

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'esperienza dei fondi mobiliari chiusi in Italia

Adalberto Pellegrino

adalberto@tiscalinet.it

Maggio 2001

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

INDICE

PREFAZIONE	3
1. FONDI CHIUSI E MERCATO DI RIFERIMENTO	5
2. RIFERIMENTI LEGISLATIVI	8
2.1 <i>Istituzione dei fondi chiusi di diritto italiano</i>	8
2.2 <i>Il Testo Unico della Finanza</i>	9
2.3 <i>La Struttura</i>	11
3. LA GESTIONE DI UN FONDO CHIUSO.....	14
3.1 <i>La raccolta</i>	14
3.2 <i>L'investimento.....</i>	15
3.3 <i>Il disinvestimento.....</i>	16
4. POLITICHE DI INVESTIMENTO.....	18
4.1 <i>La strategia di specializzazione</i>	18
4.2 <i>La strategia di diversificazione</i>	26
5. OPERATIVITÀ DEI FONDI CHIUSI DI DIRITTO ITALIANO	30
5.1 <i>Gli investimenti</i>	31
5.2 <i>I disinvestimenti.....</i>	36
5.3 <i>Prospettive di sviluppo in Italia</i>	37
BIBLIOGRAFIA.....	39

PREFAZIONE

Nel corso degli ultimi anni l'equilibrio macroeconomico dei Paesi europei è stato turbato da numerose sollecitazioni, legate alla necessità di rispettare i parametri previsti dal Trattato di Maastricht. Ciò ha comportato, in particolare, l'attuazione di un processo congiunto di controllo e riduzione dei tassi d'inflazione e d'interesse, che ha imposto una ridefinizione delle strategie di risparmio e di investimento sia privato che pubblico. È così iniziato nel continente europeo¹, e quindi anche in Italia, un nuovo ciclo economico, caratterizzato da un allontanamento progressivo del risparmio dal tradizionale investimento in titoli di stato verso forme d'impiego con maggiori contenuti aziendali.

In questo quadro di riferimento si sono sviluppati organismi di investimento mobiliare collettivo nel risparmio – fondi aperti, SICAV e fondi chiusi – più adatti a soddisfare le esigenze di investimento dei risparmiatori delusi dai bassi rendimenti offerti dai titoli a reddito fisso e in cerca di combinazioni rendimento-rischio più sofisticate. Mentre i fondi aperti e le SICAV sono specializzati nel mercato di borsa, dove si sono affermati in breve tempo grazie agli ingenti volumi di capitali raccolti ed investiti in società quotate, i fondi chiusi presentano caratteristiche operative profondamente diverse², che fanno di essi il veicolo migliore di intervento nel mercato del *venture capital* e del *private equity*, ossia nel mercato del finanziamento nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Tali avvenimenti hanno avuto forti ripercussioni nei mercati finanziari dei paesi europei dell'area dell'Euro e ancor più nel mercato finanziario italiano, interessato in questi ultimi anni da un'intensa attività di innovazione, che ne ha modificato la struttura e il funzionamento. A fianco del mercato azionario dei titoli quotati si sono così poste le condizioni affinché si sviluppasse un efficiente mercato del capitale di rischio, grazie al quale le piccole e medie imprese nazionali, tradizionalmente sottocapitalizzate, possono accedere a nuove risorse finanziarie. La disponibilità di tali risorse rappresenta un fattore critico determinante per affrontare con successo la crescente competizione internazionale in un mercato sempre più "globale", dopo aver operato per lunghi anni, soprattutto in Italia, in una cultura fondata sul capitale di debito e sui contributi a fondo perduto. In tal senso i fondi

¹ Si fa espressamente riferimento al continente europeo per escludere dall'analisi il Regno Unito, il cui mercato finanziario è storicamente il più efficiente e sviluppato in Europa.

² I fondi aperti e le SICAV presentano evidenti differenze rispetto ai fondi chiusi. Nei fondi azionari aperti e nelle SICAV l'ammontare del patrimonio comune non è stabilito a priori come nel caso dei fondi chiusi, ma è suscettibile di amplificazioni e riduzioni nel tempo; inoltre l'emissione e il rimborso delle quote sono effettuate in via continuativa. Essi gestiscono portafogli composti da titoli generalmente quotati nei mercati ufficiali, relativi ad imprese di medie o grandi dimensioni con caratteristiche di affidabilità ben maggiore delle piccole e medie imprese, verso le quali sono orientati gli investimenti dei fondi chiusi. Nelle SICAV a differenza dei fondi chiusi, ed anche dei fondi aperti, il patrimonio gestito coincide con quello della società.

azionari chiusi possono svolgere un ruolo chiave nel processo di rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane medio-piccole, caratterizzate da elevate prospettive di crescita, e nello sviluppo delle *new companies*. Essi agiscono infatti come "traghettatori" delle imprese familiari, o comunque delle aziende composte da un numero limitato di soci, verso un modello di impresa più orientata al mercato dei capitali.

Prima di introdurre la struttura di questa ricerca, occorre chiarire la terminologia utilizzata. Secondo la prassi più diffusa negli USA, infatti, l'attività d'investimento nel capitale di rischio, definita nella sua globalità attività di *private equity*, è suddivisa in *venture capital*, che include i finanziamenti alle imprese sia nei primi stadi di vita che nelle fasi di sviluppo e maturità, e in operazioni di *buy-out*.

Le definizioni di questo lavoro seguono invece la prassi diffusa in Europa, che definisce *venture capital*, gli interventi alle imprese in fase di avvio, e *private equity*, le operazioni realizzate nelle fasi successive del ciclo di vita aziendale.

