

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

IX CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
“ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE”

“PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE”
ROMA, 23-24 FEBBRAIO 2018

FILIPPO ANNUNZIATA

**OICR di private equity e partecipazioni qualificate al capitale
delle banche: una ibridazione possibile?**

SOMMARIO: 1. Il problema – 1.1. Crisi finanziaria e inquadramenti normativi - 2. La prospettiva della disciplina della gestione collettiva: OICR e partecipazioni di controllo dalla UCITS alla AIFMD - 3. Il problema riguardato dalla prospettiva della disciplina delle banche. 3.1. Il criterio della *financial soundness*. 3.2. La vigilanza prudenziale in capo alla società *target* - 4. I punti qualificanti che risultano dall'incrocio tra le due discipline. - 5. Considerazioni conclusive.

1. *Il problema.*

In un recente e ben documentato studio, Nicolas Véron analizza la struttura proprietaria delle banche cc.dd. “*significant*”, organizzando il campione in alcuni modelli-base, tra i quali quello rappresentato dalle banche pubbliche, quello delle banche a proprietà concentrata, e quello delle banche a proprietà diffusa, quest'ultimo rappresentato dalle

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

banche quotate nei mercati regolamentati¹. L'analisi conclude suggerendo che, per le banche, si dovrebbe intraprendere un percorso che veda un più ampio ricorso alla diffusione del capitale di rischio, essenzialmente per via della quotazione su *trading venues* riconosciute². Gli effetti virtuosi che deriverebbero da tale processo sarebbero rappresentati sia dalla maggior facilità di reperimento dei capitali, sia

¹ Lo studio di Véron considera le banche significative ai sensi del Regolamento 1023/2013 istitutivo del Meccanismo di vigilanza unico, e scorpora le filiazioni di banche estere, riducendo il campione a 97 banche. L'analisi raggruppa, per tale via, le banche analizzate in sei categorie: (i) banche quotate, nelle quali nessun azionista dispone da solo di sufficiente influenza per modificare la direzione della strategia della banca; (ii) banche nel cui assetto proprietario è presente almeno un azionista di minoranza importante, pur non essendovi un socio di controllo; (iii) banche a controllo privato, nelle quali un socio detiene il controllo del capitale; (iv) banche cooperative; (v) banche controllate dal settore pubblico; (vi) banche nazionalizzate per effetto della crisi.

² Considerazioni specifiche valgono con riguardo alle banche in mano pubblica: un caso, quest'ultimo, da tempo indagato in letteratura, anche sulla scorta delle soluzioni emerse nell'ambito dei vari salvataggi bancari successivi allo scoppio della crisi finanziaria. Gli studi in materia sono numerosi: per talune considerazioni si vedano, *ex multis*, E. LEVY YEYATI – A. MICCO – U. PANIZZA, *State-Owned Banks: Do They Promote or Depress Financial Development and Economic Growth?*, background paper prepared for the Inter-American Development Bank conference on 'Public Banks in Latin America: Myths and Reality', 2005, disponibile all'indirizzo www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-491.pdf; P. SAPIENZA, *The Effect of Government Ownership on Bank Lending*, in *Journal of Financial Economics*, 72, 2004, no. 2 (May); A.C. Bertay – A. Demirgüç-Kunt – H. Huizinga, *Bank Ownership and Credit Over the Business Cycle: Is Lending by State Banks Less Procyclical?* (June 1, 2012), World Bank Policy Research Working Paper No. 6110 disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2096779>; Th. Barry – L. Lepetit – F. Strobel, *Bank Ownership Structure, Lending Corruption and the Regulatory Environment* (August 3, 2015), in *Journal of Comparative Economics*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2574816>; A. N. BERGER – L. F. KLAPPER – P. MARTINEZ – S. MARIA – R. ZAIDI, *Bank Ownership Type and Banking Relationships* (March 1, 2006), World Bank Policy Research Working Paper No. 3862 disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=922988>; G. DE NICOLA – E. LOUKOIANOVA, *Bank Ownership, Market Structure and Risk* (September 2007), IMF Working Papers, pp. 1-44, 2007, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1033208>.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

dagli impatti sulla *governance* della banca, e sulla sua capacità di meglio strutturare il proprio sviluppo strategico. Il legame tra assetti proprietari e *governance* delle banche, costituisce, peraltro, da tempo uno dei cardini della disciplina di vigilanza sulle banche: un legame che, ad ormai un decennio dallo scoppio della crisi finanziaria, può ora essere indagato anche mediante analisi empiriche, dalle quali ricavare eventuali utili indicazioni circa il grado di correlazione effettiva tra le diverse variabili in gioco. La domanda che si pone, in tale contesto, è se sia riscontrabile un rapporto - e, in caso affermativo, di quale tipo - tra assetti proprietari, *governance* e, modelli di *business* della banca (e, di conseguenza, la *performance* della stessa)³.

Orbene, sia l'indagine di Véron, sia le ricerche in corso - per quanto consta - non sembrano prendere direttamente in considerazione il fenomeno, del tutto peculiare, ma in via di significativa diffusione, che vede la crescente presenza, nel capitale delle banche, di fondi di *private equity*, quali detentori di partecipazioni qualificate o, addirittura, di controllo⁴. Si tratta di un caso che soltanto in via di prima

³ Questo spunto è tratto dalla relazione presentata da G. LUSIGNANI, al Convegno *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci ed ombre*, Courmayeur, 22-23 settembre 2017, che ha ivi illustrato i risultati preliminari di una ricerca in corso di completamento e di prossima pubblicazione. Ringrazio Giuseppe Lusignani per avermi cortesemente messo a disposizione una prima traccia della relazione scritta.

⁴ Tra le operazioni concluse in Italia si segnala l'acquisizione, nel 2015, del Gruppo Istituto Centrale delle Banche Popolari (ICBPI) da parte di tre fondi di *private equity*, che hanno acquisito quasi il 90% della Banca capogruppo; nel 2015 un fondo di *private equity* di origine statunitense ha acquisito il 54,212% del capitale della Banca Popolare Lecchese (venduta da Nuova Banca Etruria spa). Casi analoghi hanno riguardato anche la realtà degli Istituti di pagamento: nel 2016 un operatore di *private equity* ha rilevato il 100% di Sisal Group spa (in precedenza già detenuta in via totalitaria da tre fondi di *private equity*). Sempre nel 2015 il Gruppo Fortress ha acquistato, tramite gli OICR gestiti dallo stesso, il controllo di Do Bank (ceduta da Unicredit). Nel 2017, la procedura di amministrazione straordinaria di Gruppo Banca Mediterranea spa si è chiusa, di fatto, con l'acquisizione della Banca da parte di un fondo di *private equity*. Non si sono invece perfezionate altre operazioni, nelle quali grandi operatori di *private equity* hanno manifestato interesse ad acquisire anche la

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

approssimazione può farsi rientrare nelle categorie dello studio di Véron: ad esempio, il caso di cui qui si discute potrebbe, in teoria, rientrare nel campione delle banche connotate dalla presenza di un socio di minoranza “qualificato”, e ciò là dove – per l’appunto – l’OICR di *private equity* acquisiti una partecipazione qualificata, ma non di controllo, nel capitale della banca. Di converso, e qualora ricorra tale ultima circostanza, l’ipotesi di cui si discute potrebbe rientrare in quello delle banche connotate da un socio di maggioranza, e dunque nel campione delle banche a proprietà concentrata. Tuttavia, ricondurre la situazione che qui si intende esaminare a questi sotto-campioni risulta, a nostro avviso, troppo semplificadorio. Rispetto a quegli schemi, infatti, la situazione che in questa sede preme analizzare presenta, infatti, vari profili di specialità: ad esempio, rispetto al caso del socio di minoranza “qualificato”, la peculiarità del caso di specie si ravvisa là dove si osservi che gli OICR, e i relativi gestori, sono strutturalmente connotati da una modalità di agire che prevede il perseguimento di interessi di terzi (gli investitori/partecipanti all’OICR), secondo uno specifico modello organizzativo che si connota per la presenza di una strutturale separazione tra investitori e soggetto gestore. L’OICR detentore di una

totalità del capitale di banche a volte in difficoltà, oppure che hanno interessato il settore assicurativo (v. a riguardo http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/10/17/news/al_private_equity_piacciono_le_banche_un_affare_grazie_ai_prezzi_stracciati-150016031/). Più risalente nel tempo, ma non per questo meno significativo, fu il caso che condusse, nel 2011, il fondo Investindustrial ad acquisire una partecipazione di circa il 10% nel capitale della Banca Popolare di Milano: un’operazione per molti versi pionieristica, posto che, a quanto consta, fu questo uno dei primissimi casi in cui ad un fondo di *private equity* fu concesso di acquisire una quota significativa di partecipazione al capitale di una grande banca italiana. L’operazione si connotò anche per l’introduzione, nello statuto della banca, di particolari clausole, atte a riflettere la situazione di rilievo acquisita dal fondo e ad attribuirgli particolari diritti sul piano della nomina di organi sociali e della *governance*. Tra le non poche operazioni in altri Paesi dell’Unione Europea, merita di essere segnalata l’acquisizione del 75% del capitale di Novo Bank, in Portogallo, da parte del fondo statunitense Lone Star: operazione realizzatasi nello scorso mese di ottobre 2017.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

partecipazione di rilievo al capitale di una banca configura sì un investitore di minoranza “qualificato”, ma connotato da elementi di specialità, a causa dell’eterodestinazione, a beneficio esclusivo dei partecipanti all’organismo di investimento collettivo, dei risultati dell’investimento. Ulteriori elementi di specialità sono rappresentati – come avremo modo di osservare – dalla peculiare prospettiva temporale nella quale, tipicamente, si colloca l’investimento di un OICR, rispetto ad un soggetto diverso. Soprattutto, le specifiche modalità e la natura stessa dell’attività svolta dall’OICR – che si connota per il perseguimento di una politica di investimento di natura spiccatamente finanziaria – finiscono per colorare i profili del tutto particolari. In questo caso la detenzione della partecipazione ed, eventualmente, l’esercizio del controllo vengono a combinarsi con la prospettiva tipicamente *finanziaria* dell’investimento.

In questo contributo si intendono analizzare soprattutto i temi connessi con i profili di vigilanza prudenziali riferibili al caso delle partecipazioni qualificate di OICR al capitale delle banche. Si tratta, naturalmente, di una soltanto delle varie prospettive dalle quali il fenomeno può essere analizzato, ma che presenta, crediamo, profili di interesse non soltanto per la sua rilevanza concreta, ma anche perché essa funge da punto di osservazione delle numerose intersezioni che si danno tra disciplina del mercato mobiliare, da un lato, e disciplina delle banche e dell’attività bancaria, dall’altro: intersezioni che, soprattutto alla luce delle esperienze maturate, e maturande, dopo la crisi finanziaria, appaiono sempre più intense, e dense di implicazioni (si pensi, per tutti, al tema del progressivo scolorimento della distinzione tra rischio tipicamente associabile alla raccolta di risparmio bancario, e rischio finanziario, conseguente alla disciplina sulla risoluzione delle banche e al c.d. regime del “*bail-in*”). L’analisi, in altre parole, mostra come la compartimentalizzazione della disciplina del mercato dei capitali, tutt’ora strutturata in “silos” tendenzialmente indipendenti l’uno dall’altro, sia suscettibile di creare frizioni di non agevole

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

soluzione ma che, al contempo, fungono da stimolo per riflessioni più generali.

1.1. *Crisi finanziaria e inquadramenti normativi.*

Come ampiamente noto, la crisi finanziaria ha posto al centro del dibattito il tema delle crisi bancarie, sotto il duplice profilo della loro *prevenzione*, e della loro *gestione*, con ciò innescando trasformazioni di enorme portata, riflesse in ampie riforme della disciplina comunitaria (Meccanismo di vigilanza Unico; Disciplina sulla risoluzione delle banche; Revisione del *Single Rulebook*). Il tema del rafforzamento della solidità delle banche, e, in generale, dei complessivi meccanismi della vigilanza prudenziale costituisce il principale *fil rouge* che corre lungo l'ampio ventaglio di innovazioni legislative, molte di portata radicale, che hanno investito la più recente legislazione bancaria europea. I profili di debolezza emersi nel corso della crisi hanno però innescato riforme anche in pressoché tutti i comparti limitrofi della disciplina del mercato dei capitali e, tra questi ultimi, anche della gestione collettiva del risparmio, culminate nell'ultima revisione della Direttiva UCITS (il cui nucleo originario risale, come noto, al 1985) e nell'emanazione della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (AIFMD)⁵. In particolare, l'entrata in vigore della Direttiva AIFM ha per così dire "completato" il quadro della disciplina europea in materia di organismi di investimento collettivo, colmando la lacuna lasciata aperta dalla risalente (seppur via via aggiornata) Direttiva UCITS: proprio per effetto di tale percorso, il sistema offre oggi una disciplina sufficientemente compiuta, in ambito europeo, della gestione collettiva del risparmio, che si trova

⁵ La maggior parte degli spunti dai quali hanno mosso le riforme introdotte nell'ultimo decennio traggono origine, come noto, dal Rapporto del Gruppo presieduto da Jacques de Larosière, pubblicato nel febbraio del 2009 (il documento, di cui non ci stancheremo di rimarcare l'importanza, è disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

frequentemente, chiamata a “dialogare”, sotto forme diverse, con la disciplina bancaria: un vero e proprio punto di incrocio, un “melting pot”, tra comparti distinti della disciplina del mercato dei capitali.

