente ordinamento societario nell'ambito del quale (ed in particolare alla stregua dell'art. 2441 del codice civile) il termine "*offerta in opzione*" designa il meccanismo - originante *ex lege* dalla stessa partecipazione sociale e rispondente alla finalità di "*mantenere inalterata la proporzione in cui un socio partecipa al*

(1) Si rammenta che, ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti della Consob sono "emittenti strumenti finanziari diffusi" gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a 10 miliardi di Lire e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a 200.

capitale ed al patrimonio sociale" (così Campobasso, Diritto delle società, p. 460) - grazie al quale i soci attuali o anche potenziali (i possessori di obbligazioni convertibili) di un emittente hanno diritto di essere preferiti ai terzi nella sottoscrizione dell'aumento del capitale sociale a pagamento; diritto che, di conseguenza, ha per oggetto esclusivo le azioni di nuova emissione (di qualsiasi categoria) e le obbligazioni convertibili in azioni emesse dalla società, unici strumenti in grado di alterare la suddetta proporzione, oltre ai titoli di diversa natura (come i *warrants*) che danno comunque diritto ad acquistare azioni.

Tale istituto non è previsto nella disciplina che il codice civile detta per le società cooperative, coerentemente con il principio della "porta aperta" (art. 2520 c.c.), che facilita l'accesso ai nuovi soci; l'assenza del diritto di opzione è anche giustificata dalla minore rilevanza che nelle società cooperative assume la proporzione in cui un socio partecipa al capitale, in ragione del principio del voto capitario (art. 2532, comma 2, c.c.).

Ciò premesso, va precisato che al di fuori dell'opzione quale considerata dalla disciplina in materia di aumento del capitale sociale delle società per azioni, è certamente possibile l'introduzione, ad opera dell'assemblea straordinaria, di meccanismi analoghi, che consentano agli attuali soci di sottoscrivere - a preferenza di terzi - obbligazioni emesse dalla società (è questo il caso prefigurato dal quesito): si tratta tuttavia di strumenti di matrice negoziale, che poco hanno a che vedere - sotto il profilo della fonte da cui promanano e della *ratio* ispiratrice - con l'opzione di cui all'art. 2441 c.c..

Nel caso dell'opzione prevista come obbligatoria dal codice civile, infatti, i destinatari sono chiamati ad esercitare una prerogativa che risulta *ab origine* incorporata nel titolo dagli stessi posseduto, e che pertanto può considerarsi come uno sviluppo naturale dell'investimento finanziario inizialmente operato. Inoltre, nel medesimo caso, i sottoscrittori dell'offerta già possiedono, o sono in grado di acquisire, la qualità di azionista che il titolo oggetto dell'offerta, in atto o quantomeno in potenza, attribuirebbe loro. In tale veste essi già possiedono informazioni sull'emittente o sul titolo oggetto di offerta, specialmente nel caso in cui la compresenza di dimensioni ridotte dell'impresa e della compagine azionaria rendono più facilmente realizzabili contatti diretti tra emittente ed azionisti.

Le suddette caratteristiche, viceversa, risultano estranee all'opzione volontariamente assegnata dalla società (sia essa o meno una cooperativa) ai soci in occasione, ad esempio, dell'emissione di obbligazioni non convertibili; il che rende le figure in esame difficilmente assimilabili, con la conseguenza che non sono sussumibili entrambe all'interno del riferimento all'offerta "*in opzione*" operato dall'art. 33 del Regolamento Emittenti. Un'interpretazione del dato letterale che comprenda nell'ambito dell'esenzione fenomeni fra loro così diversi sarebbe, fra l'altro, poco coerente con la natura della norma in questione, che appartiene ad un'elencazione tassativa, voluta dall'art. 100, comma 2, del TUF, di casi eccezionali di esenzione da una disciplina di applicazione generale.