I fondi chiusi rappresentano per il mercato europeo, e in particolare per l'Italia, un intermediario finanziario innovativo. Dopo aver analizzato la loro origine e crescita, e focalizzata l'attenzione sugli aspetti istituzionali, lo studio prende in considerazione il mercato della raccolta e degli impieghi ed esamina le possibili alternative strategiche che si presentano ai promotori e ai gestori di questi fondi. Vengono poi approfonditi gli aspetti organizzativi e di gestione operativa di questi intermediari e, in particolare, sono analizzate le problematiche connesse alla selezione delle imprese in cui investire e le politiche di disinvestimento, determinanti per il successo dei fondi chiusi a causa del basso livello di liquidità delle attività normalmente in portafoglio.

1. FONDI CHIUSI E MERCATO DI RIFERIMENTO

I fondi chiusi rappresentano uno strumento di primaria importanza nell'ambito degli interventi volti a favorire il processo di ricapitalizzazione delle piccole e medie imprese. Sebbene tali fondi si siano affermati in diversi contesti economici e normativi, le caratteristiche dell'istituto hanno determinato l'adozione, nella generalità dei casi, di logiche operative simili e omogenee. I fondi chiusi raccolgono capitali provenienti, tipicamente, da risparmiatori privati con più elevata qualificazione e da investitori istituzionali orientati verso impieghi a medio-lungo termine. Per queste ragioni i portafogli gestiti da questi fondi sono in genere di dimensioni molto inferiori a quelli dei più diffusi fondi mobiliari aperti, le cui quote, avendo un elevato grado di liquidità, possono essere collocate più agevolmente.

I fondi chiusi, introdotti nell'ordinamento italiano nel 1993, si collocano nel mercato finanziario al fianco di altri intermediari attivi nel settore dell'offerta del capitale di rischio alle imprese non quotate: le società di *venture capital* e le *merchant banks*.

Le società di *venture capital* offrono capitale di rischio, per un tempo medio o lungo, a imprese non quotate con elevate potenzialità di sviluppo. Sebbene apparentemente simili ai fondi chiusi, le società di *venture capital* si differenziano da essi innanzitutto da un punto di vista formale, in quanto il patrimonio che gestiscono coincide con il patrimonio della società; ogni investitore è quindi anche socio della stessa società di *venture capital*. Da un punto di vista operativo le operazioni poste in essere da tali società si traducono nella partecipazione duratura al capitale di nuove imprese, sia nella prima fase del ciclo di sviluppo che successivamente. I fondi chiusi, invece, avendo tendenzialmente una vita limitata³, orientano i propri investimenti verso piccole-medie imprese più solide, che hanno già superato un livello minimo di sviluppo⁴; ciò vale soprattutto per i fondi chiusi di diritto italiano, le cui politiche di investimento risentono ancora oggi dei rigidi vincoli imposti dalla vecchia normativa di riferimento. In questi casi è dunque chiaro come i fondi chiusi non possano ricercare le combinazioni rischio-rendimento perseguite dalle società di *venture capital*, poiché si finanziano con capitali raccolti presso il pubblico con precisi vincoli temporali.

³ Nell'Europa continentale i fondi chiusi hanno una durata prestabilita; i fondi chiusi di diritto italiano hanno ad esempio una durata massima di 30 anni. I fondi anglosassoni, essendo configurati come società in accomandita (gli investitori assumono la veste giuridica di *limited partners*, figura analoga ai soci accomandanti, mentre i gestori assumono la veste di *general partners*, ossia di soci accomandatari), hanno invece una durata pressoché illimitata e per questa ragione sono molto simili alle società di *venture capital*, che si servono di tali fondi per intervenire nel mercato del capitale di rischio.

⁴ Ciò è vero soprattutto in Italia dove i fondi fino al 1999 avevano una durata massima di dieci anni. Sebbene nel complesso i fondi chiusi investano in piccole e medie imprese già sviluppate, essi possono anche partecipare al capitale azionario di aziende di recente costituzione (*start-up financing*).

Con il termine *merchant banking* si intende l'attività svolta da istituzioni finanziarie di matrice bancaria o industriale che si sostanzia nell'acquisto di partecipazioni di minoranza in aziende di medie o medio-grandi dimensioni per organizzare operazioni finanziarie di particolare complessità, quali fusioni, acquisizioni, *joint venture*, operazioni di *buy-out* e quotazioni⁵. Rispetto al *venture capital*, il *merchant banking* agisce in una fase successiva del ciclo di vita dell'impresa quando sono richiesti capitali per attuare una ristrutturazione tanto finanziaria quanto economica al fine di mantenere un livello adeguato di competitività e di sviluppo potenziale. Sia i fondi chiusi che le *merchant banks* si rivolgono entrambi ad una simile tipologia di impresa, tuttavia tra i due intermediari esistono delle differenze sostanziali. Mentre il capitale dei fondi chiusi è patrimonio comune del pubblico, nelle *merchant banks*, così come nelle società di *venture capital*, il capitale è dato dal conferimento dei soci. Inoltre tanto le *merchant banks* quanto le società di *venture capital* possono indebitarsi e sfruttare la leva finanziaria, possibilità che invece è preclusa ai fondi chiusi.