Sul piano concreto, l’acquisto di una partecipazione qualificata al capitale di una banca da parte di un fondo comune di investimento può rispondere a logiche diverse, inquadrabili muovendo da diverse prospettive: quella più propriamente strategica, quella economico-finanziaria, quella che esamina il fenomeno in una tipica visione di vigilanza prudenziale prevalentemente attenta ai profili della sana e prudente gestione della banca *target*. Il fenomeno può anche indagarsi muovendo, innanzitutto, dalla prospettiva della disciplina della gestione collettiva, la quale offre taluni schemi particolarmente utili per inquadrare le diverse casistiche ed elaborare, se possibile, una prima tassonomia di un fenomeno ancora in evoluzione. Infatti, o sulla scorta dell’evoluzione normativa in materia di gestione collettiva, si possono distinguere, quantomeno in linea di prima approssimazione, due schemi di base: da un lato, l’operazione di cui si discute può rispondere, in capo all’OICR, ad una logica di puro investimento finanziario, senza recare con sé alcuna implicazione sul piano della gestione dell’impresa bancaria *target*, o della creazione di un legame stabile con la banca, là dove l’OICR non si pone in alcun modo l’obiettivo di intervenire nei processi strategici o di governance della banca partecipata: in questo senso, un OICR può decidere di investire in una banca come in qualsivoglia altra *asset class*. Tale fenomeno interessa, soprattutto, gli OICR di tipo aperto, essenzialmente rientranti nell’ambito della Direttiva UCITS, che operano su strumenti liquidi, quotati in *trading venues* riconosciute, e che possono essere più o meno specializzati sul piano geografico o settoriale. Anche in Italia, così come in altri Paesi europei, la presenza nel capitale delle banche quotate di fondi di investimento, in specie di tipo aperto, con partecipazioni anche non trascurabili, è andata via via aumentando nel corso degli ultimi anni, arricchendo di per sé il già articolato dibattito sul ruolo degli investitori istituzionali nel capitale degli emittenti quotati, e suscitando articolate

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

riflessioni su vari istituti della disciplina degli emittenti quotati previsti nel TUF⁶.

Fermo quanto sopra, l'operazione che porta un OICR ad acquisire una partecipazione significativa al capitale di una banca può però rispondere ad una più articolata strategia di investimento, con la quale l'OICR punta a valorizzare nel tempo la partecipazione, secondo una logica di investimento di medio-lungo periodo, connotata dall'esercizio di sue prerogative in qualità di azionista *qualificato* (nomina di esponenti aziendali; concorso nella definizione di piani strategici; sviluppo prospettico della banca, ecc.): è questa, tipicamente, la logica che connota le operazioni di *private equity*, proprie dell'universo, in verità alquanto diversificato, degli OICR di tipo chiuso riconducibili a tale categoria (che – si badi – sul piano normativo è

⁶ V. M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, Egea, 2015, 247 ss. Studi recenti si stanno soffermando sulle implicazioni che il fenomeno assume in una logica trasversale, che chiama in gioco considerazioni di antitrust: v. Ferrell, Allen and Morley, John, *New Special Study of the Securities Markets: Institutional Intermediaries*, Yale Law & Economics Research Paper No. 580, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3005542>, i quali osservano che "Some of this research suggests that the largest managers' stakes are so vast and so widespread that they might be tilting toward monopolization. In one paper, José Azar, Martin Schmalz, and Isabel Tecu (2016) show that as a handful of large investment managers came to control increasingly large stakes in every major airline, the intensity of price competition among the airlines decreased.³⁹ Labeling this phenomenon "horizontal ownership," a number of legal scholars have argued that although the declines in competition likely do not reflect direct collusion by investment managers, overlapping ownership by investment managers should nevertheless be regulated as an antitrust problem (Elhauge, 2016; Posner, Morton & Weyl, 2017). The investment management industry, understandably, tends to believe there is nothing to worry about. And even many academics argue that there are yet reasons to remain skeptical of the academic evidence. Still, even if one feels inclined to accept the investment management industry's skepticism, it is important to take the issue of horizontal ownership seriously. Though no one can tell the future, the potential impact of concentrated ownership is vast. It is now possible to foresee a day when the clients of two or three large investment managers might hold thirty percent of the shares of a majority of America's large public companies. Though the intentions of investment managers may be entirely benign, the power that these growing stakes will bring is too significant to ignore".

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

puramente descrittiva)⁷. Per tale via, nelle operazioni di *private equity*, l'investitore si riserva tipicamente alcuni specifici diritti, a volte di supervisione e controllo, a volte più direttamente influenti sulle

⁷ Come noto, non esiste, né nella disciplina europea, né in quella interna, una definizione di "*private equity*": gli OICR che, descrittivamente, vengono ricondotti all'interno di tale categoria sono generalmente, sul piano normativo, OICR di tipo chiuso, ma con caratteristiche potenzialmente alquanto diversificate. La disciplina europea conosce soltanto regole settoriali specifiche per alcuni tipi specifici di OICR in senso lato riconducibili a tale categoria, come ad esempio gli OICR cc.dd. "EuVeCa", "EuSeF", o gli "ELTIF", che si sono affacciati nel panorama della normativa UE a seguito della Direttiva AIFM: v. a riguardo J. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe. Oxford Legal Studies Research Paper* No. 40/2011, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1886186>. Nella letteratura giuridica i confini della nozione sono dunque ricavati indirettamente dalla letteratura economico-finanziaria, dove, di contro, la categoria degli OICR di *private equity* è dotata di caratteri distintivi meglio indentificabili. In Italia, l'Associazione Italiana del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, ha definito "*private equity* l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine" (cfr. A. GERVASONI – F. SATTIN, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, IV edizione, Milano, Guerini, p. 28. La definizione è ripresa anche dal recente contributo di G. A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, EGEA, 2017 e, per la letteratura economico-finanziaria, D. J. CUMMING – S. A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier, 2^a ed., 2013; J. LERNER – F. HARDYMON, *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, John Wiley & Sons, 5^a ed., 2012; S. BRESLOW – PH. SCHWARTZ, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, Practising Law Institute, 2^a ed., 2017; S. CASELLI – G. NEGRI, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, 3 edizione, 2018; H. CENDROWSKI – L. W. PETRO – J. P. MARTIN – A. A. WADECKI, *Private Equity: History, Governance, and Operations*, John Wiley & Sons, 2^a ed., 2012; J. LERNER – A. LEAMON – F. HARDYMON, *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, John Wiley & Sons, 2012; A. GERVASONI, *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerini Next (18 dicembre 2014); B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, Banca d'Italia, n. 55, 2002, ove ulteriori riferimenti alla distinzione tra *private equity* e *venture capital*.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

strategie dell'impresa, che si combinano con specifici diritti negoziali che consentono di liquidare l'investimento entro un determinato arco temporale⁸.

Naturalmente, nella pratica, può risultare non agevole distinguere nettamente le varie situazioni: la logica che presiede all'investimento può, infatti, essere più articolata, e connotata da elementi più granulari di quanto testé affermato, e da diverse sfumature. Ciò nonostante, e come conferma anche l'evoluzione della disciplina della gestione collettiva in materia, la distinzione sopra tratteggiata può rappresentare una prima chiave di lettura, quantomeno utile ai fini dell'analisi che qui si intende svolgere.

In entrambi i casi, la presenza "qualificata" di organismi di investimento collettivo nel capitale di una banca solleva problematiche complesse, molte delle quali appartengono, per così dire, al *mainstream* dei temi connessi con la *corporate governance*, nelle sue varie declinazioni, e, in tale ambito, con quelli che attengono alla partecipazione di investitori istituzionali al capitale delle imprese⁹.

⁸ V. a riguardo, G. A. MAZZA, (nt. 7), il quale osserva che in un'operazione di *private equity* l'investimento si accompagna al riconoscimento, da parte degli altri soci, o del socio di maggioranza, di alcuni diritti "tipici", tra cui: (a) il diritto di sorvegliare l'amministrazione della *target company* (e, se possibile, di farvi partecipare persone di propria fiducia); (b) il diritto di influire sulle decisioni strategiche (o comunque straordinarie) rimesse alla competenza, rispettivamente, dei soci e dell'organo amministrativo della *target company*; e (c) il diritto di attivare meccanismi negoziali tali da permettere comunque la liquidazione dell'investimento entro un dato periodo di tempo (c.d. "diritto di *exit*").

⁹ Il crescente *focus* sul tema della *corporate governance* delle banche – che si lega indissolubilmente a quello degli assetti proprietari e della vigilanza prudenziale – è questione nota, ma le cui implicazioni sono ancora in fieri, anche sulla scorta del processo di edificazione della *banking union*. È, tuttavia, evidente che, dopo la crisi finanziaria e il sostanziale fallimento dei tradizionali modelli di supervisione bancaria, il peso crescente che viene attribuito alla *governance* della banca riflette una nuova visione dello stesso modello di vigilanza, dove il tema del capitale, della liquidità, sono quantomeno da valutarsi in un approccio olistico rispetto al primo. Cfr. in argomento A. BELTRATTI – R. M. STULZ, *Why Did Some Banks Perform Better during the*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

Le operazioni specificamente riconducibili al filone del *private equity* sollevano però, in tale contesto, questioni specifiche sul piano della vigilanza prudenziale, le quali originano dalla stessa natura che connota, in tal caso, l'investimento da parte dell'OICR, e che attengono alle specifiche interferenze tra disciplina bancaria, da un lato, e disciplina della gestione collettiva, dall'altro.

2. *La prospettiva della disciplina della gestione collettiva: OICR e partecipazioni di controllo dalla UCITS alla AIFMD.*

Che i “volti” che può assumere l'investimento azionario di un OICR al capitale di una banca possano ricondursi, in via di prima approssimazione, ai due schemi sopra evocati è in qualche modo comprovato dall'evoluzione che la disciplina della gestione collettiva ha conosciuto negli anni. Se si ha riguardo alla disciplina di rango comunitario, la forma primigenia che l'organismo di investimento collettivo assume nella originaria Direttiva UCITS (risalente al 1985) e in pressoché tutte le legislazioni europee (tra cui la legge n. 77/1983) è quella tipicamente riconducibile ad uno schema di investimento di massa, rivolto al pubblico indistinto, connotato da un elevato tasso di

Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-012 disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1433502>; L. LAEVEN – R. LEVINE, *Bank Governance, Regulation, and Risk Taking*, (June 2008), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1142967>; K. HOPT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in: E. WYMEERSCH - K. J. HOPT - G. FERRARINI, eds., *Financial Regulation and Supervision, A post-crisis analysis*, Oxford University Press 2012, pp. 337-367; ECGI - Law Working Paper No. 181/2011, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1918851>; M. SCHMID – G. SABATO – V. AEBI, *Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis* (October 11, 2011), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1942896>; H. MEHRAN – A.D. MORRISON – D. ALAN – J.D. SHAPIRO, *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?* (June 1, 2011). FRB of New York Staff Report No. 502, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1880009>.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

liquidabilità: la forma, per così dire canonica dell'organismo di investimento collettivo di tipo "aperto", rivolto al pubblico (e, dunque, in quanto tale, assoggettato anche alla disciplina delle offerte al pubblico e del prospetto informativo). In questa prima prospettiva – risalenti agli schemi-archetipo dell'*investment trust* di matrice angloamericana – l'OICR opera in una logica connotata in genere dalla mancata assunzione di partecipazioni qualificate al capitale delle imprese e, sul piano normativo, da precisi divieti che, con modalità diverse, vogliono evitare che l'organismo collettivo possa esercitare un'influenza dominante, o anche solo significativa, nel capitale delle imprese medesime. Al di là delle modifiche di dettaglio intervenute nel tempo, questa impostazione connota tuttora sia la disciplina di rango comunitario riferita ai fondi UCITS, sia la disciplina secondaria¹⁰, ed è sostanzialmente confermata dalle regole applicabili anche ai fondi alternativi non riservati.¹¹

Diversa risulta, invece, l'impostazione seguita dalla Direttiva AIFM, per quanto riguarda, soprattutto, i fondi alternativi rivolti a investitori professionali: sono proprio questi gli OICR che, negli ultimi tempi, si sono affacciati alle soglie del capitale delle banche, con operazioni volte ad acquisirvi partecipazioni significative, se non addirittura di controllo o, in alcuni casi, pressoché totalitarie. Per tali

¹⁰ Il *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* della Banca d'Italia, da ultimo modificato e integrato il 17 gennaio 2017, prevede: (i) limiti agli investimenti in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto, in quanto un fondo non può investire più del 5% del totale delle proprie attività negli strumenti finanziari di uno stesso emittente; (ii) limiti riferiti al patrimonio del fondo, in quanto lo stesso non può investire più del 20% del totale delle proprie attività in strumenti finanziari, depositi bancari o esposizioni ottenute tramite derivati di uno stesso soggetto; (iii) limiti ai diritti di voto, in quanto una SGR non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al 10% se la società è quotata e al 20% se la società non è quotata.

