

Con riferimento al "Documento per la consultazione" relativo alla disciplina sulla "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari" diffuso da codesta rispettabile Banca d'Italia lo scorso 18 marzo 2009, accogliendo l'invito al confronto con operatori ed utenti contenuto in tale documento, il sottoscritto, anche in veste di consulente legale di alcuni operatori del settore bancario e finanziario, rimette alla libera valutazione di codesta Autorità di vigilanza la seguente osservazione.

Sulla base del condivisibile principio di "proporzionalità", la nuova disciplina sulla trasparenza diversifica gli adempimenti connessi in ragione delle diverse caratteristiche dei servizi offerti e dei relativi destinatari, i quali sono a tal fine distinti nelle seguenti categorie (in una ideale scala di progressiva diminuzione dell'esigenza di intensità di tutela):

- (i) "consumatore", ossia la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta;
- (ii) "clientela (o clienti) al dettaglio", ossia i consumatori, gli enti senza finalità di lucro e le imprese con fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro;
- (iii) "cliente", ossia qualsiasi soggetto, persona fisica o giuridica, che ha in essere un rapporto contrattuale o che intenda entrare in relazione con l'intermediario.

Non rientrano invece nella definizione di "cliente" (per espressa previsione contenuta nella nota (1) riferita al termine "cliente") i seguenti soggetti:

- banche; società finanziarie; IMEL; imprese di assicurazione; imprese di investimento; OICR (fondi comuni di investimento e SICAV); SGR; società di gestione accentrata di strumenti finanziari; fondi pensione; Poste Italiane S.p.A.; Cassa Depositi e Prestiti e ogni altro soggetto che svolge attività di intermediazione finanziaria;

(tutti i suddetti soggetti già menzionati nei Provvedimenti sulla trasparenza del 2003, ai quali Banca d'Italia aggiunge ora nel "Documento di consultazione")

- società appartenenti al medesimo gruppo bancario dell'intermediario; società che controllano l'intermediario, che sono da questo controllate ovvero che sono sottoposte a comune controllo.

Con riferimento a tali definizioni, nel documento di consultazione Banca d'Italia invita ad avanzare possibili osservazioni (anche se il riferimento espresso è alla definizione di "cliente al dettaglio" e, in particolare, di PMI).

In merito, chi scrive rileva che è usuale nelle operazioni di *private equity* l'utilizzo da parte dei fondi di investimento di società costituite *ad hoc* (cosiddette "NewCo") per ciascuna specifica operazione di acquisizione di partecipazioni societarie in società operative (cosiddette "Target"). Tali NewCo risultano spesso partecipate (in particolare nelle operazioni di Leveraged Buy Out), oltreché dal fondo di investimento (in veste di socio "finanziario"), anche da alcuni dei soci e/o dai *managers* della stessa società Target (in veste di soci "industriali"), i quali, contestualmente all'acquisizione, designano nell'organo amministrativo di NewCo persone di comprovata esperienza e professionalità, sia dal punto di vista finanziario, sia dal punto di vista più strettamente operativo. E' prassi, inoltre, che queste articolate operazioni di acquisizione (soprattutto quando si tratti di LBO), si concludano con la successiva fusione (diretta o inversa) di NewCo e di Target.

Il sostegno finanziario per l'operazione di acquisizione ad opera di NewCo è offerto, oltreché dalla dotazione di *equity* da parte del fondo di investimento e dagli altri soci "industriali", anche da finanziamento di natura bancaria (cosiddetto *acquisition finance*). Accade di frequente che, nella medesima operazione, la stessa banca che finanzia NewCo, finanzia anche Target per esigenze ovviamente distinte rispetto a quelle dell'acquisizione (si tratta spesso di linee di credito "operative" a sostegno di esigenze di tesoreria o *working capital*).

Orbene, alla luce della prospettata novella in punto di trasparenza, in occasione di operazioni siffatte ed assumendo la contemporanea sussistenza delle seguenti tre condizioni:

(i) la società Target abbia un fatturato superiore ai 5 milioni di Euro;

(ii) la società NewCo non abbia ancora generato alcun fatturato, in ragione della sua recente costituzione all'uopo; e