Al fianco di questi intermediari si sono recentemente affermati anche operatori individuali, denominati *business angels*⁶, che, in veste di investitori informali, intervengono con forme di finanziamento che permettano di sopperire alla necessità di risorse finanziarie nella fase di avvio di nuove imprese⁷. Essi sono in genere managers, titolari di imprese, o pensionati con esperienze imprenditoriali e gestionali alle spalle, i quali partecipano al capitale di rischio di aziende con elevate potenzialità di sviluppo offrendo non solo la loro disponibilità economica, ma anche il loro know-how in termini di competenze professionali, di capacità organizzativa, di network di conoscenze e di esperienza manageriale. Sebbene i *business angels* possano talvolta acquisire quote rilevanti del capitale azionario di una società, prestando a favore di essa un'importantissima attività di consulenza, essi non sono tanto attivi nel monitoraggio delle imprese quanto gli investitori istituzionali e raramente assumono il controllo della partecipata. A differenza di tali investitori, i *business angels* non hanno infatti alle loro spalle una struttura organizzata specializzata per operare nel mercato del *venture capital*; spesso essi concordano i loro investimenti grazie all'intervento informale di un intermediario⁸, in genere un avvocato o un commercialista, il quale mette in contatto questi soggetti con giovani imprenditori o ricercatori bisognosi di finanziamenti⁹.

⁵ Talvolta il *merchant banking* copre una gamma di attività ancora più varia che può includere anche il trasferimento di risorse a titolo di capitale di debito.

⁶ L'espressione *business angel* è stata coniata negli anni ottanta nell'università del New Hampshire, negli Stati Uniti.

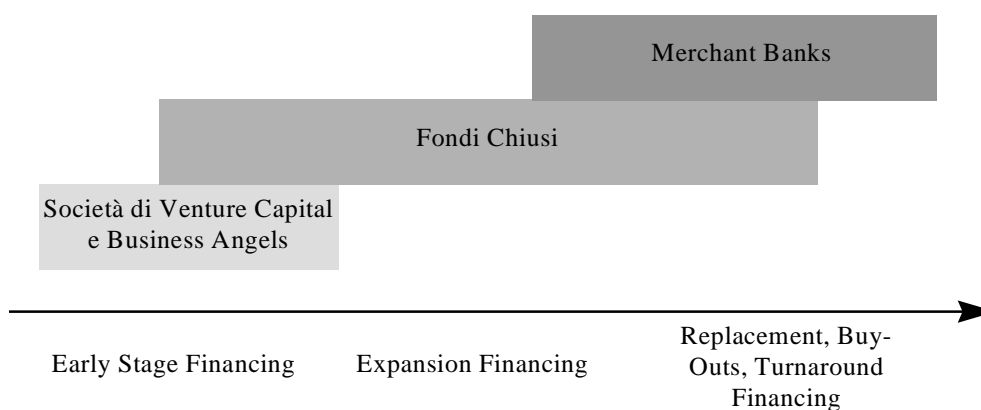
⁷ Tale definizione è quella fornita dall'AIFI, l'Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio.

⁸ È per tale motivo che si dice che i *business angels* sono detti investitori informali.

⁹ Nel 1998 negli Stati Uniti l'insieme dei *business angels* aveva una disponibilità finanziaria stimata intorno ai 20 miliardi di dollari con un ammontare medio investito pari a circa un milione di dollari per intervento; ne consegue che i *business angels* si sono specializzati nel finanziamento in imprese *early stage*, nelle prime fasi del ciclo

I diversi operatori attivi nel mercato del capitale di rischio non sono in competizione tra di loro in quanto sono legati da un forte rapporto di complementarietà: da una parte i fondi chiusi possono rappresentare un ottimo canale di disinvestimento delle partecipazioni detenute dai *venture capitalists* o dai *business angels*, dall'altra parte gli stessi fondi chiusi possono disinvestire le proprie partecipazioni a favore delle *merchant banks* e dei fondi azionari aperti.

Ciclo di vita del finanziamento aziendale



L'attività dei fondi chiusi è quindi collocabile nel mezzo di una catena virtuale del finanziamento del capitale di rischio, ai cui estremi sono situate, da un lato, le società di *venture capital* e i *business angels*, specializzati nel finanziamento delle imprese all'inizio della loro attività, e, dall'altro lato, le *merchant banks*, più interessate alle esigenze di capitale di grandi imprese. La coesistenza di tutti questi intermediari finanziari rappresenta una condizione indispensabile per lo sviluppo di moderni mercati finanziari.

di sviluppo aziendale, le quali necessitano di interventi di ammontare ristretto e quindi compatibili con le loro possibilità.

2. RIFERIMENTI LEGISLATIVI

In Italia i fondi d'investimento mobiliare chiusi sono oggi disciplinati dal Testo Unico della Finanza (TUF)¹⁰. Il TUF definisce il fondo chiuso quale *fondo comune d'investimento, costituito da un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte, in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate*¹¹. Questo istituto è inserito nella disciplina relativa agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), insieme ai fondi aperti¹² e alle società di investimento a capitale variabile (SICAV)¹³ e rientra nel fenomeno espressamente previsto dal legislatore di gestione collettiva del risparmio, attività che, ai sensi dell'articolo 33 D.Lgs.58/98, è riservata alle società di gestione del risparmio e alle SICAV¹⁴.

2.1 Istituzione dei fondi chiusi di diritto italiano

L'istituzione dei fondi chiusi in Italia è avvenuta soltanto il 14 agosto 1993 con la legge n°344, oggi abrogata dal Testo Unico della Finanza. Regolamentando tale intermediario il legislatore ha così colmato una grande lacuna dell'ordinamento italiano, in grave ritardo rispetto al Regno Unito e agli Stati Uniti, dove tali istituti erano già diffusi fin dalla seconda metà dell'ottocento.