Tale conclusione, peraltro, è confermata dalla *ratio* sottesa all'esenzione di cui al citato art. 33. Sono infatti unicamente le specificità dell'opzione legale che giustificano un allentamento, totale o parziale, dei vincoli informativi imposti alla generalità delle offerte dal T.U.F. e dal Regolamento Emittenti. In presenza delle suesposte caratteristiche, infatti, risulterebbe incongruo imporre agli emittenti il rispetto di puntuali adempimenti informativi che non siano richiesti dalla sussistenza di un obiettivo "*bisogno di protezione*" in capo agli oblati. Ed è per questo che l'ordinamento riserva un trattamento differenziato alle offerte in questione, trattamento che si concretizza:

- in un'esenzione totale (art. 33, comma 1, lett. h) nel caso in cui i titoli che attribuiscono l'opzione legale non siano quotati o diffusi tra il pubblico;
- in un'esenzione parziale (art. 33, comma 2, lett. a e b) nel caso in cui i suddetti titoli siano diffusi o quotati (se quotati anche i titoli offerti);

- in una piena applicabilità della normativa se non sono quotati i titoli offerti in opzione (tipicamente obbligazioni convertibili e warrants) ma lo sono quelli posseduti dai destinatari (tipicamente azioni).

Nella prima ipotesi, l'area dei destinatari dell'opzione legale e la dimensione dell'impresa sono generalmente limitate, con la conseguenza di una minore esigenza di informazioni da parte dei destinatari dell'offerta, integrative di quelle già da essi conosciute o conoscibili; nella seconda e nella terza ipotesi l'area dei destinatari dell'opzione legale e le dimensioni patrimoniali dell'impresa sono maggiori e la posizione di socio è suscettibile (almeno nel caso della quotazione) di frequenti variazioni soggettive connesse alla negoziazione dei titoli. Tale situazione, nell'impostazione delle norme regolamentari, rende parzialmente o integralmente necessaria, la protezione, essenzialmente informativa, garantita dalla disciplina sulla sollecitazione. In particolare, l'esenzione è del tutto esclusa nella terza ipotesi, in quanto la mancata quotazione dei titoli offerti li rende sostanzialmente diversi, in primo luogo sul piano delle informazioni che li riguardano, dai titoli posseduti dai destinatari.

Nel caso in esame invece né, per le ragioni sopra esposte, la presenza di un'"opzione" né la mancata emissione da parte della società di azioni od obbligazioni convertibili quotate o diffuse, rappresenterebbero situazioni idonee a caratterizzare operazioni nelle quali, in relazione al numero dei destinatari ed alle dimensioni dell'impresa, siano assenti le esigenze di tutela del pubblico risparmio sottese alla disciplina sulla sollecitazione.

Sia sotto il profilo dell'analisi testuale del dato normativo che sotto quello più strettamente connesso alla *ratio* dell'esenzione regolamentare, sussistono dunque sufficienti elementi per escludere l'applicazione della disposizione invocata nel quesito. All'offerta in questione, pertanto, deve ritenersi integralmente applicabile la disciplina recata dal T.U.F. (oltre che dallo stesso Regolamento Emittenti) in materia di sollecitazione all'investimento (a meno che non ricorrano, sulla base del concreto atteggiarsi dell'operazione, ulteriori, diverse ipotesi di esenzione rispetto a quella invocata dai richiedenti).

1.2 Applicabilità delle disposizioni in materia di servizi di investimento

In relazione all'offerta di obbligazioni sopra illustrata, si ritiene che il convincimento manifestato nel quesito - secondo cui le Cooperative emittenti possono procedere al collocamento delle obbligazioni dalle stesse emesse *"senza che sorga la necessità di avvalersi di un intermediario autorizzato, utilizzando presso le proprie sedi e dipendenze proprio personale"* - sia corretto nella sostanza, ma per motivazioni diverse rispetto a quelle poste a base del quesito.

La possibilità di procedere autonomamente al collocamento senza la necessità di avvalersi di intermediari autorizzati non scaturisce infatti dall'assenza di un'iniziativa rivolta al pubblico (per quanto rivolte ad una cerchia delimitata di soggetti le offerte ai soci devono comunque ritenersi indirizzate al "pubblico", poiché i destinatari delle stesse non sono individuati singolarmente bensì in funzione della loro appartenenza alla compagine sociale) quanto, piuttosto, dal carattere non professionale dell'attività svolta nella circostanza dalle cooperative di consumo, se non addirittura dall'impossibilità di ricondurre tale attività all'esercizio di un servizio di investimento, dovendo piuttosto considerarsi la stessa un *"completamento della propria abilitazione all'emissione ed all'offerta di prodotti finanziari"* (secondo quanto la Consob ha affermato da ultimo con Comunicazione n. DIN/58349 del 28.07.2000).