(iii) tanto il contratto di finanziamento per l'acquisizione a favore di NewCo, quanto il diverso contratto di concessione di facilitazioni di credito a favore di Target, siano senza dubbio frutto di "trattativa individuale" (come sempre avviene in simili operazioni nelle quali tale negoziazione avviene, in modo assai esteso, con il supporto professionale prestato dai numerosi consulenti, anche legali, delle banche finanziatrici e dei soci di NewCo);

accadrebbe che, mentre al contratto di finanziamento per l'acquisizione concesso a favore di NewCo - dovendo questa definirsi "cliente al dettaglio" per via dell'assenza di fatturato - così come all'intero successivo rapporto negoziale, non si applicherebbe la prospettata disciplina "graduata", di questa potrebbe invece avvalersi il contratto di concessione di facilitazioni di credito concesso a favore di Target (e l'intero successivo rapporto negoziale tra le parti), per non essere quest'ultima qualificabile né come "consumatore", né come "cliente al dettaglio", con conseguente esclusione - solo per Target - dell'applicazione dell'intera Sezione II (relativa alla pubblicità e alla informazione precontrattuale).

Si verrebbe così a verificare che, nell'ambito di una medesima operazione, NewCo e Target riceverebbero un trattamento in punto di trasparenza assai differente, pur a fronte di (minori) esigenze di tutela in materia del tutto equiparabili. E' infatti evidente che, pur sempre nella loro autonoma e distinta personalità giuridica (quantomeno sino alla fusione), NewCo presenti, sotto il profilo delle conoscenze e competenze (sia dirette, attraverso i propri organi, sia indirette, avvalendosi NewCo dei medesimi consulenti di cui si avvale Target per l'operazione, anche di natura bancaria / finanziaria), la medesima capacità di comprensione e di valutazione dei termini e delle condizioni del contratto di finanziamento di cui dispone Target. A ciò si aggiunga che, a seguito della fusione di NewCo e di Target, la società risultante dalla fusione (cosiddetta "MergeCo") diverrebbe l'unica controparte contrattuale della medesima banca finanziatrice, quale avente causa dei due diversi contratti di finanziamento inizialmente concessi, a diverso titolo, a NewCo e a Target, aventi tuttavia una disciplina sulla trasparenza diversa.

Alla luce di tutto quanto sopra rappresentato, il sottoscritto sottopone alla valutazione di codesta Autorità di vigilanza se sia condivisibile chiarire che fra i soggetti che non devono considerarsi "clienti al dettaglio" sono da annoverare anche le società aventi le caratteristiche quali quelle proprie di NewCo. La formulazione di detto chiarimento potrebbe essere prevista - in negativo - nella stessa definizione di "clientela (o clienti) al dettaglio", che così potrebbe leggersi (la proposta integrativa è riportata, per comodità, in **caratteri sottolineati e in grassetto**):

(ii) "clientela (o clienti) al dettaglio", ossia i consumatori, gli enti senza finalità di lucro e le imprese con fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro, **salvo che la società, pur presentando un fatturato inferiore a tale soglia, risulti essere controllata da SGR attraverso fondi di investimento da queste gestiti, anche se in via congiunta con terzi soggetti [eventualmente aggiungendo l'ulteriore specificazione] e semprechè tali società siano appositamente costituite ovvero utilizzate per l'effettuazione di operazioni di *private equity* e, in tale contesto e per tali finalità, entrino in rapporti contrattuali con banche e intermediari finanziari.**

Peraltro, tanto NewCo, quanto (una volta perfezionatasi l'acquisizione) Target, potrebbero in teoria rientrare financo nella categoria dei "non clienti", ai sensi della sopra menzionata nota (1) riferita al termine "cliente". Tale lettura sembrerebbe infatti compatibile (seppure nei limiti dell'accezione del termine "intermediari") avendo riguardo alla nuova categoria di soggetti esclusi dal novero dei "clienti" e rappresentata, in particolare, da "società che controllano l'intermediario, che sono da questo controllate ovvero che sono sottoposte a comune controllo". Come già esposto, infatti, sia NewCo (sin dalla sua costituzione o, comunque, dall'ingresso nel suo capitale sociale da parte della SGR attraverso il proprio fondo di investimento), sia Target (al perfezionarsi dell'operazione di acquisizione) risulteranno controllate, spesso in via congiunta con i "soci industriali", dalla SGR attraverso il fondo di investimento di *private equity*.

Nell'augurarmi di avere espresso chiaramente l'osservazione formulata in questa email e la finalità alla quale essa tende, resto comunque a disposizione per qualsiasi eventuale contatto che codesta spettabile Banca d'Italia possa ritenere utile in proposito.

Ringraziando per la cortese attenzione prestata, porgo i miei saluti più cordiali.

Avv. Matteo Bascelli

ORRICK, HERRINGTON & SUTCLIFFE