Sebbene la legge 344/93 avesse il grande merito di avere finalmente disciplinato i fondi chiusi di diritto italiano, strumento principe a livello internazionale per l'investimento nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese, tale legge aveva però disegnato un quadro caratterizzato da una moltitudine di vincoli e di divieti, previsti nell'articolo 10, che hanno inizialmente ostacolato un concreto sviluppo dei fondi chiusi in Italia.

¹⁰ D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58.

¹¹ Vedi D.Lgs. 58/98, articolo 1 lettere j), i) .

¹² Ai sensi del D.Lgs. 58/98, articolo 1 lettera k), il fondo aperto è "il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo".

¹³ Ai sensi del D.Lgs. 58/98, articolo 1 lettera i), la SICAV è "la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni".

¹⁴ L'istituzione di un fondo azionario chiuso, quindi, non è più riservata - come prevedeva la legge 344/93 - alle società per azioni aventi come oggetto esclusivo la gestione di fondi comuni di investimento collettivo in valori mobiliari, ma è ora permessa alle società di gestione del risparmio, in grado di esercitare sia la gestione collettiva sia la gestione individuale.

Ai sensi di tale articolo il fondo chiuso doveva infatti investire in titoli rappresentativi del capitale di rischio di imprese non quotate un importo compreso tra il 40% e l'80% del patrimonio gestito. Inoltre l'investimento in azioni quotate in borsa o al mercato ristretto non poteva superare il 20 per cento del valore complessivo del patrimonio del fondo chiuso. In tema di limitazione della concentrazione del rischio, la legge 344/93 sanciva il divieto assoluto di assumere e mantenere nel patrimonio del fondo azioni o quote con diritto di voto emesse da una stessa società non quotata in borsa per un valore nominale superiore al 30% del capitale sociale. La durata massima del fondo chiuso era infine pari a dieci anni. Tutto ciò ha limitato lo sviluppo di fondi specializzati nelle operazioni di *early stage financing* e nei settori più innovativi, primo fra tutti l'*high tech*, nei quali le partecipazioni devono essere mantenute per un lunghissimo periodo¹⁵. Solo dopo molti anni è infatti possibile vedere adeguatamente ricompensati gli ingenti investimenti in ricerca e sviluppo fisiologici a tali settori.

Con la disciplina del 1993 l'autonomia dei gestori dei fondi chiusi nel selezionare le attività da includere nel portafoglio era dunque fortemente pregiudicata. Le politiche di portafoglio erano infatti rigidamente vincolate e, di fatto, non era possibile compiere operazioni nelle quali è strategicamente determinante l'assunzione della maggioranza o del controllo del pacchetto azionario¹⁶.

2.2 Il Testo Unico della Finanza

Il TUF ha sostanzialmente abrogato la legge 344/93 e, nell'ambito di un processo di progressiva delegificazione, ha demandato alla normativa secondaria il compito di disciplinare nel dettaglio la materia. La Consob e la Banca d'Italia hanno così dettato nuove regole più flessibili che hanno reso elastica la gestione dei fondi azionari chiusi, introducendo nuovi margini operativi a disposizione delle società di gestione del risparmio che intendono promuovere e gestire fondi chiusi. Ai sensi della disciplina attualmente in vigore sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato diversi dalle quote di OICR aperti in misura superiore al 10%¹⁷, in beni immobili e diritti reali immobiliari, in crediti e

¹⁵ Per tale motivo la quasi totalità dei fondi specializzati high tech attivi in Italia è di diritto straniero (il fondo Kiwi per esempio è una *limited liability company* con sede a Madeira, Portogallo, con forma giuridica di società anonima). Con l'allungamento della durata massima dei fondi chiusi di diritto italiano a trenta anni, sancito dalla nuova disciplina del TUF, è però ipotizzabile la comparsa di primi fondi "italiani" specializzati anche nei settori più innovativi.

¹⁶ Ad esempio operazioni di *early stage financing* in settori in forte sviluppo. L'*early stage financing* comporta il finanziamento della sperimentazione del prodotto, dell'avvio dell'attività aziendale e della primissima fase di sviluppo di un'impresa. La prassi scompone l'*early stage financing* in tre tipi di finanziamento; *seed financing start-up* e *first stage*.

¹⁷ Viene dunque meno l'obbligo imposto dalla legge 344/93 di investire in titoli rappresentativi del capitale di rischio di imprese non quotate un importo compreso tra il 40% e l'80% del patrimonio gestito.

titoli rappresentativi di crediti e in altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

È dunque evidente come il principio ispiratore del nuovo ordinamento sia la flessibilità delle politiche di raccolta e di impiego. Tale flessibilità è resa ancor più palese dalla possibilità, riconosciuta alle società di gestione del risparmio, di istituire fondi riservati, oltre ai più tradizionali fondi *retail*⁸.

I fondi chiusi riservati sono caratterizzati da una grande elasticità operativa che li differenzia fortemente dai fondi *retail*, che hanno invece ereditato parte dei vincoli insiti nella vecchia disciplina come l'obbligo di raccogliere il patrimonio con un'unica emissione di quote, l'obbligo di effettuare i versamenti in un'unica soluzione e, in tema di concentrazione dei rischi, il divieto di investire in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente più del 20 per cento del patrimonio¹⁹. Per quanto concerne i fondi riservati la disciplina in vigore permette invece alle società di gestione del risparmio di istituire fondi chiusi la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati²⁰, specificando le categorie di investitori alle quali il fondo è riservato. In particolare, e questa è la grande novità, tali fondi possono prevedere nel regolamento limiti agli investimenti diversi da

¹⁸ In tal senso l'articolo 12 del Decreto del Ministero del tesoro n° 228 del 1999.