¹¹ Per i fondi alternativi i limiti sono più elevati rispetto a quelli previsti per gli OICVM: si veda il *Regolamento Banca d'Italia, cit.*, Titolo V, Cap. III, Sez. III, par. 1 e Sez. V, parr. 2, 3.1 e 6.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

OICR, in vero, non si applicano le limitazioni alle partecipazioni detenibili propri della disciplina degli OICR regolati dalla Direttiva UCITS: essi possono dunque anche acquistare una partecipazione rilevante o il controllo di una società quotata o non quotata e, in linea di principio, anche di una banca posto che la disciplina applicabile a tali OICR non pone alcun limite settoriale alla tipologia di investimenti ammissibili¹². Resta naturalmente ferma l'applicazione di discipline specifiche, a partire da quelle che attengono alla trasparenza degli assetti proprietari di emittenti quotati, all'OPA, o di quelle settoriali che prevedono, in caso di acquisto di partecipazioni superiori a determinate soglie, l'obbligo di ottenimento di autorizzazioni preventive, come tipicamente accade per le banche. Si tratta, tuttavia, di regole che discendono non già dalla disciplina in materia di OICR, ma dalle regole riferibili alla tipologia di società *target*¹³.

Il sistema, dopo la Direttiva AIFM, non è comunque del tutto indifferente ad operazioni quali quelle di cui si discute, sebbene – nuovamente – in una prospettiva che prescinde da logiche di settore, e che dunque connota l'investimento da parte di un OICR in imprese tanto industriali, quanto finanziarie. In tal senso, specifiche disposizioni si rinvergono, nel contesto della AIFMD, in merito al c.d. divieto di "disaggregazione delle attività" (c.d. "asset stripping"), applicabili al

¹² La nozione di controllo di una società emittente adottata dalla Direttiva AIFM è compiuta con un rinvio all'art. 5 , paragrafo 3, della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, la quale prevede che "la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo (...) e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale".

¹³ Per i limiti alla detenzione di strumenti finanziari di uno stesso emittente, seppur privi del diritto di voto v. il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Banca d'Italia, Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 6.1. La materia è anche interessata da profili di autoregolamentazione, come il *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interesse di Assogestioni* (intitolato "Esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei patrimoni gestiti"), il quale giudica inopportuna la partecipazione di OICR a patti parasociali.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

caso in cui il fondo acquista una partecipazione di controllo: si tratta di regole che puntano a ridurre il rischio di comportamenti opportunistici tali da comportare l'appropriazione, da parte dell'OICR, di risorse patrimoniali e finanziari dell'impresa partecipata¹⁴. Anche in questo caso, la prospettiva dalla quale muove la disciplina della gestione collettiva è neutra rispetto alla natura della società *target*: le regole sulla disaggregazione trovano, pertanto, applicazione indipendentemente dalla natura, o dalla tipologia della società partecipata. Naturalmente,

¹⁴ Si riporta per comodità il Considerando 58 del Regolamento n. 231/2013: “Gli obblighi di notifica e pubblicità e le specifiche garanzie contro la disaggregazione delle attività (asset stripping), nel caso di controllo di una società non quotata o di un emittente, dovrebbero essere soggetti ad un’eccezione generale per quanto riguarda il controllo su piccole e medie imprese e società veicolo finalizzate all’acquisto, alla detenzione o all’amministrazione di beni immobili. Inoltre, tali obblighi non sono intesi a rendere pubbliche le informazioni proprietarie che svantaggerebbero il gestore rispetto a potenziali concorrenti, quali ad esempio fondi sovrani o concorrenti che potrebbero voler mettere fuori gioco la società bersaglio utilizzando le suddette informazioni a loro vantaggio. Gli obblighi di notificare e pubblicare le informazioni dovrebbero applicarsi, pertanto, subordinatamente alle condizioni e alle restrizioni relative alle informazioni riservate stabilite dalla direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’11 marzo 2002, che istituisce un quadro generale relativo all’informazione e alla consultazione dei lavoratori, e senza pregiudizio delle direttive 2004/25/CE e 2004/109/CE. Ciò implica che gli Stati membri dovrebbero disporre che, entro i limiti e le condizioni stabiliti dal diritto nazionale, i rappresentanti dei lavoratori e chiunque che li assista non siano autorizzati a rivelare ai lavoratori o a terzi le informazioni che hanno ripercussioni sui legittimi interessi della società e che sono state espressamente fornite loro in via riservata. Gli Stati membri dovrebbero comunque poter autorizzare i rappresentanti dei lavoratori e chiunque che li assista a trasmettere le informazioni riservate ai lavoratori o ai terzi tenuti all’obbligo di riservatezza. Gli Stati membri dovrebbero adoperarsi affinché i GEFIA interessati non esigano la comunicazione di informazioni da parte del consiglio di amministrazione ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi, allorché la natura delle informazioni in oggetto sia tale da nuocere gravemente, in base a criteri oggettivi, al funzionamento della società interessata o possa portarle pregiudizio. Gli obblighi di notifica e pubblicità e le specifiche garanzie contro la disaggregazione delle attività dovrebbero far salve eventuali norme più rigorose adottate dagli Stati membri”.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

come appare intuitivo, là dove la società *target* sia un intermediario finanziario o una banca, le disposizioni in tema di disaggregazione assumono specifica rilevanza sul piano delle regole di vigilanza prudenziale: tuttavia, ferma l'affermazione che precede – piuttosto ovvia – dalla prospettiva della disciplina della gestione collettiva l'acquisto di una partecipazione, anche di controllo, al capitale di una banca da parte di un OICR riservato non incontra, dunque, alcun limite a priori. Eventuali limiti potrebbero, semmai, eventualmente derivare dal contratto: spetta infatti alla politica di investimento dell'OICR, definita nei relativi documenti costitutivi, disciplinare eventuali limiti o criteri in proposito, ad esempio stabilendo limiti di concentrazione, criteri inerenti la tipologia di società *target*, limiti di ricorso alla leva finanziaria, ambiti geografici, ecc. Tali questioni – riflesse nella politica di investimento dell'OICR – condizioneranno le strategie di investimento e, in tale ambito, anche la "sorte" dell'investimento qualificato in una determinata impresa (finanziaria o meno, a seconda dei casi)¹⁵.

Fermo quanto precede, è tuttavia opportuno porre in luce che gli stessi elementi costitutivi della nozione generale di organismo di investimento collettivo colorano, in via indiretta e, al contempo, decisiva, la natura e le caratteristiche delle operazioni di cui si discute. Al fine di meglio precisare questa affermazione, è necessario prendere in esame alcuni tratti qualificanti la stessa nozione (*recite*, la fattispecie) di organismo di investimento collettivo. Tali tratti sono ricavabili dalla definizione generale di OICR formulata dall'art. 4 della Direttiva

¹⁵ L. MULA, *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *Diritto Bancario*, 2014; E. STRIPPOLI, *Le Sgr e le partecipazioni rilevanti*, in AA.VV., *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* (a cura di R. D'APICE), Bologna, 2016, p. 239 e ss.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

AIFMD, da leggersi alla luce delle Linee Guida dell'ESMA emanate a riguardo¹⁶.

Senza entrare nei dettagli di una materia particolarmente complessa, il requisito che – a nostro avviso – presenta la maggiore capacità di caratterizzazione della stessa nozione generale di OICR e, per molti versi, anche il più complesso da identificare, è rappresentato dalla sussistenza, in capo all'organismo di investimento collettivo, di una “politica di investimento predeterminata”¹⁷ vincolante nei rapporti con i partecipanti all'OICR stesso. L'inquadramento di questo elemento solleva varie e non agevoli questioni interpretative¹⁸, che qui non si intendono richiamare, se non per quanto funzionale alla disamina del problema sul quale intendiamo soffermarci¹⁹.

¹⁶ La nozione generale di OICR discende, oggi, dalla Direttiva AIFM: essa assorbe quella più risalente introdotta dalla Direttiva UCITS. Ci sia consentito rinviare, a riguardo, a F. ANNUNZIATA, *Gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, EGEA, 2017

¹⁷ Secondo il vocabolario Treccani, “predeterminare” significa: “[d]eterminare precedentemente, in anticipo (soprattutto con riferimento alla predeterminazione divina); far seguire con carattere di necessità, come conseguenza inevitabile: condizionamento [...] che predetermina ogni scelta e invalida la chiarezza di giudizio (I. Calvino)”.

¹⁸ La stessa identificazione della nozione risulta, in realtà, problematica. La gamma molto ampia e variegata di beni e attività, anche non strettamente finanziari, che possono comporre un OICR, così come le diverse forme organizzative che lo stesso può assumere, nonché il diverso profilo di rischio dei diversi prodotti (anche in funzione di diverse categorie di investitori ai quali l'OICR può essere destinato), rappresentano soltanto alcuni dei profili che rendono particolarmente complesso identificare tale elemento, rendendo il labile il confine tra una vera e propria politica di investimento (intesa nel contesto della disciplina della gestione collettiva), e una strategia di tipo industriale o commerciale.

¹⁹ Tra le questioni principali figura, innanzitutto, quella in base alla quale la politica di investimento di un OICR deve essere “predeterminata”. In tal senso, il termine sembra indicare un elemento che (i) è stabilito, e dunque esiste, *prima* o – al più tardi – *contestualmente* al perfezionarsi dell'operazione di investimento *da parte dell'investitore*; (ii) è tendenzialmente *rigido* nel tempo, proprio perché è stabilito *ex ante* (salvi eventuali formali meccanismi di modifica della stessa in fase successiva); (iii)

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

In particolare, sulla base delle Linee guida ESMA, la politica d'investimento consiste, innanzitutto, nell'identificazione dei criteri che il gestore deve seguire per l'attività di investimento. Secondo le Linee guida, tali criteri includono *uno o tutti i seguenti elementi*: (i) investire in certe categorie di attività o attenersi ai vincoli sull'allocazione degli investimenti; (ii) seguire determinate strategie; (iii) investire in particolare regioni geografiche; (iv) rispettare limiti in materia di leva finanziaria; (v) rispettare i periodi di detenzione minimi, oppure (vi) rispettare altri limiti volti ad assicurare una diversificazione del rischio.

Risulta evidente che, secondo le Linee guida ESMA, l'elemento della politica di investimento assolve, in via prioritaria, alla funzione di *delimitare e circoscrivere* l'attività del gestore, ovvero (il che è lo stesso) di

può desumersi da vari fattori, documenti, e anche (eventualmente) in via di fatto (con i limiti che derivano, evidentemente, dai profili probatori che, a seconda delle circostanze, si pongono). Quanto alla *stabilità* della politica di investimento, tale elemento deriva, necessariamente, dal carattere predeterminato della stessa, che la rende – come appunto già osservato – tendenzialmente rigida. Ciò non significa, naturalmente, che la politica di investimento risulti immodificabile in una fase successiva, ma unicamente che tali modifiche potranno essere apportate soltanto con l'osservanza delle regole di volta in volta applicabili, ad esempio quelle che rilevano in funzione della tipologia di OICR (contrattuale o statutario) e della sua natura (aperta o chiusa). L'elemento della predeterminazione della politica di investimento assume, peraltro, particolare rilievo nel contesto della partecipazione di OICR al capitale delle banche, alla luce degli "impegni" che, a volte anche solo implicitamente, vengono richiesti ai soggetti che intendono acquisire partecipazioni qualificate al capitale delle banche. Oltre ad essere predeterminata, la politica di investimento che connota un OICR è vincolante nei confronti dei partecipanti all'organismo di investimento collettivo: tale elemento va inteso, secondo l'ESMA, nel senso che l'organismo o la persona giuridica che gestisce l'organismo ha un *obbligo* (qualunque ne sia la fonte) nei confronti degli investitori, che essi possono far valere per legge e che impone al gestore di seguire la politica d'investimento, comprese tutte le *modifiche* effettuate su quest'ultima. Se si ha riguardo alle varie forme organizzative degli OICR, il requisito andrà, di volta in volta, riferito ai singoli contesti: la vincolatività deriverà ad esempio dal contratto (OICR contrattuali); dallo statuto o dall'atto costitutivo (OICR statutari); dal *deed of trust*; ecc.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

porre limiti alla sua *discrezionalità* (in tal senso, il riferimento ai “criteri” che il gestore deve seguire). In secondo luogo la politica di investimento non rileva sul piano dell’oggetto dell’investimento, bensì su quello delle *modalità* con le quali è perseguito il programma di attività che in essa viene riassunto, e si identifica. Un terzo elemento che si rileva dal tenore del documento ESMA attiene al fatto che una politica di investimento, per dirsi tale, deve risultare in qualche modo circostanziata, o specifica: sebbene l’ESMA affermi che gli elementi indicati nelle Linee guida non devono essere, necessariamente, tutti presenti, è tuttavia chiaro che l’assenza di ogni indicazione puntuale in merito alle scelte che il gestore può/intende compiere non è sufficiente a connotare ciò che la Direttiva intende, per l’appunto, con l’espressione “politica di investimento”. In tal senso, è stato ad esempio chiarito (v., in Italia, il Regolamento OICR della Banca d’Italia), che l’indicazione di una semplice *business strategy*, che indichi, genericamente, settori o ambiti di attività, senza però definire, puntualmente, uno o più elementi specifici (concentrazione, limiti di investimento; ricorso alla leva; ciclo temporale degli investimenti, ecc.), non è qualificabile, a stretto rigore, una “politica di investimento” propria di un organismo di investimento collettivo del risparmio.

