

**Comunicazione n. DEM/8035334 del 16-4-2008**

Inviata alla società ... e p.c. allo Studio Legale ...

**Oggetto: Quesito relativo all'applicabilità della disciplina in materia di "offerta al pubblico di prodotti finanziari" di cui agli artt. 94 ss. del D.Lgs. n. 58/1998 ("Tuf") al programma commerciale d'investimento denominato [...omissis...]**

Si fa riferimento al quesito posto da codesta società in ordine all'applicabilità della disciplina in materia di "offerta al pubblico di prodotti finanziari", di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf, all'offerta al pubblico di un prodotto denominato [...omissis...].

In sintesi, secondo quanto risulta dalla bozza di contratto e dall'annesso Regolamento da ultimo trasmessi, l'operazione proposta consiste nella stipula di un contratto della durata complessiva di 5 anni che attribuisce al cliente (il "sottoscrittore"), a fronte del versamento di una somma pari ad Euro XX il diritto alle seguenti controprestazioni da parte di codesta società:

- a) consegna di n. 5 *coupons* incorporanti il diritto di godere di altrettanti pacchetti-vacanza (uno per ogni anno contrattuale) per due persone in una delle località presenti in un catalogo periodicamente aggiornato;
- b) riconoscimento di "un'opzione di retrovendita", ossia della facoltà, esercitabile con un congruo preavviso, di restituire annualmente i singoli *coupons*-vacanza a codesta società, la quale è contrattualmente obbligata a riacquistarli ad un prezzo predeterminato (Euro XX, pari al 3% netto di Euro XX);
- c) restituzione alla scadenza quinquennale del contratto dei XX Euro versati;
- d) costituzione di una garanzia dell'obbligo di restituzione della somma versata mediante l'acquisto di un titolo obbligazionario (del tipo '*Zero Coupon Bond*') emesso/acquistato da un primario istituto bancario (la "Banca") e contestualmente costituito in pegno in favore del sottoscrittore e depositato presso la Banca, con conferimento a quest'ultima di un mandato irrevocabile di pagamento diretto al sottoscrittore del valore facciale dell'obbligazione (XX Euro) alla scadenza del contratto;
- e) rilascio di una garanzia dell'obbligo di corrispondere il prezzo di retrovendita attraverso la costituzione di un apposito "Fondo di Garanzia" presso la Banca e contestuale conferimento a quest'ultima di un mandato irrevocabile di pagare direttamente al sottoscrittore il prezzo di retrovendita.

Così delineati gli aspetti essenziali dell'operazione, codesta società osserva che i prodotti descritti *"presentano diversi caratteri che li rendono assimilabili ai c.d. 'investimenti di consumo', in cui la spesa è finalizzata al godimento di quanto rappresentato nel documento, che nel caso di specie è costituito dal pacchetto-vacanza. Esso appare, in ultima analisi, finalizzato al soddisfacimento di un bisogno del sottoscrittore, ossia quello di godere di periodi di vacanza, considerate le caratteristiche ricreative da questi possedute"*.

Allo scopo di determinare se il prodotto in oggetto sia sottoposto alla disciplina della *"offerta al pubblico di prodotti finanziari"* di cui agli artt. 94 e ss. del Tuf, è necessario stabilire preliminarmente se ci si trovi in presenza di un *"prodotto finanziario"* o, più precisamente, di un *"investimento di natura finanziaria"* ex art. 1, lett. u), del medesimo decreto.

Tale nozione, non definita legislativamente, secondo un indirizzo ormai consolidato della Consob, presuppone la compresenza di tre requisiti: i) impiego di capitali; ii) aspettativa di rendimento; iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.

Nel caso di specie, la ricorrenza del requisito di cui al punto i) risulta evidente dalla descritta struttura dell'operazione.

Avuto riguardo al secondo requisito, ossia all'aspettativa di rendimento, occorre che quest'ultimo abbia natura *"finanziaria"*. Secondo un criterio interpretativo elaborato dalla Commissione sin dalla vigenza della legge 216/1974, un rendimento ha carattere finanziario laddove l'impiego di capitale è determinato *"da un'aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite"*. Diversamente, ove il conferimento di somme di denaro è *"finalizzato alla trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i propri bisogni"* può escludersi la finanziarietà dell'impiego e qualificarsi quest'ultimo alla stregua di un c.d. *"investimento di consumo"*.

La finanziarietà del rendimento connota la stessa causa negoziale, rendendola determinante nel riconoscimento di un investimento di natura finanziaria.

Stante quanto sopra rappresentato, occorre stabilire se, nell'ambito del programma contrattuale che codesta società intende proporre, possa rinvenirsi una *"causa finanziaria"* nei termini illustrati. L'individuazione del substrato causale, specialmente per i contratti *"atipici"*, va effettuato, secondo l'orientamento giurisprudenziale pressoché unanime, in base al criterio della *"causa concreta"* ovvero dell'interesse economico oggettivamente perseguito dalle parti.

L'identificazione della *"causa concreta"* presuppone l'individuazione delle effettive prestazioni che il sottoscrittore, con la stipula della convenzione negoziale, acquisisce il diritto di ricevere. A tal fine, nel caso in esame, non deve trarre in inganno la presentazione formale delle prima descritte prestazioni nell'ambito di un unico schema contrattuale.