¹⁹ La Banca d'Italia prevede che il limite in questione sia spostato:

- a) al 15 per cento, a condizione che si tratti di strumenti finanziari quotati e il totale degli strumenti finanziari degli emittenti in cui il fondo investe più del 5 per cento delle proprie attività non superi il 40 per cento del totale delle attività del fondo medesimo. Non si tiene conto degli investimenti superiori al 5 per cento di cui alle successive lettere c), d/;
- b) al 30 per cento, se gli strumenti finanziari in cui è investito il fondo risalgono ad emittenti appartenenti al medesimo gruppo¹⁹ il limite arriva fino al 30 per cento del totale delle attività;
- c) al 35 per cento, quando gli strumenti finanziari sono emessi o garantiti da uno Stato aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Stati membri dell'Unione Europea;
- d) al 100 per cento, quando gli strumenti finanziari sono emessi da uno Stato aderente all'OCSE, a condizione che:
 - tale facoltà di investimento sia contemplata nel regolamento di gestione del fondo;
 - il valore di ciascuna emissione non superi il 30 per cento del totale delle attività del fondo.

²⁰ "Investitori qualificati" sono i seguenti soggetti:

1) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt.106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario;

2) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea;

3) le fondazioni bancarie;

4) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

quelli stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio per i fondi *retail*. Per quanto riguarda le politiche di raccolta ai fondi riservati viene inoltre riconosciuta la possibilità per i sottoscrittori di effettuare i versamenti in più soluzioni, a seguito dell'impegno ad eseguire il versamento non appena richiesto dal gestore e in funzione delle esigenze di investimento; tale pratica è denominata *draw dow*.

Con l'attuale normativa i fondi chiusi hanno oggi assunto la configurazione adatta per un rapido sviluppo nel mercato. I nuovi limiti, sicuramente più elastici dei precedenti, permettono infatti di attuare politiche di investimento flessibili sia in strumenti finanziari non quotati che quotati. Pertanto è possibile immaginare che, sull'esempio delle principali esperienze estere, potranno finalmente affermarsi anche in Italia fondi chiusi attivi non solo nel mercato del *private equity*, ma anche in quello del *venture capital*, con strategie di investimento specializzate su determinati settori.

2.3 La Struttura

L'autorizzazione all'istituzione del fondo è competenza della Banca d'Italia²¹, sentita la Consob, ed è concessa quando è garantita una sana e prudente gestione. Il nuovo TUF subordina il provvedimento autorizzativo sia alla presenza di requisiti formali²² e patrimoniali²³, sia all'accertamento dell'onorabilità e della professionalità dei componenti gli organi amministrativi, direttivi e di controllo, nonché dell'onorabilità dei partecipanti al capitale. Nell'esame della domanda di autorizzazione, inoltre, la Banca d'Italia valuta sul piano tecnico la sussistenza delle condizioni di idoneità del gruppo di appartenenza della società richiedente. Le società di gestione del risparmio autorizzate in Italia sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

²¹ Ai sensi della disciplina abrogata l'autorizzazione all'istituzione dei fondi chiusi era riservata al Ministro del Tesoro.

²² L'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio da parte delle società di gestione del risparmio è concessa dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, quando ricorrono i seguenti requisiti formali:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica;
- c) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa;
- d) la denominazione sociale contenga le parole "Società di gestione del risparmio".

²³ Il provvedimento della Banca d'Italia del 1° luglio 1998 dispone che l'ammontare del capitale sociale delle società di gestione del risparmio non deve essere inferiore a un milione di euro, a partire dal 1 gennaio 1999. Il capitale sociale deve essere interamente versato

Inoltre le SGR che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo chiuso, non destinati a particolari categorie di investitori, sono tenute ad acquisire in proprio una quota almeno pari al 2 per cento del patrimonio di ciascun fondo della specie. Ove l'attività di gestione e quella di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio una quota pari all'1% del patrimonio del fondo medesimo. A fronte di tale investimento, ciascuna SGR deve disporre di una copertura patrimoniale di pari ammontare.

La società di gestione del risparmio deve redigere il regolamento del fondo d'investimento chiuso, che deve essere approvato dalla Banca d'Italia, e solo dopo questo momento il fondo sarà correttamente istituito e la società di gestione potrà iniziare a raccogliere il risparmio collocando i propri certificati di partecipazione. Tale regolamento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento e indica la società promotrice²⁴ e la banca depositaria, definendone la ripartizione dei compiti e regolando i rapporti intercorrenti tra questi soggetti e i partecipanti al fondo. In ogni caso la durata del fondo, che deve essere coerente con la natura degli investimenti, non può essere superiore a trenta anni²⁵ e non può essere superiore al termine di durata della SGR che li ha promossi e istituiti.

Ai sensi dell'articolo 36 del TUF il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società. La nuova disciplina ammette dunque un'ideale scissione delle attività tipiche di gestione del risparmio - la promozione, l'istituzione e l'organizzazione - stabilendo implicitamente l'esistenza di SGR promotorici, SGR di gestione e SGR integrate; queste ultime promuovono, istituiscono e gestiscono contemporaneamente uno o più fondi.

La società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario. Le SGR che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo chiuso, non destinati a particolari categorie di investitori, sono tenute ad acquisire in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo. Qualora l'attività di gestione e quella di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire in proprio una quota pari all'1% del patrimonio del fondo medesimo.