E' appena il caso di sottolineare che, laddove le cooperative intendessero procedere autonomamente all'offerta degli strumenti in questione in luogo diverso dalla propria sede legale o dalle proprie dipendenze, l'iniziativa risulterebbe necessariamente assoggettata alla disciplina dell'offerta "fuori sede" contemplata dall'art. 30 del T.U.F. (che considera tale, fra l'altro, la promozione e il collocamento *"di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle*

dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento"); con la conseguenza che l'operazione prospettata dovrebbe essere realizzata dalle società emittenti non più in modo autonomo ma con il concorso di intermediari autorizzati, i quali a loro volta dovrebbero avvalersi di promotori finanziari (ai sensi dell'art. 31, comma 1, del T.U.F.).

2. Collocamento dei titoli obbligazionari emessi dalle cooperative al pubblico indistinto

Circa l'assunto iniziale dei richiedenti - secondo il quale nel caso di offerta dei propri strumenti al pubblico indistinto le Cooperative sarebbero tenute ad affidare l'attività di collocamento ad un intermediario a ciò autorizzato - occorre premettere, come già rilevato con riferimento all'offerta ai soci, che anche in presenza di un'iniziativa rivolta al pubblico esiste per l'emittente la possibilità di procedere autonomamente al collocamento senza, per questo, intaccare la riserva posta dall'art. 18, comma 1, del T.U.F. in favore degli intermediari autorizzati.

Ciò premesso, sia nel caso in cui le cooperative intendano avvalersi di un intermediario autorizzato, sia nel caso in cui intendano procedere autonomamente, sussiste la necessità di verificare l'eventuale riconducibilità alla nozione di "dipendenza" dei locali posti all'interno dei punti vendita presso i quali avverrebbe il collocamento delle obbligazioni. Infatti, solo nell'ipotesi in cui tale verifica avesse esito positivo alla cooperativa sarebbe consentito non avvalersi dell'intermediario ovvero, per il caso in cui decidesse comunque di farvi ricorso, questi potrebbe fare a meno di promotori finanziari⁽¹⁾. Diversamente, laddove i menzionati locali non potessero assimilarsi a dipendenze dell'emittente, l'iniziativa risulterebbe necessariamente assoggettata alla disciplina dell'offerta "fuori sede" contemplata dall'art. 30 del T.U.F., con la conseguente impossibilità per le cooperative di procedervi in via autonoma, e con l'ulteriore corollario che l'intermediario incaricato sarà tenuto ad avvalersi di promotori.

In proposito, si ritiene che la nozione di "dipendenza" dell'intermediario, fatta propria dall'art. 25 del Regolamento Consob n. 11522/98 (d'ora in avanti "Regolamento Intermediari") e successivamente precisata con Comunicazione n. DI/98068214, possa costituire solo il punto di partenza nella individuazione della corrispondente nozione relativa all'emittente⁽¹⁾.

Infatti, nel caso dell'intermediario, i requisiti indicati dal Regolamento Intermediari - stabile organizzazione, apertura al pubblico, autonomia tecnica e decisionale e prestazione in via continuativa di servizi di investimento in Italia - appaiono idonei a contenere il prodursi, nel risparmiatore, del cd. "effetto sorpresa", ossia di una condizione di minore reattività tipica di chi, del tutto inaspettatamente, si veda rivolta una proposta di investimento; condizione che può indurre lo stesso risparmiatore a prestare il proprio consenso a scelte di investimento non sufficientemente ponderate e dunque, in ultima analisi, potenzialmente pregiudizievoli. Gli stessi requisiti valgono non soltanto per le SIM ma anche per gli intermediari bancari, la cui attività, come è noto, non si limita all'esercizio dei servizi di investimento; è da escludere, infatti, che il risparmiatore che si trovi all'interno dei locali di una banca per fruire di servizi correlati all'esercizio del credito o alla raccolta del risparmio (ad es. apertura di conto corrente) possa non essere al corrente, sulla base della comune esperienza, della circostanza che nei medesimi locali è generalmente effettuato collocamento di strumenti finanziari.