Ciò detto, si deve però osservare che – anche qualora sussistessero, con un sufficiente grado di precisione – tutti gli elementi di cui all’elenco che l’ESMA propone (seppur in via esemplificativa), residuerebbe il dubbio di stabilire quando la “politica” così stabilita assuma effettivamente rilievo sul piano della *finanziarietà* dell’attività svolta. In molti casi, infatti, sarebbe difficile stabilire, semplicemente riscontrando gli elementi di cui sopra, se l’entità svolga un’attività commerciale (o industriale), oppure finanziaria, giacché pressoché tutti gli indici a tal fine richiamati possono, in teoria, riscontrarsi anche nella definizione di una strategia d’impresa non finanziaria: in specie, ma non soltanto, là dove, l’oggetto dell’attività non sia, a sua volta, rappresentato da investimenti *tipicamente* finanziari.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

A soccorso dell'interprete devono dunque giungere ulteriori elementi e, tra questi, assume rilievo quello che attiene al c.d. "rendimento aggregato", di cui danno conto – nuovamente – le Linee guida. Il riferimento al "rendimento aggregato" figura già nel paragrafo 12 delle Linee guida ("*l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per detti investitori*") e viene poi ripreso al punto 20, dove si tratta della politica di investimento ("*Un organismo che ha una politica relativa alle modalità di gestione del capitale dallo stesso aggregato per generare un rendimento aggregato per gli investitori da cui ha raccolto detto capitale, dovrebbe essere ritenuto in possesso di una politica d'investimento predeterminata ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto i), della direttiva GEFIA*"). Le Linee guida forniscono vari indici utili potenzialmente alla ricostruzione di tale elemento: si precisa, in particolare, che, con tale espressione, si intende "*il rendimento generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita di beni di investimento - comprese le attività finalizzate a ottimizzare o aumentare il valore di tali beni - a prescindere dal fatto che siano previsti rendimenti differenziati per gli investitori, quali quelli assicurati da una politica di dividendi personalizzati*".

La formula appare, in vero, alquanto fumosa, anche perché introduce elementi eccentrici rispetto alla definizione della Direttiva, e in parte, forse, non del tutto conferenti: non è, ad esempio, chiaro perché le Linee guida avvertano l'esigenza di accennare al profilo dei "rendimenti differenziati", o dei "dividendi", nel contesto di una previsione che vorrebbe delimitare la natura, ossia l'oggetto, dell'attività finanziaria tipica di un OICR, che andrebbe riguardata – più che sul fronte della distribuibilità degli *utili* o dei *profitti*, ossia da una prospettiva, per così dire "esterna" – da una prospettiva "interna" (ossia che consideri, oggettivamente, le *caratteristiche* dell'attività di gestione). Essa inoltre, pare eccessivamente ampia, in quanto potenzialmente riferibile anche a profili che, in generale, connotano la partecipazione al capitale di rischio delle società nel sistema del diritto comune, e lo scopo lucrativo ad esse sotteso. Una lettura restrittiva di

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

tale elemento risulta, allora, imporsi e va intesa nel senso già indicato: la locuzione *rischio condiviso* non è da riferirsi agli strumenti, o alle modalità che connotano la partecipazione all'OICR, e la distribuzione del relativo utile e neppure all'oggetto dell'attività di gestione, quanto, piuttosto, alle *modalità*, alle *tecniche* e alla *finalità* con le quali si svolge l'attività di investimento. Tale ricostruzione appare, a dire il vero, l'unica coerente con la definizione di attività di gestione collettiva prevista dall'art. 4, paragrafo 1, lett. w), AIFMD – e ripresa dall'art. 1, comma 1, lett. n), TUF – che considera come rientranti in tale attività quella di gestione (finanziaria) del portafoglio e quella relativa alla gestione del rischio. Secondo tale definizione, l'attività di gestione collettiva si compone di due elementi: il primo è rappresentato dalla gestione del portafoglio, secondo uno schema che connota i fenomeni gestori in generale, tra i quali, ad esempio, la gestione individuale, le forme di investimento previdenziale, ecc.; il secondo elemento è rappresentato dalla gestione del *rischio*. Proprio perché il portafoglio di un OICR è, per sua natura, diversificato, l'attività di gestione si connota sia per una scelta di allocazione delle risorse di compendio del patrimonio stesso, sia per la gestione del rischio inerente il portafoglio medesimo. I due profili risultano tra loro strettamente connessi, di guisa che l'uno non può, in realtà, esistere senza l'altro, pena lo scolorimento dell'attività di gestione collettiva in un fenomeno diverso. Ed infatti, la semplice gestione del rischio di un portafoglio²⁰, che non si accompagna – anche – alla tipica attività di investimento e disinvestimento dello stesso, non può configurare attività di gestione di un OICR, risolvendosi – semplicemente – in un'attività di *risk management* di un portafoglio di investimenti²¹. Oltre a saldarsi con le

²⁰ Sulle peculiarità della gestione del rischio nei fondi di *private equity* v. A. Buchner, Risk Management for Private Equity Funds, in Journal of Risk, Vol. 19, No. 6, 2017, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3012551>.

²¹ In tal senso v. l'art. 6, comma 5, lett. c), AIFMD, in base al quale si ricava che un gestore di GEFIA non può essere autorizzato unicamente a svolgere l'attività di gestione del rischio. Specularmente, l'autorizzazione alla prestazione del servizio di

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

teorie di gestione del portafoglio, il riferimento alla gestione del rischio riconduce, per così dire, la nozione di OICR quale risulta dalla Direttiva AIFM e dalle Linee Guida, alle ricostruzioni più risalenti del fenomeno, quali si rinvencono sia nella letteratura, sia nei sistemi che per primi hanno disciplinato la gestione collettiva: la gestione dei capitali raccolti dall'investimento collettivo, nella prospettiva di svolgerne la gestione professionale, al fine di assicurare diversificazione del portafoglio e la gestione dei rischi impliciti nel portafoglio, è da sempre rappresentata come l'attività che connota l'essenza del fenomeno della gestione collettiva, sebbene in contesti e secondo prospettive che, nel tempo, sono necessariamente mutate. Rispetto alla tradizionale, e più risalente, visione – in base alla quale l'organismo di investimento collettivo svolge la funzione di *ridurre* o addirittura di eliminare il più possibile i rischi connessi con la gestione del portafoglio diversificato²² – l'evoluzione dei mercati ha visto il ricorso allo strumento della gestione

gestione comporta anche lo svolgimento dell'attività di gestione del rischio. Ne è riprova il fatto che, in base alla AIFMD, l'attività di *risk management* può essere esternalizzata ed affidata anche a soggetti che non siano, a loro volta, OICR o gestori di OICR, purché essi rientrino tra i soggetti "vigilati"²¹. Di contro, un'attività di gestione – che si svolga attraverso una serie coordinata di atti di investimento e disinvestimento del patrimonio – che non contempli *anche* quella di gestione del rischio insito nel portafoglio, si sostanzia in un'attività spuria, priva di un elemento essenziale delle tecniche che, tipicamente, si applicano – secondo le indicazioni che emergono dalle teorizzazioni in materia – alla gestione dei portafogli.

²² In tal senso, B. Libonati, *Holding e investment trust*, Milano, Giuffrè, 1959, 462, il quale – in epoca di molto antecedente all'introduzione dei fondi di investimento in Italia – osservava, sulla scorta di dati emergenti da un approccio comparatistico con i sistemi stranieri (Stati Uniti, Francia, Germania, e Svizzera), e studiando il fenomeno dell'*investment trust*, che questi ultimi "qualunque sia il loro campo di applicazione, operano in funzione dei seguenti criteri: a) concentrazione di capitali di più risparmiatori, dando luogo al c.d. fondo di investimento; b) investimento e gestione dei capitali raccolti, realizzando un massima ripartizione degli investimenti ed eliminando, il più possibile (e attraverso la ripartizione stessa), gli eventuali rischi; c) sorveglianza degli investimenti compiuti da esperti della materia, i gestori, usufruendo anzi di accurate organizzazioni (per lo più i gestori sono società per azioni), con conseguente possibilità di più oculate operazioni".

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

collettiva anche per perseguire obiettivi più spiccatamente speculativi²³, di guisa che – sulla scorta delle nozioni introdotte dalla AIFMD – la gestione del rischio può intendersi come tecnica volta ad assicurare l’ottenimento di un certo profilo rischio-rendimento del prodotto, non necessariamente volta a ridurre il rischio implicito nel portafoglio. La gestione del rischio rimane, tuttavia, uno dei dati maggiormente caratterizzanti il “fenomeno” degli organismi di investimento collettivo, ed è proprio questo dato che si è riflesso nella disciplina europea.

Posto che la finanziarietà dell’attività svolta – intesa sulla base dei sopra richiamati indici interpretativi – connota la nozione generale di OICR, indipendentemente dalla natura, o dalla tipologia del prodotto, si tratta di un elemento che si riflette in generale sull’acquisto di parte degli OICR della partecipazione nel capitale delle banche. Assumendo la bipartizione di base tra le due macro-famiglie di fondi, anche nel caso di OICR di *private equity* o di tipo chiuso, l’investimento nel capitale delle banche si inquadra sempre e comunque in una politica di gestione di tipo finanziaria, connotata da un preciso arco temporale, e da una gestione del rischio inerente il portafoglio dell’OICR. In tale ottica, gli eventuali diritti che – come di prassi, e secondo quanto già ricordato – l’OICR di *private equity* si riserva all’atto dell’investimento, e che possono incidere, ad esempio, sulla *governance*²⁴ o sulle strategie della società *target*, non rispondono ad una logica di tipo industriale, ma rimangono nel perimetro, o meglio nell’alveo, di un investimento sempre e comunque di natura finanziaria, in quanto rispondenti all’esigenza di ottimizzare il profilo rischio/rendimento del

²³ V., invece, B. LIBONATI (nt. 21), 464, il quale riteneva che l’*investment trust* “non costituisce un organismo di speculazione, come spesso si crede”. In senso più ampio, però, lo stesso A. citava – criticandola - la posizione di diversa dottrina, ad esempio di quella francese, secondo la quale l’*investment trust* assolverebbe allo scopo non già di ridurre, ma di *diversificare* il rischio.

²⁴ Cfr. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa*, 2008, I, 207 ss.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

portafoglio, come individuato nella stessa politica di investimento dell'OICR²⁵.

Come avremo modo di osservare, questa prospettiva, tipica delle operazioni di cui si discute, rischia però di risultare difficilmente conciliabile con le regole che, muovendo dalla prospettiva della vigilanza prudenziale, connotano l'acquisizione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche. L'attenzione deve dunque volgere a queste ultime disposizioni.

3. Il problema riguardato dalla prospettiva della disciplina delle banche.

La disciplina che regola l'assunzione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche, è – come noto – piuttosto complessa. Essa si articola su due linee direttrici: da un lato, un regime autorizzatorio *ad hoc* riferibile alle cc.dd. partecipazioni qualificate (per tali intendendosi quelle superiori al 10% del capitale della banca)²⁶; dall'altro, la previsione, in capo ai soci titolari delle predette partecipazioni di requisiti specifici, che – nel tempo – si sono andati via via arricchendo, e definendo in modo sempre più granulare.

Sullo sfondo della necessità di assicurare la sana e prudente gestione della banca, le regole introdotte nel tempo, a partire dalla II Direttiva di coordinamento in materia bancaria nel 1989, sino alla Direttiva 2007/44/UE e al “pacchetto” CRD IV, hanno arricchito la disciplina, richiedendo in capo ai soci “qualificati” requisiti sempre più

²⁵ Tale esplicitazione può essere affidata a parametri qualitativi, oppure quantitativi, come quando, ad esempio, i documenti costitutivi dell'OICR individuano specifici obiettivi di rendimento (il c.d. “IRR – *Internal Rate of Return*), ai quali sono poi correlate le remunerazioni del gestore, quali commissioni di *performance* o i *carried interest*.

²⁶ Nell'ordinamento italiano, la nozione di partecipazione è contenuta all'art. 1, comma 2, lett. h-quater), TUB: “«partecipazioni»: le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile.”