Al fine di evitare che la società di gestione del risparmio ponga in essere comportamenti fraudolenti, il TUF dispone che la custodia delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari, in cui è investito il patrimonio del fondo, sia affidata ad una banca, detta banca depositaria, la quale è tenuta ad eseguire le istruzioni della società di gestione del risparmio. Esigenze di certezza e di garanzia a tutela dei partecipanti richiedono che la banca incaricata della custodia dei beni di ciascun fondo sia unica e in possesso di determinati requisiti di natura patrimoniale e organizzativa²⁶. Nell'esercizio

²⁴ Il regolamento deve indicare anche il gestore, se diverso dalla società promotrice.

²⁵ La Banca d'Italia può consentire, ove sia previsto nel regolamento del fondo e su richiesta della SGR, una proroga del termine di durata del fondo non superiore a tre anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti.

²⁶ Il regolamento della Banca d'Italia del 20/09/99 sancisce che la banca depositaria deve essere una banca italiana, o di un altro Stato membro dell'Unione Europea avente una succursale in Italia, che deve avere maturato un'esperienza adeguata all'incarico da assumere. Inoltre l'ammontare del patrimonio di vigilanza non deve essere inferiore a 100 milioni di euro e l'assetto organizzativo deve essere idoneo a garantire l'efficiente e corretto adempimento dei compiti ad essa affidati.

delle proprie funzioni la banca depositaria accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, il calcolo del loro valore e la destinazione dei redditi del fondo. La banca depositaria è responsabile nei confronti della società di gestione del risparmio e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi assunti.

Gli investitori che detengono una quota di partecipazione di un fondo chiuso non hanno alcun potere di gestione nei confronti del relativo patrimonio, ma hanno diritto di vedere investite le somme versate conformemente alle politiche d'investimento e agli scopi del fondo e in linea con il livello teorico di rendimento-rischio illustrato nel regolamento del fondo stesso. Da questo devono infatti emergere gli elementi di rischio dell'investimento, in termini sia di rischiosità intrinseca per la natura delle attività detenute, sia di rischi connessi con la variabilità del valore della quota e con la durata dell'investimento proposto²⁷.

I criteri di investimento indicati nel regolamento del fondo chiuso costituiscono dunque il punto di riferimento e, contemporaneamente, il limite per il gestore nell'individuazione e nella selezione delle attività potenzialmente acquisibili con il patrimonio del fondo. Ciascun partecipante acquista inoltre il diritto alla restituzione delle quote di partecipazione, secondo le modalità indicate nel regolamento; queste sono rimborsate alla scadenza della durata del fondo e non possono essere restituite anticipatamente, come avviene per i fondi aperti. Qualora il regolamento del fondo lo preveda espressamente, la SGR può anche avvalersi della facoltà di effettuare, nell'interesse degli investitori, rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti.

Il patrimonio del fondo chiuso è autonomo e distinto a tutti gli effetti sia dai patrimoni della società di gestione del risparmio e della banca depositaria, sia da quelli di ciascun partecipante. Tale indipendenza è sancita dal divieto di compiere su di esso ogni tipo di azione esecutiva da parte dei creditori della società di gestione del risparmio e della banca depositaria; le azioni dei creditori dei singoli investitori sono invece ammesse, ma nei limiti delle rispettive quote di partecipazione. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.

²⁷ E' rimesso alla valutazione della società promotrice e del gestore se indicare nel regolamento un parametro di riferimento oggettivo per confrontare il rendimento del fondo, il *benchmark*, costruito in base ad indicatori finanziari elaborati da terzi e di comune utilizzo.

3. LA GESTIONE DI UN FONDO CHIUSO

L'attività di finanziamento nel capitale di rischio tipica di un fondo chiuso può essere rappresentata idealmente da un ciclo, il cosiddetto *venture capital cycle*, che inizia con la raccolta delle risorse finanziarie, continua con l'investimento nelle aziende opportunamente selezionate e termina con il disinvestimento delle partecipazioni acquisite²⁸. Per comprendere al meglio il funzionamento di un fondo chiuso è dunque indispensabile analizzare il ciclo del finanziamento nel capitale di rischio in ciascuno dei suoi aspetti.

3.1 La raccolta

Gli aspetti istituzionali dei fondi chiusi eliminano alcune problematiche tradizionali di politica finanziaria. Questi intermediari sono caratterizzati dalla stabilità del passivo, che vincola a determinate scadenze la sottoscrizione e il riscatto delle quote, e dall'impossibilità di ricorrere ad operazioni di indebitamento, se non per fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria. Le politiche di raccolta sono dunque finalizzate quasi esclusivamente al reperimento delle risorse necessarie a sottoscrivere per intero il patrimonio prefissato.

Il patrimonio di un fondo chiuso viene raccolto attraverso un'unica emissione di quote, tutte di uguale valore e con uguali diritti; queste devono essere sottoscritte entro diciotto mesi dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia o, nel caso in cui le quote siano offerte al pubblico, dalla data di pubblicazione del relativo prospetto informativo. Decorso questo termine, se il fondo è stato sottoscritto in misura differente dall'offerta e, comunque, per un importo non inferiore all'ammontare minimo indicato nel regolamento, la SGR può modificarne il patrimonio a condizione che questa eventualità fosse prevista nel regolamento stesso del fondo e che ne venga data comunicazione alla Banca d'Italia.

Le politiche di raccolta di un fondo chiuso sono influenzate dalle strategie di investimento che si intendono attuare. Nel definire tali strategie i gestori devono infatti far convergere gli obiettivi di equilibrio economico e finanziario del fondo chiuso con l'obiettivo di rischio-rendimento dei potenziali sottoscrittori. Il fondo chiuso è caratterizzato da un rischio elevato, da un alto rendimento atteso e da un ridotto livello di liquidità: il mercato potenziale di riferimento per la raccolta risulta perciò limitato e caratterizzato da sottoscrittori qualificati, che operano su una frontiera molto avanzata di rischio-rendimento.