L'analisi del contratto in questione evidenzia infatti che il sottoscrittore, a fronte della corresponsione di XX Euro, acquisisce il diritto di ricevere da codesta società due distinte controprestazioni *"principali"* costituite (i) dal diritto di godere n. 5 periodi di vacanza nei termini sopra descritti e, (ii) dal diritto alla corresponsione, alla scadenza quinquennale del contratto, di XX Euro.

Le ulteriori controprestazioni previste nel programma contrattuale hanno, come emerge dalla lettura del contratto, natura meramente alternativa (quella conseguente all'esercizio, da parte del sottoscrittore, dell'*"opzione di retrovendita"* dei *coupons* vacanza) ovvero accessoria (le garanzie poste a presidio dell'operazione) rispetto a quelle sopraindicate.

Come confermato anche nel corso dell'ultimo incontro tenutosi con rappresentanti di codesta società, solo una parte dei complessivi XX euro versati dal sottoscrittore è funzionale all'acquisto dei soggiorni vacanza e pertanto nella sostanza, il sottoscrittore da un lato versa il corrispettivo per il bene *"vacanza"* e dall'altro versa un importo (XX euro meno il corrispettivo per la vacanza), in

cambio della promessa di codesta società di corresponsione di un importo complessivo di XX euro alla scadenza del periodo quinquennale.

Ne consegue che, ferma restando l'imprescindibile connessione che lega le suddette controprestazioni, in capo al sottoscrittore, è dato identificare due ben distinte, tra loro compatibili, posizioni contrattuali: (i) quella di ricevere 5 pacchetti vacanza contro pagamento di un prezzo e (ii) quella di ricevere a termine una somma di denaro maggiore di quella versata a pronti.

La funzione economico-individuale del primo contratto è certamente costituita dal godimento del bene vacanza; *rectius* il sottoscrittore conferisce a codesta società la quota necessaria per acquisire i pacchetti-vacanze al fine di soddisfare un proprio bisogno non finanziario.

Il contratto in questione è, pertanto, *"essenzialmente diretto a trasformare le disponibilità (dell'investitore) in beni reali idonei a soddisfare bisogni non finanziari"*; in sintesi, un *"investimento di consumo"* secondo la definizione prima riportata .

Di contro, la funzione economico-individuale del secondo contratto è costituita dall'aspettativa di vedere accresciuta la somma impiegata nello stesso. Più precisamente, dal conferimento a codesta società di una somma di importo certamente inferiore ad Euro XX (in quanto decurtata del corrispettivo correlato ai pacchetti-vacanza, di seguito "Quota Vacanza"), il sottoscrittore ottiene la promessa di versamento futuro di un importo pari ad Euro XX configurandosi così un accrescimento della disponibilità investita pari all'importo corrispondente al corrispettivo versato per la vacanza. E ciò risulta vero a prescindere da qualsivoglia valore attribuibile a tale corrispettivo.

L'oggettivo interesse economico sottostante al suddetto conferimento di denaro prescinde da qualsiasi finalità di godimento e il rendimento che il risparmiatore acquisisce il diritto di ricevere, a fronte del capitale impiegato, è caratterizzato, in tal caso, da "un'aspettativa di profitto" o, meglio, di "accrescimento della disponibilità investita".

Inoltre, il sottoscrittore si assume il rischio che codesta società non assolva, anche solo in parte, al suo obbligo di corresponsione della somma promessa. Tale rischio, viste le caratteristiche dell'operazione, è nella sostanza coincidente con quello riconducibile alle obbligazioni bancarie, per l'offerta delle quali è prevista la pubblicazione del prospetto informativo.

La qualificazione del contratto nei termini sopradescritti implica che in relazione all'investimento da ultimo descritto si rinvenga la compresenza degli elementi che, secondo l'orientamento consolidato della Consob, lo rendono "finanziario" ossia: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di un rendimento di natura finanziaria; (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.

L'investimento in questione è, pertanto, di natura "finanziaria" secondo il disposto dell'art. 1, comma 1, lett. u) del Tuf, derivandone l'assoggettamento alla disciplina in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui agli artt. 94 e ss. del medesimo decreto e, pertanto, l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, nel cui ambito è opportuno descrivere compiutamente l'intera convenzione contrattuale.

Si rappresenta infine che l'operazione in esame pone dubbi in ordine alla sussistenza di un'attività di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso che, secondo la definizione fornita dal comma 1 dell'art. 11 del D.Lgs. n. 385/1993, costituisce una "raccolta del risparmio", alla stregua



del successivo comma 2 dell'art. 11 citato, "*vietata a soggetti diversi dalla banche*", salvo che ricorra una delle ipotesi individuate nei commi 3 e ss. o nelle relative norme di attuazione.

Ciò posto, ferma restando ogni opportuna verifica da parte della Consob in sede di approvazione del prospetto, si segnala l'opportunità di prendere contatti con la Banca d'Italia al fine di accertare il rispetto della predetta normativa.

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*