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

stringenti²⁷, secondo una prospettiva nella quale è ben leggibile il legame tra assetti proprietari e governance della banca al quale si è fatto cenno all’inizio delle presenti note.

La disciplina sulle partecipazioni trova applicazione sia al momento dell’autorizzazione allo svolgimento dell’attività bancaria, sia in caso di acquisto di partecipazioni qualificate in fase successiva. Ai fini che qui interessano assumono, naturalmente, maggior rilievo le seconde che discendono dalla già richiamata Direttiva 2007/44²⁸, come riflessasi – nell’ordinamento italiano – nel TUB (artt. 19 ss.) e nei provvedimenti di attuazione²⁹, ma in ogni caso i requisiti che vengono

²⁷ Per una ricostruzione dell’evoluzione della disciplina, con specifica attenzione all’impatto della disciplina europea sull’ordinamento italiano, v. G. ROTONDO, *Le partecipazioni nelle banche*, Napoli, ESI, 2012, 18 ss.

²⁸ L’attuazione della direttiva, in Italia, è avvenuta in virtù di due passaggi formali. In un primo momento la Banca d’Italia, tenuto conto che il termine per il recepimento della direttiva (fissato al 21 marzo 2009) era decorso infruttuosamente, è intervenuta nel maggio 2009 con una comunicazione con la quale prese atto del carattere *self-executing* della direttiva e, dunque, della sua diretta efficacia sui procedimenti di autorizzazione all’acquisto o variazione di partecipazioni qualificate in banche e imprese di investimento (Allegato 12). Successivamente è stato adottato il d.lgs. 21/2010 che ha formalmente recepito la direttiva, modificando il Capo III del Titolo II del TUB, in particolare l’art. 19.

²⁹ La Direttiva del 2007 è stata recepita in Italia con il D. Lgs. n. 21/2010, che ha modificato le disposizioni di cui al Capo III del Titolo II TUB, estendendo la nuova disciplina – per scelta nazionale – alle società capogruppo, intermediari finanziari, IMEL e istituti di pagamento (anche se, per questi ultimi soggetti, i vincoli derivanti dalle norme comunitarie consentono un approccio meno rigido). In attuazione delle norme del TUB è intervenuto il Ministro dell’economia, emanando, in qualità di presidente del CICR, ed in via d’urgenza ai sensi dell’art. 3, comma 2, TUB, il decreto 27 luglio 2011, n. 675 in materia di partecipazioni qualificate al capitale di banche e intermediari finanziari. Il Decreto individua ai criteri in base ai quali la Banca d’Italia è chiamata a definire i profili di dettaglio delle nuove norme del TUB e, là dove le norme comunitarie consentono opzioni differenziate stabilisce i criteri ai quali deve attenersi la Banca d’Italia stessa. Si tratta, in particolare, dei seguenti profili: a) criteri di calcolo dei diritti di voto per il calcolo delle partecipazioni qualificate; b) la nozione di influenza notevole; c) la disciplina applicabile alle partecipazioni detenute nell’ambito di patti parasociali, conclusi al di fuori delle ipotesi contemplate dall’art. 22

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

richiesti ai partecipanti al capitale sono identici nelle due ipotesi^{30 31}. Sebbene non si possa escludere il caso di una banca che, già in fase di costituzione, e di autorizzazione iniziale, veda la presenza nel proprio

TUB in materia di acquisto di concerto; d) la possibilità, consentita dalla Direttiva, di individuare una soglia inferiore al 10% ai fini infomatici. Sul punto v. Banca d'Italia, *Memoria per il Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio*, Roma, dicembre 2010.

³⁰ Su di un piano omologo a quello della Direttiva del 2007 si pongono le disposizioni di cui alla CRD IV. Gli artt. 23 e 24 della CRD IV regolano la materia stabilendo che le autorità competenti valutano - al fine di garantire la gestione sana e prudente dell'ente creditizio cui si riferisce il progetto di acquisizione e tenendo conto della probabile influenza del candidato acquirente sull'ente creditizio - l'idoneità del candidato acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione in conformità dei criteri seguenti: (a) i requisiti di onorabilità del candidato acquirente; (b) i requisiti di onorabilità, le conoscenze, le competenze e l'esperienza, di cui all'articolo 91, paragrafo 1, di tutti i membri dell'organo di gestione e dell'alta dirigenza che, in esito alla prevista acquisizione, determineranno l'orientamento dell'attività dell'ente creditizio; (c) la solidità finanziaria del candidato acquirente, in particolare in considerazione del tipo di attività esercitata e prevista nell'ente creditizio cui si riferisce il progetto di acquisizione; (d) la capacità dell'ente creditizio di rispettare e continuare a rispettare i requisiti prudenziali a norma della presente direttiva, del regolamento (UE) n. 575/2013 e, se applicabile, di altro diritto dell'Unione, in particolare delle direttive 2002/87/CE e 209/110/CE, compreso il fatto che il gruppo di cui diventerà parte disponga di una struttura che permetta di esercitare una vigilanza efficace, di scambiare effettivamente informazioni tra le autorità competenti e di determinare la ripartizione delle responsabilità tra le autorità competenti; (e) l'esistenza di motivi ragionevoli per sospettare che, in relazione alla prevista acquisizione, sia in corso o abbia avuto luogo un'operazione o un tentativo di riciclaggio di proventi di attività illecite o di finanziamento del terrorismo ai sensi dell'articolo 1 della direttiva 2005/60/CE o che il progetto di acquisizione potrebbe aumentarne il rischio.

³¹ L'approccio seguito dalla Direttiva del 2007 - di tipo intersettoriale e orientata a criteri di massima armonizzazione - ha avuto impatto significativo in molti Stati membri e, in particolare, in Italia, dove essa ha determinato il superamento del tradizionale principio di separatezza tra banca e industria che, per lungo tempo, aveva posto limiti specifici alla partecipazione nel capitale delle banche di imprese industriali. La letteratura in argomento è vasta, e la sua ricognizione, ormai di tipo essenzialmente storico, esula dallo scopo delle presenti note. Per utili riferimenti si veda G. ROTONDO, (nota 27) spec. 1-100.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

capitale di OICR, con partecipazioni anche qualificate, si tratta di un'ipotesi che, a quanto consta, risulta allo stato priva di riscontri significativi sul piano applicativo, anche se – nel tempo – potrebbe assumere maggior rilievo sulla base dello sviluppo di banche di nuova costituzione operanti nel settore Fintech (in quanto settore a potenziale rapida crescita in grado di attrarre, già in fase di costituzione, organismi di investimento collettivo nel capitale della banca)³². D'altro canto, e come già detto, i criteri che reggono la valutazione della "qualità" del socio partecipante nelle due situazioni sono coincidenti e, dunque, l'analisi non risulta influenzata da questo dato di partenza: le considerazioni che si possono svolgere assumendo le fattispecie che (per il diritto interno) ricadono sotto gli artt. 19 TUB, oppure sotto l'art. 4, par 1, lett. c) del Regolamento MVU, sono parimenti applicabili alle valutazioni che l'Autorità di vigilanza è tenuta a svolgere in fase di rilascio dell'autorizzazione iniziale³³.

La declinazione dei criteri sanciti dalle Direttive – in particolare di quella del 2007³⁴ – è, allo stato, massimamente affidata alle Linee

³² Nel caso di banche operanti nell'ampio e variegato mondo Fintech, si potrebbe anche ipotizzare l'intervento di fondi di Venture capital, stante il carattere innovativo del settore. Recenti studi hanno posto in luce gli effetti positivi che la presenza nel capitale di un venture capitalist può avere, non soltanto per il supporto finanziario che può fornire, ma anche per il supporto manageriale e di *know how*: v. in argomento R. BRONZINO, G. CARAMELLINO, S. MAGRI, *Capitalists at Work: What are the Effects on the Firms They Finance?*, Temi di Discussione della Banca d'Italia, (Working Paper) No. 1131, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=304827>.

³³ Oltre alle previsioni di natura sostanziale recate dalle Direttive, sul piano procedimentale e del riparto di competenze, la materia è oggi toccata direttamente dalle previsioni del Regolamento sul Meccanismo di vigilanza unico (Regolamento 1024/2013), che – come noto – individua la materia dell'acquisto di partecipazioni qualificate al capitale degli enti creditizi tra quelle attribuite alla competenza esclusiva della Banca Centrale Europea.

³⁴ Nel sistema precedente, la valutazione dei requisiti del partecipante era affidata alla verifica che ricorressero condizioni atte ad assicurare condizioni di sana e prudente gestione della banca (art. 19, c. 5, nella previgente formulazione). La generica formulazione del testo legislativo veniva integrata dalle norme di vigilanza, dalle

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

Guida intersettoriali emanate dalle tre Autorità europee (EBA, ESMA, EIOPA), aggiornate, da ultimo, nel 2016³⁵. Gli elementi di valutazione dell'idoneità dei soggetti che intendono acquisire una partecipazione rilevante al capitale della banca sono cinque, e segnatamente:

- a) *Reputation e professional competence;*
- b) *Reputation and experience of those who will direct the business of the target undertaking – second assessment criterion;*
- c) *Financial soundness of the proposed acquirer – third assessment criterion;*
- d) *Compliance with prudential requirements of the target undertaking – fourth assessment criterion;*
- e) *The anti-money laundering and terrorist financing assessment complements the integrity assessment and should be carried out regardless of the value and other characteristics of the proposed acquisition.*

I suddetti elementi sono di tendenziale generale applicazione, salvo il ricorso al principio di proporzionalità, che viene enunciato nel par. 8 delle Linee Guida³⁶, e che presenta taluni profili di possibile

quali si ricavava che la valutazione della Banca d'Italia riguardasse la trasparenza degli assetti proprietari, l'affidabilità e la solidità della situazione finanziaria, nonché la correttezza nelle relazioni di affari del socio. La qualità del partecipante andava valutata in relazione all'assetto di governo e alla situazione economico-patrimoniale della banca, nonché alla natura dei rapporti che tali soggetti potevano porre in essere con la medesima (così le Istruzioni di vigilanza, Sez. II, Par. 5.2.1, p. 10 s.). Ora i criteri sono individuati più direttamente dall'art. 19 TUB. In argomento, v. C. BRESCIA MORRA, *Commento sub art. 19*, in *Commentario al TUB*, a cura di F. CAPRIGLIONE, 2012, p. 255.

³⁵ *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, 20 dicembre 2016, JC/GL/2016/01.

³⁶ Il riferimento al principio di proporzionalità figura, a livello di disciplina interna, anche all'art. 13 del già richiamato D. M. n. 675/2011, il quale stabilisce che, nel dare attuazione alle norme del TUB, la Banca d'Italia debba applicare il predetto principio, tenendo conto della tipologia di impresa vigilata e del carattere specifico dell'attività svolta. Tale valutazione connota sia i poteri di normazione della Banca d'Italia, sia quelli di valutazione dei procedimenti autorizzativi. Di seguito il testo del paragrafo delle Linee Guida relativo al principio di proporzionalità: "8.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

rilievo ai fini che qui interessano, in particolare là dove suggeriscano un approccio meno invasivo sul piano della valutazione di taluni elementi

Proportionality principle. 8.1 Pursuant to the sectoral Directives and Regulations, the target supervisor should carry out the prudential assessment of proposed acquirers in accordance with the principle of proportionality. This is envisaged in respect of (i) the intensity of the assessment, which should take into account the likely influence the proposed acquirer may exercise on the target undertaking and (ii) the composition of the required information, which should be proportionate to the nature of the proposed acquirer and of the proposed acquisition. Without prejudice to the considerations set out in items (i) and (ii), the proportionality principle could also impact the assessment procedures that the target supervisors carry out following the notification of a proposed acquisition and lead to some procedural simplifications, especially in cases of two or more proposed acquirers acting in concert or of proposed indirect acquisitions. The criteria to be considered when applying the principle of proportionality include the nature of the proposed acquirers, the objective of the acquisition or increase of a qualifying holding and the extent to which the proposed acquirer may exercise influence over the target undertaking. 8.2 The target supervisor should calibrate the type and breadth of information required from the proposed acquirer, taking into account, amongst other matters, the nature of the proposed acquirer (legal or natural person, supervised financial institution or other entity, whether or not the financial institution is supervised in the EU or in a third country considered equivalent, etc.), the specifics of the proposed transaction (intra-group transaction or transaction between persons which are not part of the same group, etc.), the degree of involvement of the proposed acquirer in the management of the target undertaking and the size of the holding to be acquired. 8.3 Concerning the reputation of the proposed acquirer (as contemplated in Title II, Chapter 3, Section 10), while the target supervisor should always assess the integrity of the proposed acquirers against the same requirements regardless of the influence over the target undertaking, the assessment of the professional competence should be reduced for proposed acquirers who are not in a position to exercise any influence over the target undertaking or who intend to acquire holdings purely for passive investment purposes. 8.4 When calibrating the assessment of the financial soundness of a proposed acquirer (as contemplated in Title II, Chapter 3, Section 12), the target supervisor should take into account the nature of the proposed acquirer, as well as the degree of influence the proposed acquirer would have over the target undertaking following the proposed acquisition. In this regard, in accordance with the proportionality principle, the target supervisor should distinguish between cases where control over the target undertaking is acquired and cases where the proposed acquirer would be likely to exercise little or no influence. If a proposed acquirer gains control over the target undertaking, the assessment of the financial soundness of the proposed acquirer should also cover the capacity of the proposed acquirer to provide further capital to the target undertaking in the mid-term, if necessary, and its stated intentions in respect of whether it would provide such capital.”

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

da parte del *target supervisor* qualora il soggetto acquirente la partecipazione sia rappresentato, come nel caso di cui si discute, da un soggetto vigilato. In realtà, se quanto precede è indubbiamente vero per alcuni requisiti, per altri la natura di soggetto vigilato dell'aspirante partecipante può invece comportare valutazioni particolarmente complesse e delicate, come è – per l'appunto – il caso delle partecipazioni acquisite da organismi di investimento collettivo del risparmio. In effetti, e muovendo nell'esame dei sei criteri enucleati dalle Linee Guida, quelli di cui alle lettere a) (*Reputation and experience*) ed e) (*Anti-money laundering*) possono considerarsi, ai fini della presente analisi, di minor rilievo, se non addirittura dati per presupposti³⁷. La

³⁷ Di seguito si riportano, per mera comodità di consultazione, i relativi paragrafi delle Linee Guida: “**10. Reputation of the proposed acquirer–first assessment criterion.** **10.1** *The assessment of the reputation of the proposed acquirer should cover two elements: (a) his integrity; and (b) his professional competence.* **10.2** *The integrity requirements should be applied regardless of the size of the qualifying holding that the proposed acquirer intends to acquire and of its involvement in the management or the influence that it is planning to exercise on the target undertaking. The assessment should also cover the legal and beneficial owners of the proposed acquirer.* **10.3** *By contrast, the assessment of professional competence should take into account the influence that the proposed acquirer will exercise over the target undertaking. This means that, according to the proportionality principle, the competence requirements are reduced for proposed acquirers who are not in a position to exercise, or undertake not to exercise, significant influence over the target undertaking. In such circumstances, the evidence of adequate management competence should be sufficient.* **10.4.** *If the proposed acquirer is a legal person, the requirements must be satisfied by the legal person, as well as by all of the persons who effectively direct its business, and in any case by those persons who meet the criteria set out in Article 3(6)(a)(i) or 3(6)(c) of Directive (EU) 2015/849.* **10.5.** *Subject to paragraph 10.8, the professional competence requirement should generally be considered to be met if: (a) the proposed acquirer is a person already considered to be sufficiently competent in its capacity as a holder of a qualifying holding in another financial institution which is supervised by the same competent supervisor or by another competent supervisor in the same country or in another Member State; (b) the proposed acquirer is a natural person who already directs the business of the same or another financial institution which is supervised by the same competent supervisor or by another competent supervisor in the same country or in another Member State; or (c) the proposed acquirer is a legal person regulated and supervised as a financial institution by the same competent supervisor or by another competent supervisor in the same country or in another Member State; and there is no*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

new or revised evidence that could cast reasonable concerns regarding the proposed acquirer's professional competence. For instance, just because a proposed acquirer has been judged competent to control (for example) a small firm providing financial advice, it does not necessarily mean that it is competent to control a more significant firm, such as a large credit institution. 10.6 The circumstances set out in paragraph 10.5 are also relevant for the assessment of the proposed acquirer's integrity but do not constitute, by themselves, sufficient grounds for the target supervisor to assume the proposed acquirer's integrity. The target supervisor should always carry out an integrity check in respect of the proposed acquirer, as there might have been further developments since the date of the previous assessment or the authority having carried out such assessment might not have been aware of certain information. However, the target supervisor may draw on the outcome of previous integrity assessments when deciding on the level and extent of new information sought. If the target supervisor has reasonable grounds to assume that the outcome of a new integrity assessment might be different from an existing assessment, for example because it is aware of adverse information concerning the proposed acquirer, a full integrity check should be performed. If the result of the integrity check is different from the existing assessment, the target supervisor should inform the authority having carried out the existing assessment. 10.7 If any of the situations contemplated in paragraph 10.5 apply in respect of a proposed acquirer supervised by a competent supervisor in a third country considered equivalent, the assessment of integrity and professional competence may be facilitated by cooperating with the competent supervisory authority in such third country. 10.8 Where Article 24 of Directive 2013/36/EU does not apply, when considering whether to rely on the assessment carried out by another authority, competent authorities should take into account the extent to which such other competent authorities will be able to share all relevant information about the proposed acquirer, including information about any measures or concerns that may not have been made public.

A) INTEGRITY. 10.9 *A proposed acquirer should be considered to be of good repute if there is no reliable evidence to suggest otherwise and the target supervisor has no reasonable grounds to doubt his or her good repute. All relevant information available for the assessment should be taken into account, without prejudice to any limitations imposed by national law and regardless of the country where any relevant events occurred. 10.10 Integrity requirements imply, but are not limited to, the absence of 'negative records'. This notion is further specified in national laws or regulations, although these laws differ on the meaning of negative records, recognising that the target supervisor retains discretionary power to determine which other situations cast doubt on the integrity of the proposed acquirer. 10.11 Any criminal or relevant administrative records should be taken into account, considering the type of conviction or indictment, the level of appeal, the sanction received, the phase of the judicial process reached and the effect of any rehabilitation measures. Other matters which should be considered include the surrounding (including mitigating) circumstances and the seriousness of any relevant offence or administrative or supervisory action, the time period elapsed and the proposed acquirer's conduct since the offence, as well as the relevance of the offence or administrative or*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

supervisory action to the proposed acquirer's status as a holder of a qualifying holding. Target supervisors may judge the relevance of criminal records differently according to the type of conviction, whether it is still possible to appeal against the sanction (definitive vs. non-definitive convictions), the type of punishment (imprisonment vs. less severe sanctions), the length of the sentence (more vs. less than a specified period), the phase of the judicial process reached (conviction, trial, indictment) and the effect of rehabilitation. **10.12** The cumulative effects of more minor incidents, which individually do not impinge on the reputation of a proposed acquirer but might collectively have a material impact, should also be considered. **10.13** Particular account should be taken of the following factors, which may call into question the integrity of a proposed acquirer: (a) any conviction or prosecution of a criminal offence, in particular: any offences under the laws governing banking, financial, securities and insurance activity, or concerning securities markets or securities or payment instruments; any offences of dishonesty, fraud or financial crime, including money laundering and terrorist financing, market manipulation, insider trading, usury and corruption; any tax offences; any other offences under legislation relating to companies, bankruptcy, insolvency or consumer protection; (b) any relevant findings from onsite and off-site controls, from investigations or enforcement actions, to the extent that they relate to the proposed acquirer either directly or indirectly, by way of its ownership or control, and the imposition of any administrative sanctions for non-compliance with provisions governing banking, financial, securities or insurance activities or those concerning securities markets, securities or payment instruments, or any financial services legislation and regulation or other matters contemplated in subparagraph (a) above; (c) any relevant enforcement actions by any other regulatory or professional bodies for non-compliance with any relevant provisions; and (d) any other information from credible and reliable sources that is relevant in this context. When considering whether information from other sources is credible and reliable, competent authorities should consider both the extent to which the source is public and trustworthy, as well as the extent to which the information is provided by several independent and reputable sources, is consistent over a period of time and there are no reasonable grounds to suspect that it is false. **10.14** Competent authorities should not consider that the absence of a criminal conviction or prosecution, administrative and enforcement action constitutes in and of itself sufficient evidence of a proposed acquirer's integrity, in particular where allegations of criminal conduct persist. **10.15** Attention should be paid to the following factors regarding the propriety of the proposed acquirer in past business dealings: (a) any evidence that the proposed acquirer has not been transparent, open and cooperative in its dealings with supervisory or regulatory authorities; (b) any refusal of any registration, authorisation, membership or licence to carry out a trade, business or profession, any revocation, withdrawal or termination of such registration, authorisation, membership or licence and any expulsion from a professional body or association; (c) the reasons for any dismissal from employment or any position of trust, fiduciary relationship or other similar situation, as well as any request to resign from such a position; and (d) any disqualification by any competent authority from acting as a person who

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

directs the business. 10.16 Target supervisors should assess the relevance of such situations on a case-by-case basis, recognising that the characteristics of each situation may be more or less severe and that some situations may be significant when considered together, even though each of them in isolation may not be significant. 10.17 In cases involving the acquisition of a new qualifying holding, the information requirements on which the assessment of integrity is based may vary according to the nature of the acquirer (natural vs. legal person, regulated or supervised entity vs. unregulated entity). 10.18 The target supervisor should be able to take risk-sensitive and proportionate measures to verify the existence of adverse events relating to the proposed acquirer, including by asking the proposed acquirer, to the extent not already provided, to supply documents evidencing that no such events have occurred (for instance, recent extracts from the criminal register, if the relevant authority issues such extracts) and, if necessary, by requesting confirmation from other authorities (judicial authorities or other regulators), regardless of whether such authorities are domestic or foreign. The target supervisor should also consider, to the extent they are relevant and the source appears trustworthy, other indications of wrongdoing, such as adverse media reports and allegations. 10.19 Failure by the proposed acquirer to provide the extracts contemplated in paragraph 10.18, the delayed submission thereof or the submission of an incomplete declaration will call into question the approval of the acquisition. 10.20 In the case of an increase in an existing qualifying holding which crosses the relevant thresholds contemplated in the sectoral Directives and Regulations, and to the extent that the integrity of the proposed acquirer has previously been assessed by the target supervisor, the relevant information should be updated as appropriate. 10.21 When assessing the integrity of the proposed acquirer, the target supervisor may take into consideration the integrity and reputation of any person linked to the proposed acquirer, meaning any person who has, or appears to have, a close family or business relationship with the proposed acquirer.

B) PROFESSIONAL COMPETENCE. 10.23 *The professional competence of the proposed acquirer covers competence in management (the ‘management competence’) and in the area of the financial activities carried out by the target undertaking (the ‘technical competence’). 10.24 The management competence may be based on the proposed acquirer’s previous experience in acquiring and managing holdings in companies, and should demonstrate due skill, care, diligence and compliance with the relevant standards. 10.25 The technical competence may be based on the proposed acquirer’s previous experience in operating and managing financial institutions as a controlling shareholder or as a person who effectively directs the business of a financial firm. In this case also, the experience should demonstrate due skill, care, diligence and compliance with the relevant standards. 10.26 In the case of an increase in an existing qualifying holding, and to the extent that the professional competence of the proposed acquirer has been assessed previously by the target supervisor, the relevant information should be updated as appropriate. Under the proportionality principle, this updated assessment of the professional competence of the proposed acquirer should take into account the increased influence and responsibility associated with the increased holding. 10.27*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

If the proposed acquirer is a legal person, the assessment of professional competence should cover the persons who effectively direct the business of the proposed acquirer. The assessment of technical competence should relate primarily to the financial activities currently performed by the proposed acquirer and/or by companies in the group to which it belongs. 10.28 Persons may acquire significant holdings in financial companies with the aim of diversifying their portfolio and/or obtaining dividends or capital gains, rather than with the aim of becoming involved in the management of the financial institution concerned. Having regard to the likely influence of the proposed acquirer over the target institution, the professional competence requirements for this type of acquirer could be significantly reduced. 10.29 Similarly, when the acquisition of control or of a shareholding allows the proposed acquirer to exercise a strong influence (e.g. a holding which confers a veto power), the need for technical competence will be greater, considering that the controlling shareholders will be able to define and/or approve the business plan and strategies of the financial institution concerned. In the same way, the degree of technical competence needed will depend on the nature and complexity of the activities envisaged. 10.30 The following situations regarding past and present business performance and financial soundness of a proposed acquirer with regard to their potential impact on his or her professional competence should also be considered: (a) any inclusion on any list of unreliable debtors or any similar negative records with a credit bureau, if available; (b) the financial and business performance of the entities owned or directed by the proposed acquirer or in which the proposed acquirer had or has significant share with special consideration to any rehabilitation, bankruptcy and winding-up proceedings and whether and how the proposed acquirer has contributed to the situation that led to the proceedings; (c) any declaration of personal bankruptcy; and (d) any civil lawsuits, administrative or criminal proceedings, large investments or exposures and loans taken out, in so far as they can have a significant impact on the financial soundness.

11.Reputation and experience of those who will direct the business of the target undertaking – second assessment criterion. 11.1 *Where the proposed acquirer is in a position to appoint new persons to direct the business of the target undertaking as a result of the proposed acquisition and proposes to do so, such persons need to be fit and proper. 11.2 This criterion is without prejudice to the ongoing fit and proper requirements that apply to persons who currently direct the business under the sectoral Directives and Regulations. 11.3 If the proposed acquirer intends to appoint a person who is not fit and proper, then the target supervisor should oppose the proposed acquisition. 11.4 This criterion should be assessed in accordance with the relevant provisions of the sectoral Directives and Regulations which set out as a condition for granting authorisation that the persons who will direct the business must be ‘fit and proper’. The assessment of the suitability of such persons should, in respect of acquisitions and increases of qualifying holdings in credit institutions, be carried out in accordance with the EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders (EBA/GL/2012/06), as amended or replaced from time to time.*“

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

stessa natura degli OICR, in quanto enti o soggetti sottoposti a vigilanza in base ai rispettivi sistemi normativi UE (Direttiva UCITS, da un lato; AIFMD, dall'altro), consente di dare per scontato che un siffatto partecipante al capitale soddisfi il criterio reputazionale e della competenza professionale, quantomeno nella normalità dei casi. In ogni caso, si tratta di questioni che non sembrano assumere carattere di specialità con riguardo al problema della partecipazione degli OICR al capitale delle banche, essendo, per così dire, temi che si presentano sostanzialmente con le medesime intensità indipendentemente dalla natura del soggetto partecipante al capitale. Anche il criterio di cui alla lettera e) – seppure nel contesto di controlli rafforzati che trovano applicazione in materia dopo l'emanazione della IV Direttiva AML – appare di scarso rilievo con riguardo al tema che qui interessa, dovendosi infatti dare, quantomeno in genere, per presupposto che un OICR e il relativo gestore soddisfino o siano in grado di soddisfare i requisiti recati dalla disciplina testé richiamata. Quanto sopra non va, certamente, inteso nel senso che quegli elementi di valutazione non assumono alcun peso in merito alla questione che qui si sta esaminando, ma semplicemente nel senso che essi non sembrano assumere portata decisiva ai fini della soluzione della stessa: si tratta, in altri termini, di elementi tendenzialmente anodini sul piano delle riflessioni che interessano in questa sede.

Di più diretto rilievo invece, appare innanzitutto il criterio di cui al punto b) "*Reputation and experience of those who will direct the business of the target undertaking*" che tuttavia, in questa sede, non verrà direttamente affrontato, essendo più direttamente connesso al tema

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

della *governance* della banca che, come si è già detto, esula dalla prospettiva che qui si intende seguire³⁸.

Di sicuro interesse, invece, risultano i punti c) “*Financial soundness of the proposed acquirer*” e d) “*Compliance with prudential requirements of the target undertaking*”: è qui, infatti, che emergono, in modo più evidente i profili di specialità, direttamente riconducibili al fenomeno che forma oggetto delle presenti riflessioni. Dagli stessi emerge, con una certa evidenza, il problematico, tendenziale disallineamento tra disciplina del mercato dei capitali da un lato, e disciplina bancaria dall’altro, che connota molteplici “momenti” delle rispettive materie: si tratta, infatti, di requisiti che – se intesi in modo eccessivamente rigido – possono addirittura porre in discussione la stessa ammissibilità della partecipazione qualificata di un OICR al capitale di un ente creditizio. La loro ricostruzione deve, pertanto, avvenire in una logica integrata, avendo riguardo ai punti di contatto tra i due comparti, ed ai relativi punti di frizione.

3.1. Il criterio della “*financial soundness*”.

Secondo quanto si legge nelle Linee Guida intersettoriali, il criterio della *financial soundness* deve intendersi, innanzitutto, nel senso della capacità del potenziale socio di far fronte all’acquisizione, ossia nella sua capacità “*to finance the proposed acquisition and to maintain, for the foreseeable future, a sound financial structure in respect of the proposed acquirer and of the target undertaking. This capacity should be reflected in the overall aim of the acquisition and the policy of the proposed acquirer regarding the acquisition, but also – if the proposed acquisition would result in a*

³⁸ Sui rischi propri degli schemi di *private equity* con riguardo alla *governance* v. da ultimo le interessanti considerazioni critiche di W. MAGNUSON, *The Public Cost of Private Equity*, in *Minnesota Law Review*, Vol. 102, 2018. Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 17-28 disponibile all’indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2955175>.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

qualifying holding of 50% or more or in the target undertaking becoming a subsidiary of the proposed acquirer – in the forecast financial objectives, consistent with the strategy identified in the business plan”.

La verifica del requisito, che spetta naturalmente al *target supervisor*, dovrebbe dunque appurare se l’acquirente la partecipazione “*is sufficiently sound from a financial point of view to ensure the sound and prudent management of the target undertaking for the foreseeable future (usually three years), having regard to the nature of the proposed acquirer and of the acquisition”*. L’analisi va condotta tenuto conto della struttura dell’operazione: in particolare “*the depth of the assessment of the financial soundness of the proposed acquirer should be linked to the likely influence of the proposed acquirer, the nature of the proposed acquirer (for instance, whether the proposed acquirer is a strategic or a financial investor, including whether it is a private equity fund or a hedge fund) and the nature of the acquisition (for instance, whether the transaction is significant or complex, as described in paragraph 9.3). The characteristics of the acquisition may also justify differences in the depth and methods of the analysis by the competent supervisor. In this regard, one should distinguish situations where the acquisition leads to a change in the control of the target undertaking from situations where it does not.*”

Nel caso di soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale, le Linee Guida precisano che le valutazioni devono tener conto di tale profilo, e – se la vigilanza è esercitata da un’altra Autorità europea – “*the target supervisor should take into account the assessment of the proposed acquirer's financial situation by such other supervisor, together with the documents gathered and transmitted directly by the supervisor of the proposed acquirer to the target supervisor*”³⁹.

³⁹ **12.8.:** “*The cooperation process between competent supervisors may be influenced by the nature and the location of the proposed acquirer, as follows: (a) if the proposed acquirer is a supervised entity in another Member State, the assessment of its financial soundness should rely heavily on the assessment made by the supervisor of the proposed acquirer, which has all the information on the profitability, liquidity and solvency of the proposed acquirer, as well as on the availability of the resources for the acquisition (without prejudice, however, to the possibility of the target supervisor disagreeing with the assessment of the proposed*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

Il profilo della *financial soundness* tocca, inevitabilmente, il tema delle fonti di finanziamento del progetto di acquisizione: un elemento che, da sempre costituisce uno dei punti nodali delle verifiche che l’Autorità di vigilanza pone in essere al fine di autorizzare, o meno, l’acquisizione. Tradizionalmente, l’approccio a questo tema è sempre stato molto restrittivo: nella prassi, si richiedeva, infatti, al potenziale acquirente di disporre di fondi propri sufficienti a finanziare l’intera operazione, senza alcun ricorso a fonti di finanziamento esterne. Le Linee Guida, invece, appaiono sul punto ben più accomodanti: esse non giudicano incompatibili con la disciplina forme di ricorso alla leva finanziaria, sebbene il profilo sia degno di specifica attenzione. In particolare, si stabilisce che “*the use of borrowed funds to finance the acquisition should not, in and of itself, lead to the conclusion that the proposed acquirer is unsuitable*”, e che “*the target supervisor should assess if such indebtedness negatively affects the financial soundness of the proposed acquirer or the target undertaking’s capacity to comply with prudential requirements (including, where relevant, the commitments provided by the proposed acquirer to meet prudential requirements)*”. Tenuto conto del fatto che il ricorso alla leva è spesso un elemento tipico delle operazioni di acquisizione del settore del *private equity*, questo è un profilo di sicuro di rilievo.

Un ultimo profilo attiene all’impatto che la stessa presenza di un investitore istituzionale può avere sulla solidità finanziaria dell’impresa target: alcune ricerche recenti tendono, infatti, a concludere nel senso che sussiste una correlazione positiva tra tali elementi che, nel caso delle banche, sarebbe naturalmente da verificare alla luce delle specificità del caso⁴⁰.

acquirer’s supervisor); or (b) if the proposed acquirer is a financial entity supervised by a competent supervisor in a third country considered equivalent, the assessment may be facilitated by cooperation with that competent supervisor.”

⁴⁰ S. Bernstein – J. Lerner – F. Mezzanotti, Filippo, *Private Equity and Financial Fragility During the Crisis*. NBER Working Paper No. w23626, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3011104>. Gli Autori concludono nel senso che “*We find that during the 2008 financial crisis, PE-backed companies increased investments relative to their*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

3.2. La vigilanza prudenziale in capo alla società target.

Altrettanto rilevante, nel contesto soprattutto di operazioni di *private equity*, è il criterio che attiene alla compatibilità tra il progetto di acquisizione e il rispetto dei complessivi requisiti di vigilanza prudenziale applicabile società target. Dopo aver precisato (punto 13.1) che *“The proposed acquisition should not adversely affect the target undertaking’s compliance with prudential requirements”* si prevede (par. 13.3) che *“The target supervisor should take into consideration not only the objective facts, such as the intended holding in the target undertaking, the reputation of the proposed acquirer, its financial soundness and its group structure, but also the proposed acquirer’s declared intentions towards the target undertaking expressed in its strategy (including as reflected in the business plan). This could be backed up by appropriate commitments of the proposed acquirer to meet prudential requirements under the assessment criteria laid down in the sectoral Directives and Regulations. These commitments may include, for example, financial support in case of liquidity or solvency problems, corporate governance issues, the proposed acquirer’s future target share in the target undertaking and directions and goals for development”*⁴¹.

peers, while also experiencing greater equity and debt inflows. The effects are stronger among financially constrained companies and those whose private equity investors had more resources at the onset of the crisis. PE-backed companies consequentially experienced higher asset growth and increased market share during the crisis”. Come detto nel testo, tali affermazioni sarebbero da contestualizzare nel contesto dell’acquisizione di partecipazioni qualificate al capitale delle banche.

⁴¹ Specifiche considerazioni vengono formulate, nelle Linee Guida, con riguardo all’ipotesi in cui il progetto dia luogo alla formazione, o all’inclusione dell’entità target, in un gruppo: **“13.5** *If the target undertaking will be part of a group as a result of the proposed acquisition, the target supervisor should be satisfied that it will not be prevented from exercising effective supervision, from effectively exchanging information with the competent authorities or from determining the allocation of responsibilities among the competent authorities by the close links of the new group of the target undertaking to other natural or legal persons. The target supervisor should not be prevented from fulfilling its*

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

La sostenibilità finanziaria del progetto di acquisizione va considerata in una prospettiva tanto statica, quanto dinamica, tenendo cioè conto della possibili evoluzione nel tempo della situazione della società target. In particolare (par. 13.8): *“The target supervisor should also consider whether the proposed acquirer will be able to provide the target undertaking with the financial support it may need for the type of business pursued by and/or envisaged for it, to provide any new capital that the target undertaking may require for future growth in its activities and to implement any other appropriate solution to accommodate the target undertaking’s needs for additional own funds”*. Inoltre (par. 13.9), *“If the proposed acquisition would result in a qualifying holding of 50% or more or in the target undertaking becoming a subsidiary of the proposed acquirer, the fourth criterion should be assessed at the time of acquisition and on a continuous basis for the foreseeable future (usually three years). The business plan provided by the proposed acquirer to the target supervisor should cover at least this period. On the other hand, in cases of qualifying holdings of less than 20%, the information requirements should be reduced, as contemplated in Annex I.”*

La sostenibilità finanziaria nel tempo dell’acquisizione è legata al business plan della società target, e pertanto (par. 13.10) *“The business plan should clarify the plans of the proposed acquirer concerning the future activities and organisation of the target undertaking. This should include a description of its proposed group structure. The plan should also evaluate the financial consequences of the proposed acquisition and include a medium-term forecast.”*

monitoring duties by the laws, regulations or administrative provisions of another country governing a natural or legal person with close links to the target undertaking, or by difficulties in the enforcement of those laws, regulations or administrative provisions. 13.6 The prudential assessment of the proposed acquirer should also cover its capacity to support adequate organisation of the target undertaking within its new group. Both the target undertaking and the group should have clear and transparent corporate governance arrangements and adequate organisation. 13.7 The group of which the target undertaking will become a part should be adequately capitalised.”

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

I suddetti elementi sono, nel caso di OICR, strettamente correlati alla sua politica di investimento, come definita *in primis* nei suoi documenti costitutivi (regolamento del fondo, statuto, *deed of trust*, ecc.), e come poi declinata in dettaglio nelle relative strategie di investimento. In tale prospettiva, la struttura dell'OICR deve risultare compatibile sia con i requisiti prudenziali iniziali – ossia quelli esistenti al momento dell'acquisizione – sia con quelli che, nel tempo, potranno manifestarsi. La questione potrebbe sollevare specifiche criticità nel contesto delle operazioni di *private equity*, derivanti dalla tendenziale rigidità della politica di investimento dell'OICR, e dal fatto che gli investitori non assumono, all'atto dell'adesione all'organismo, alcun impegno di versamento o di sottoscrizione ulteriore rispetto a quello connesso con la sottoscrizione delle quote o azioni.

4. I punti qualificanti che risultano dall'incrocio tra le due discipline.

Il raffronto tra le due discipline chiamata in causa in merito al problema che qui interessa mostra vari punti di possibile frizione, tali da rendere necessario uno sforzo ricostruttivo particolarmente qualificato. Appare, in particolare, con una certa evidenza il contrasto tra la prospettiva *finanziaria* che connota tipicamente l'investimento di un OICR – articolata su di un arco temporale tendenzialmente preciso, e comunque limitato – e quella che discende dalla disciplina bancaria, articolata, di contro, su orizzonti temporali tendenzialmente non predefiniti, incentrata sulla necessità di assicurare la stabilità della banca nel lungo periodo, e il rispetto, da parte della stessa, dei requisiti derivanti dalla normativa prudenziale⁴². Se, a prima vista, la

⁴² V. TH. BARRY – L. LEPETIT – A. TARAZI, *Bank Ownership Structure, Market Discipline and Risk: Evidence from a Sample of Privately Owned and Publicly Held European Banks* (December 21, 2008), disponibile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.133115>. Lo studio, sebbene non recentissimo, conclude nel senso di individuare una correlazione tra la propensione al rischio, ed il rischio di default, della banca, e la

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

partecipazione al capitale di una banca da parte di un OICR di *private equity* può apparire come una ibridazione difficile da ipotizzare, ad una più attenta disamina le conclusioni alle quali giungere appaiono più possibiliste. In ogni caso, esse confermano la specialità della situazione di cui si discute che, là dove si analizzino le questioni inerenti gli assetti proprietari delle banche, dovrebbe essere esaminata in quanto tale.

Una prima conclusione che si può trarre dalla lettura incrociata della disciplina della gestione collettiva, e della disciplina bancaria, ci pare debba essere nel senso che non sussiste una incompatibilità strutturale tra i due sotto-sistemi normativi, tale da *impedire* od *escludere* che un OICR possa acquisire e detenere una partecipazione qualificata – anche di controllo – al capitale di una banca. Oltre al fatto che un siffatto divieto dovrebbe risultare dalla disciplina, e non soltanto ricavabile sul piano interpretativo, questa conclusione è smentita anche dal tenore delle Linee guida elaborate a valle della Direttiva 2007/44/UE che, come si è visto, in alcuni punti (che non sembrano essere meri *obiter dicta*) fanno riferimento a tale specifica situazione (oltre che, naturalmente, dai precedenti disponibili, e già richiamati nelle presenti note).

Al contempo, e fermo quanto precede, appare evidente l'esigenza di trovare un punto di equilibrio tra l'approccio tendenzialmente dinamico proprio della politica di investimento di un OICR, e la visione decisamente più statica che discende dalla disciplina prudenziale in materia di partecipazioni qualificate nelle banche. Se quest'ultima punta, con evidenza, ad assicurare stabilità e solidità nel lungo periodo, la prima riconosce nella *temporalità* di un ciclo di

presenza significativa nel capitale di investitori istituzionali: “*the probability of default of banks is higher when non financial companies or institutional investors hold a higher proportion of total equity. However, these results do not hold for listed banks in which non financial companies hold higher stakes suggesting that the market might be limiting the risk-taking incentives of such shareholders. We further show that market forces might be more effective in influencing risk in banks with a higher involvement of non financial companies than in banks with a higher portion of stock held by institutional investors.*”

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

investimento *finanziario* un elemento qualificante della stessa fattispecie dell'organismo di investimento collettivo del risparmio. Naturalmente, questo elemento è centrale, soprattutto là dove l'OICR acquisisca una partecipazione tale da consentirgli l'esercizio di un'influenza dominante nei riguardi della banca *target*, ma non andrebbe del tutto svalutato là dove la partecipazione sia comunque qualificata.

Alla luce delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti un punto di equilibrio tra le due prospettive dovrebbe potersi individuare in quello che interseca la politica di investimento dell'OICR, da un lato, e il piano strategico e di sviluppo della banca, dall'altro. Sul piano *statico*, il punto di equilibrio è naturalmente rappresentato dal momento dell'investimento del patrimonio dell'OICR nel capitale della banca, che deve rispettare il criterio della financial soundness, assumendo a elemento di valutazione il patrimonio dell'OICR, da un lato, e l'eventuale supporto finanziario derivante dalla leva finanziaria. Sul piano *dinamico*, il punto di equilibrio è rappresentato quantomeno da due elementi: in primo luogo, dalle condizioni che assicurino che l'*exit* dell'OICR dal capitale della Banca si collochi in una fase dello sviluppo e del piano strategico di quest'ultima, e con modalità tali da consentire all'ente creditizio di non subire, o – alla peggio – di minimizzare, i contraccolpi negativi che ne potrebbero derivare⁴³. In tale ottica, i progetti di acquisizione di partecipazioni rilevanti al capitale di banche

⁴³ La tradizionale e tipica forma di *exit* degli operatori di *private equity* è la quotazione e, in questo senso, le operazioni di cui si discute potrebbero rappresentare un viatico per seguire la strada suggerite dallo studio di Véron citato *supra* (nt. 1). Tuttavia, studi recenti dimostrano che, nelle operazioni di *private equity*, il ricorso alla quotazione quale via di *exit* si sta riducendo, a vantaggio di altre soluzioni: v.M. Ewens – J. Farre-Mensa, *The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3017610>. Quanto precede ha naturalmente un impatto sul caso che interessa, in quanto – in mancanza di quotazione - l'OICR tenderà a riallocare la partecipazione in capo ad altri investitori, o agli altri soci, nel primo caso dando origine ad un fenomeno di circolazione della partecipazione qualificata al capitale della banca tra OICR che si succedono nel tempo (v. in Italia il caso SISAL Group, pur riferito ad un Istituto di pagamento).

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

da parte di OICR dovrebbero accompagnarsi all'elaborazione di una strategia di disinvestimento, preventivamente comunicata all'Autorità di vigilanza, che consenta di poter apprezzare tale peculiare profilo. Il progetto di acquisizione e le successive vicende della partecipazione, nonché del piano industriale della banca, dovrebbero peraltro essere soggetti ad aggiornamenti nel tempo, per riflettere rilevanti mutamenti di condizioni sia del mercato, sia dell'impresa *target*.

Oltre a quanto precede, il punto di equilibrio di cui si discute deve anche individuarsi tenendo conto della compatibilità tra la situazione dell'OICR e i possibili impegni aggiuntivi di *funding* che l'Autorità di vigilanza potrebbe richiedere, o imporre, nel contesto del progetto di acquisizione, e anche successivamente. Tali impegni sono, naturalmente, strutturalmente difficili da conciliare con il principio dell'autonomia patrimoniale dell'OICR e dell'assenza di obblighi di versamento aggiuntivi da parte degli investitori. Essi, pertanto, là dove richiesti, non possono che essere calibrati avendo presente unicamente il perimetro attuale o prospettico – ma comunque predefinito – del patrimonio dell'OICR, non potendo quest'ultimo, evidentemente, avere alcuna certezza di poter attingere a risorse ulteriori rispetto a quelle raccolte, o raccogliabili, sulla base del *proprio* programma di investimento e di (correlato) disinvestimento. Sempre ragionando in una prospettiva dinamica, l'OICR dovrebbe pertanto includere, nella definizione della propria strategia di investimento connessa con il progetto di acquisizione della partecipazione, momenti e fasi che, in via alternativa, o cumulativa, contemplino, ad esempio: (i) disinvestimenti di eventuali asset in portafoglio, secondo un ciclo temporale che renda potenzialmente disponibili le risorse da destinarsi a futuri impegni di *funding*; (ii) eventuali emissioni di nuove quote o azioni dell'OICR (eventualmente accompagnate da impegni preliminari in tal senso da parte dei partecipanti all'OICR, là dove giudicati compatibili con la disciplina di settore⁴⁴); (iii) eventuale (residuale?) ricorso alla leva

⁴⁴ La questione è delicata e tocca profili che, in questa sede, non è opportuno approfondire. In linea di massima, infatti, non è ipotizzabile che, nel perimetro tipico

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

finanziaria, ad esempio là dove i primi due percorsi non risultino sufficienti. Questa valutazione deve, altresì, tenere in considerazione la durata dell'OICR, che naturalmente deve essere compatibile con il complessivo progetto di acquisizione, e con le successive prospettive.

Particolari considerazioni devono, necessariamente, essere svolte proprio con riguardo al tema della leva finanziaria che, come si è osservato, rappresenta un elemento che spesso qualifica le operazioni di *private equity*. La disciplina europea – come riflessasi nelle Linee Guida intersettoriali – assegna, come si è visto, specifico rilievo al tema della leva finanziaria che, da un lato, viene riconosciuto come valido strumento di *funding* delle acquisizioni, dall'altro viene valutata nel complesso degli elementi che possono rendere il progetto stesso sostenibile o meno. Nelle operazioni di *private equity* il ricorso alla leva costituisce, spesso, una componente di rilievo delle relative operazioni: essa si pone, però, come fattore di possibile criticità del progetto di acquisizione, e della sua sorte successiva, potendosi tradurre in vari elementi potenzialmente negativi per l'intermediario *target*, quali, ad esempio: accorciamento degli orizzonti temporali dei piani strategici; eccessiva distribuzione di dividendi; politiche orientate a privilegiare la formazione di risorse liquide, piuttosto che al reinvestimento e allo sviluppo, ecc.. Questa questione sembra doversi risolvere, in via di prima approssimazione, nel senso di attribuire alla disciplina prudenziale della banca *prevalenza* rispetto alle esigenze dell'OICR connesse con il ricorso alla leva finanziaria: il rispetto dei requisiti prudenziali in capo alla banca *target* pare, infatti, emergere, come elemento prioritario, sia in base alle Linee Guida, sia in base ai principi

della fattispecie OICR, possano rientrare obblighi specifici in capo ai partecipanti di dotare l'OICR di risorse aggiuntive. Tuttavia, si devono ritenere in linea di massima ammissibili impegni distinti rispetto a quelli che connotano l'OICR nei suoi elementi tipici e costitutivi, in base ai quali i partecipanti, con gradi di intensità variabili, si dichiarino disponibili o vincolati ad apportare all'OICR tali risorse. Questi impegni, tuttavia, si collocano su di un piano per così dire "parasociale" rispetto a quello proprio dell'organismo di investimento collettivo. Su questi profili ci sia consentito rinviare a F. ANNUNZIATA (nt. 16), p. 156 ss.

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

generali della materia. L'OICR dovrà, pertanto, necessariamente adattare e strutturare dimensione, piano di rimborso e di sostegno della leva finanziaria (ivi incluso il piano di ammortamento del debito, e il pagamento dei relativi interessi), sulla base dell'andamento della banca e della sua capacità di generare – in condizioni *normali* – risorse sufficienti per sostenere un dato piano di distribuzione di dividendi o riserve. Tale circostanza dovrà anche comportare la presa in esame di possibili situazioni di stress, in dipendenza delle quali la banca si trovi temporaneamente, per periodi anche protratti di tempo, nell'impossibilità di distribuire dividendi o riserve.

5. Considerazioni conclusive

L'analisi sin qui condotta si è mossa lungo due assi direttrici: da un lato, la prospettiva della disciplina della gestione collettiva; dall'altro, quella della vigilanza prudenziale sulle banche. Le due prospettive sono diverse, ma non incompatibili. La prospettiva tipicamente finanziaria nella quale opera l'OICR va, infatti, a combinarsi con la necessità di assicurare il rispetto delle regole di vigilanza prudenziale; al contempo, l'applicazione di queste ultime deve tenere in considerazione la natura del tutto peculiare di un siffatto partecipante (qualificato) al capitale della banca, e degli interessi che esso persegue. La tensione che si genera tra le due prospettive è tanto maggiore, quanto più complessa è – alla luce delle circostanze concrete del caso – l'individuazione di un punto di equilibrio accettabile tra le due prospettive.

Il caso di cui si è discusso offre, altresì, spunti di riflessione più ampi, in quanto appare emblematico delle complessità che si pongono quando si assiste a fenomeni di ibridazione tra diversi comparti della disciplina del mercato dei capitali. La crisi finanziaria ha visto l'accentuarsi di situazioni che pongono questioni analoghe, nelle quali risulta possibile leggere la possibile frizione tra diverse discipline che

Filippo Annunziata – OICR di *private equity* e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (ODC 2018)

possono sovrapporsi nei vari casi concreti: con specifico riguardo al caso di cui si è trattato, la ricerca di capitali aggiuntivi da parte del sistema bancario ha dovuto, giocoforza, seguire canali non tradizionali, rivolgendosi anche ad investitori istituzionali, che hanno fatto il loro ingresso, con posizioni a volte anche di rilievo, e con logiche tipiche del settore del *private equity*, nel capitale delle banche. Al contempo, l'incessante opera legislativa che ha connotato la disciplina europea del mercato dei capitali dopo la crisi finanziaria si muove – ancora, e forse necessariamente – con logiche settoriali, lasciando però irrisolte molte, delicate questioni, che inevitabilmente si pongono in un sistema che, però, appare ed opera in modo sempre più integrato. Spetta all'interprete tentare di ricondurre il sistema ad unità, in una lettura, per quanto possibile, integrata.