²⁸ Per approfondimenti si veda P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999.

La maggior parte dei fondi raccolti per il finanziamento del capitale di rischio proviene, sia in Italia che in Europa, da investitori istituzionali. Tuttavia mentre in Europa esistono diversi soggetti, quali le banche, i fondi pensione, gli operatori del settore pubblico e le compagnie di assicurazioni, che intervengono contemporaneamente in questo segmento con modalità e tempi differenti, in Italia l'intervento del settore bancario rappresenta quasi la metà del totale delle risorse impegnate nel mercato degli investitori in capitale di rischio.

Le recenti disposizioni legislative alla fine del 1999 e nei primi mesi del 2000 che hanno rispettivamente introdotto nell'ordinamento italiano i fondi di fondi e riordinato la disciplina dei fondi pensione, dovrebbero finalmente avviare un processo evolutivo del nostro sistema finanziario che porterà ad una migliore articolazione del settore. Lo sviluppo di questi intermediari influirà infatti notevolmente sulla struttura dei circuiti di trasferimento dei capitali all'interno del sistema economico. I fondi di fondi che si specializzeranno nel finanziamento di aziende non quotate e, soprattutto, i fondi pensione, operando in un orizzonte d'investimento medio-lungo, potranno infatti indirizzare le loro politiche d'impiego verso i fondi chiusi.

In questo modo l'allocazione del risparmio nelle piccole e medie imprese potrà essere stimolata da un nuovo canale indiretto, rappresentato da operatori che raccolgono capitali presso investitori individuali per investirlo in intermediari specializzati nel mercato del finanziamento di capitale di rischio, come i fondi chiusi. Per rendersi conto delle potenzialità di sviluppo dei fondi chiusi, basta ricordare che negli Stati Uniti, dove i fondi pensione sono da tempo affermati e ricoprono un ruolo primario nell'economia del sistema pensionistico nazionale, più della metà delle sottoscrizioni a favore di operatori specializzati nel finanziamento di capitale di rischio proviene proprio dai fondi pensione.

3.2 L'investimento

Un altro aspetto rilevante dell'attività dei fondi chiusi riguarda l'impiego delle risorse raccolte dai sottoscrittori che si esplica nell'investimento nel capitale di rischio di imprese. Tale attività si basa sulla capacità del fondo chiuso di avvalersi di un solido network di segnalatori di opportunità di investimento, atto a realizzare il cosiddetto *deal flow*, e cioè un flusso continuo di opportunità da mettere sotto esame ai fini di una selezione più efficace degli investimenti. Ad esempio nel primo semestre del 2000 il fondo chiuso Eptasviluppo ha esaminato ben 54 iniziative ed ha deliberato l'acquisizione di solamente una partecipazione²⁹.

Pur operando in situazioni incerte e con scarse informazioni, i gestori del fondo devono cercare di razionalizzare da un punto di vista economico il processo di selezione.

²⁹ L'acquisto di tale partecipazione è previsto all'inizio del secondo semestre del 2000.

Sebbene spesso la selezione è basata più sull'intuizione e sull'esperienza personale, un'analisi razionale ed oggettiva risulterà opportuna per l'individuazione delle iniziative con potenzialità di profitto molto elevata.

L'evidenza empirica ha infatti mostrato che esiste un percorso logico e sequenziale da seguire. Una proposta d'investimento deve essere inizialmente sottoposta ad un livello di analisi preliminare, senza entrarne nel merito, ma verificando la coerenza dell'iniziativa vagliata con i propri orientamenti strategici. Questa analisi deve prendere in considerazione il settore di attività, le tecnologie utilizzate, la localizzazione geografica, l'ammontare finanziario richiesto e, non ultimo, l'ampiezza e le prospettive di sviluppo del mercato di riferimento.

Nella fase successiva si procede invece ad un esame più approfondito delle proposte più interessanti attraverso l'analisi del *business plan* e dei bilanci d'esercizio. Tale analisi non viene eseguita solamente da un punto di vista metodologico, ma viene spesso integrata con studi e ricerche effettuate in prima persona dai gestori del fondo al fine di verificare la consistenza del progetto di sviluppo, della struttura patrimoniale e degli elementi chiave per il successo dell'iniziativa. Questa attività prende il nome di *due diligence*.

Completata la selezione delle proposte e strutturata l'intera operazione, il fondo chiuso deve gestire i suoi investimenti in modo idoneo a monitorare il rischio. Ciò può essere esercitato mediante una serie di attività di supporto e di consulenza, a favore delle imprese partecipate, ed anche attraverso il coinvolgimento diretto nella gestione delle aziende in cui si è investito.

Di fatto il fondo può dunque agire come collaboratore *outsider*, nel ruolo di consulente, o come collaboratore *insider*, inserendo persone di fiducia nei consigli di amministrazione delle imprese partecipate. Pur rimanendo fisiologico al buon funzionamento e alla riuscita dell'operazione il coinvolgimento dell'investitore non è mai *day-to-day*, ma prevede comunque un accurato monitoraggio e un'attenta gestione degli investimenti che comportano un continuo scambio di informazioni tra fondo e impresa³⁰. Tale scambio di informazioni determina una sorta di circolo virtuoso, per mezzo del quale l'impresa partecipata migliora le capacità di gestione e di autogoverno; ciò rappresenta un'opportunità per la crescita aziendale, perseguita la quale il fondo procede al disinvestimento della partecipazione.