Viceversa, nel caso delle "dipendenze" degli emittenti, i requisiti sopra indicati appaiono, per un verso, inconferenti ove rapportati a realtà operative estranee al settore dell'intermediazione (si pensi alla "apertura al pubblico" o alla prestazione "in via continuativa di servizi di investimento"); e,

(2) Ciò vale, naturalmente, solo nel caso in cui gli intermediari si limitino a collocare i titoli emessi dalla cooperativa e non altri.

(3) Ai sensi dell'art. 25, comma 1, lett. e) del Regolamento Intermediari è "sede" o "dipendenza" una "sede, diversa dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi di investimento e, nel caso delle società di gestione del risparmio e delle SICAV, il servizio di gestione collettiva del risparmio".

per altro verso, non sufficienti ad evitare, ai danni del risparmiatore, il prodursi dell'effetto sorpresa sopra considerato. Se ci si limitasse a fare riferimento ai requisiti della stabile organizzazione e a quello dell'autonomia tecnica e decisionale, infatti, finirebbero per rientrare nell'ambito della nozione di "dipendenza" dell'emittente locali adibiti ad attività esclusivamente commerciali (quali potrebbero essere quelli che nel quesito sono definiti "punti vendita"), all'interno dei quali il risparmiatore potrebbe attendersi che avvenga la commercializzazione dei beni e servizi prodotti dall'impresa, ma non certo degli strumenti finanziari dalla stessa emessi.

Ciò impone di individuare, per gli emittenti, un criterio diverso da quello enunciato per gli intermediari, sulla base del quale qualificare "dipendenze" le articolazioni dell'impresa costituite da una stabile organizzazione di mezzi e di persone dotate di autonomia tecnica e decisionale nelle quali, tuttavia, non venga svolta attività di produzione o commercializzazione di beni e servizi prodotti dall'impresa ovvero attività di gestione dei rapporti con la clientela relativa a tali beni e servizi, bensì parte dell'attività più propriamente "amministrativa" dell'emittente. In una situazione del genere, è presumibile che il risparmiatore sia "consapevole" del fatto che nei suddetti luoghi possa attuarsi anche la gestione finanziaria dell'impresa, della quale può fare parte l'attività volta ad instaurare rapporti con i potenziali finanziatori.

Ciò non esclude che si possa verificare comunque un "effetto sorpresa" - posto che i locali in questione non sono comunque normalmente adibiti all'offerta di strumenti finanziari - ma limita tale effetto a soggetti che si trovano, per qualche ragione, già in contatto, non puramente occasionale, con l'attività gestionale dell'emittente.

Pertanto, con riferimento al caso in esame - e fatta salva ogni ulteriore valutazione che si rendesse opportuna in presenza di fattispecie diverse - si ritiene che possano costituire "dipendenze" ai fini del collocamento di prodotti finanziari emessi dalle Cooperative soltanto "locali" chiaramente e nettamente separati da quelli nei quali viene svolta l'attività di vendita dei prodotti delle stesse Cooperative, in modo che appaia in modo evidente al pubblico che trattasi di articolazioni dell'organizzazione amministrativa dell'emittente, dotate di personale proprio e di autonomo potere decisionale.

Resta fermo che all'esterno dei suddetti locali non potrà essere svolta attività "promozionale" avente ad oggetto i medesimi strumenti a meno di rendere alla stessa applicabile la disciplina dell'offerta fuori sede, espressamente riferita dal citato art. 30 del TUF alla "promozione", oltre che al collocamento, di strumenti finanziari. Nell'ambito di tale nozione si ritiene possano rientrare forme di contatto personale volte ad indirizzare i potenziali investitori verso le dipendenze in cui è possibile sottoscrivere il contratto, mentre non vi rientrano gli annunci pubblicitari la cui diffusione è sottoposta alla vigilanza Consob in base all'art. 101 del TUF ed alle relative norme di attuazione.

Ove le dipendenze delle cooperative di consumo presentassero le necessarie caratteristiche sopra esposte, si ritiene che il collocamento presso il pubblico delle obbligazioni dalle stesse emesse potrebbe avvenire al di fuori delle modalità operative che il T.U.F. prescrive per l'offerta fuori sede di strumenti finanziari.

p. IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia