

I fondi di minibond

Andrea Perrone
Università Cattolica del Sacro Cuore

Il finanziamento delle PMI alternativo al credito bancario
Macerata, 14 novembre 2014

Il problema del finanziamento mediante minibond

- Una PMI che intenda reperire risorse finanziarie attraverso l'emissione di minibond è chiamata a misurarsi con un triplice problema:
 - la distribuzione asimmetrica dell'informazione sul rischio di credito e, per conseguenza, la possibilità di selezione avversa da parte dell'investitore
 - gli elevati costi di transazione, in particolare per la ricerca della controparte e la “costruzione” dell'operazione
 - la possibile diversità, rispetto alla controparte, nelle preferenze su rischio e durata del finanziamento

Il ruolo dell'intermediario e i fondi di minibond

- In un simile contesto, la presenza di un intermediario risulta decisiva
 - le economie di scala e di scopo nel rapporto con le PMI emittenti consentono di gestire l'asimmetria informativa sul rischio di credito
 - il capitale reputazionale e le dinamiche relazionali di tipo fiduciario con gli investitori permettono di contenere la selezione avversa
 - le economie di scala conseguenti alla natura professionale dell'intermediario comportano la riduzione dei costi di transazione
- Oltre ai benefici assicurati dalla presenza di un intermediario che "costruisce" l'emissione degli strumenti finanziari e identifica i relativi investitori, i fondi di minibond consentono la diversificazione del rischio
 - in tal modo è più agevole gestire il problema delle asimmetrie nelle preferenze...
 - ...che - sul fronte della durata dell'investimento - può essere mitigato dalla quotazione dei minibond sul mercato secondario (es.: ExtraMOT Pro)

I fondi di minibond come fondi chiusi riservati a investitori professionali

- Nell'esperienza italiana i fondi di minibond sono tipicamente configurati come fondi chiusi riservati a investitori professionali (= nell'impostazione del futuro regolamento di attuazione della disciplina AIFMD: (1) i "clienti professionali" MiFID e (2) gli investitori non professionali che sottoscrivono quote per un ammontare minimo non inferiore a € 500.000, nel rispetto delle ulteriori previsioni dell'art. 14, co. 2, bozza di regolamento)
- L'utilizzo del fondo chiuso riservato comporta un duplice vantaggio:
 - i costi di *compliance* per il gestore sono più ridotti
 - ✓ non è richiesta l'approvazione del regolamento da parte di Banca d'Italia (art. 37, co. 4, TUF)
 - ✓ non si applicano i vincoli alla composizione del portafoglio e i limiti alla concentrazione dei rischi previsti dalla disciplina generale (art. 36, co. 2, TUF)
 - rimane ferma la possibilità per l'emittente di dedurre gli interessi passivi anche in assenza di quotazione dell'emittente o dei minibond (art. 32, co. 8, d. l. 83/2012; circ. Agenzia Entrate N. 4/E, 6 marzo 2013)

Fondi di minibond e tutela dell'investitore

- Considerata la natura riservata dei fondi di minibond, è necessaria una tutela giuridica dell'investitore in presenza di soggetti «*able to fend for themselves*»?
 - (1) le acquisizioni della finanza comportamentale sui limiti cognitivi degli investitori, anche professionali; (2) i pervasivi conflitti di interesse emersi dagli scandali di inizio secolo; e (3) gli esiti disastrosi della crisi finanziaria, nata propriamente nel *wholesale sector*, consentono di concludere per l'insufficienza della sola *market discipline*...
 - ... secondo un'indicazione recepita nella più recente disciplina UE, che estende «alle relazioni con qualsiasi cliente» i «principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti» (considerando 86; art. 30, par. 1, co. 2, MiFID II).

Gli strumenti giuridici per la tutela degli investitori: la vigilanza prudenziale...

- In una logica di *market discipline*, ai fondi riservati di minibond non si applicano: (1) le regole e il controllo di Banca d'Italia sul regolamento e sulla composizione del portafoglio; (2) la disciplina di *fund governance* prevista dall'art. 37, co. 3, TUF
- Un potere di vigilanza prudenziale *ex ante* della Banca d'Italia è, tuttavia, rinvenibile “nelle pieghe della disciplina”
 - il nuovo regolamento sulla gestione collettiva del risparmio fa salvo il potere per la Banca d'Italia di prevedere «norme prudenziali per assicurare la stabilità e l'integrità del mercato finanziario»
 - nel disciplinare la commercializzazione del fondo, l'art. 43, co. 5, TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere di esprimere «la propria intesa» sul regolamento del fondo oggetto di notifica da parte della SGR alla Consob e da questa tempestivamente trasmesso alla Banca d'Italia
- Né è da escludere la possibilità di un vincolo indiretto di *product governance*, nel caso in cui il fondo sia distribuito da un intermediario soggetto alle regole di organizzazione previste da MiFID II
 - secondo l'orientamento espresso di recente dall'ESMA, il gestore del fondo è vincolato a fornire al distributore informazioni adeguate a consentire una distribuzione del prodotto conforme a caratteristiche, obiettivi e necessità del mercato di riferimento

... e la disciplina del gestore

- Rimane ferma la disciplina generale del gestore del fondo, all'interno della quale sono di particolare rilevanza
 - le norme sui conflitti di interesse, soprattutto se si considera che la gran parte delle risorse a oggi raccolte mediante i minibond quotati su ExtraMOT Pro sono state usate per rifinanziare il debito bancario (CSE, 2014);
 - l'*enforcement* pubblico e privato delle regole di comportamento *ex art. 35-decies*, co. 1, TUF, presidio di diligenza e correttezza nel processo di selezione dei minibond oggetto dell'investimento
 - ✓ per il motivi discussi in precedenza, il buon esito dei minibond come strumenti alternativi di finanziamento alle PMI dipende dalla gestione e dalla commercializzazione dei fondi di minibond
 - ✓ adeguate regole di responsabilità civile e amministrativa (1) realizzano istanze di giustizia commutativa e (2) contribuiscono a rafforzare la reputazione degli intermediari e la fiducia degli investitori nei loro confronti...
 - ✓ soprattutto se applicate con intelligenza (per es.: valorizzando la previsione dell'art. 2236 c.c.) e mitigate dal possibile intervento del Fondo di garanzia per le PMI (art. 12, co. 6-bis d.l. 145/2103; DM 5 giugno 2014)