3.3 Il disinvestimento

I fondi chiusi devono infine affrontare la fase conclusiva del processo, relativa al disinvestimento delle partecipazioni assunte: la fase dello smobilizzo. Quest'ultimo passo

³⁰ Si pensi ad esempio all'attività di controllo operativo sui dati di budget e di business plan, che può essere effettuata con scadenza mensili.

rappresenta un momento delicato per l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, dal momento che da essa dipende la possibilità di realizzare o meno guadagni in conto capitale, scopo primario dei gestori.

Le problematiche connesse alle attività di disinvestimento, comprendono sostanzialmente due aspetti: l'individuazione del momento migliore per il disinvestimento e la scelta del canale per mettere in pratica lo smobilizzo. Nel primo semestre del 2000 il maggior numero dei disinvestimenti di partecipazioni azionarie relative a titoli non quotati da parte degli investitori in capitale di rischio in Italia, è avvenuto attraverso la cessione privata, tecnicamente denominata *trade sale*, alla quale si è ricorso nel 71% dei casi.

Il canale di smobilizzo che garantisce i migliori rendimenti è rappresentato dal ricorso al mercato borsistico in seguito alla quotazione dei titoli da disinvestire. Nel mercato del *venture capital* e del *private equity* nazionale nel primo semestre del 2000 tale canale è stato utilizzato solo nel 10% dei casi, ma ha riguardato circa un quarto dell'ammontare totale dei disinvestimenti avvenuti nel periodo. Il 27 gennaio 1999 è stato introdotto in Italia il Nuovo Mercato, destinato alla quotazione di imprese di piccole e medie dimensioni ad alto potenziale di crescita, che ha gettato le basi per rilanciare il ruolo dei mercati secondari italiani, sulla scia di una più generale modernizzazione del mercato borsistico italiano³¹. Il Nuovo Mercato si rivolge di fatto a società operanti in settori innovativi e a elevato contenuto tecnologico e a società con ambiziosi progetti di sviluppo da finanziare. Poste queste caratteristiche, è palese come tale iniziativa abbia agevolato - e ageverà nei prossimi anni - l'attività dei fondi chiusi in Italia, rappresentando un validissimo canale di smobilizzo delle partecipazioni in imprese.

A tal proposito già nella relazione annuale del 2000 la Consob osserva come l'elevato tasso di crescita delle società quotate nel Nuovo Mercato abbia spesso richiesto la presenza di soci finanziatori che svolgessero il ruolo di *venture capitalist*. La maggiore concentrazione proprietaria di tali aziende rispetto alle società quotate in Borsa a fronte di una sostanziale equivalenza della quota del primo azionista (44% circa per entrambi i mercati), è infatti dovuta soprattutto al maggiore peso di altri azionisti rilevanti. Ciò riflette la presenza di più soci fondatori o di soci finanziatori nella forma di fondi chiusi³².

Grazie ad efficienti canali di smobilizzo si favorisce un intenso *turnover* degli investimenti. I fondi chiusi infatti non rimangono necessariamente legati a lungo con le imprese partecipate, attuando in tal modo la loro funzione tipica di intermediazione finanziaria nel mercato delle piccole medie imprese.

³¹ Tale processo di modernizzazione è stato avviato nel 1998 con la privatizzazione della Borsa Italiana.

³² Cfr. Consob, *Relazione Annuale 2000*.

4. POLITICHE DI INVESTIMENTO

Le politiche di investimento sono definite come gli indirizzi seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento, che conferiscono al prodotto offerto i necessari elementi di specificità³³. Tali politiche devono essere definite con chiarezza e accuratezza nel regolamento di ogni fondo; i criteri di investimento così indicati costituiscono il punto di riferimento per il gestore nell'individuazione e selezione delle attività potenzialmente assumibili dal fondo³⁴. In relazione a specifiche situazioni congiunturali sono tuttavia ammesse scelte anche diverse da quelle originariamente previste, a condizione che siano in grado di tutelare l'interesse dei partecipanti.

La società di gestione di un fondo chiuso è libera di pianificare le strategie di investimento, senza dovere affrontare problemi di liquidità, in quanto, a differenza di quanto avviene nei fondi aperti, i sottoscrittori possono richiedere il rimborso delle quote solo dopo la scadenza dei termini prestabiliti³⁵. Inoltre in seguito all'entrata in vigore del TUF sono venuti meno gran parte dei limiti alle politiche d'impiego dei fondi chiusi che ne avevano frenato lo sviluppo e, in tal modo, si sono contestualmente accresciuti i margini di azione a disposizione dei gestori di questi fondi per attuare le strategie d'investimento.

Nell'ambito del quadro normativo di riferimento i promotori di una società di gestione indicano quindi nel prospetto informativo la combinazione di rischio-rendimento-liquidità che intendono perseguire, specificando la diversificazione o specializzazione del fondo. Nella prima ipotesi si sceglie di effettuare investimenti in diversi settori, aree geografiche e particolari momenti dei cicli aziendali, sfruttando le migliori opportunità che si presentano ai gestori. Nella seconda ipotesi si preferisce invece specializzarsi in una sola delle categorie esposte.

4.1 La strategia di specializzazione

Specializzarsi significa differenziare in modo netto la propria attività da quella dei concorrenti e quindi individuare un preciso segmento di raccolta del capitale. Vista la forte aleatorietà che caratterizza un siffatto investimento, il fondo che vuole adottare una simile strategia deve specificare a priori, in maniera chiara e precisa, gli obiettivi che si propone di ottenere, definendo fin dal principio un livello di rischio adeguato alle politiche di

³³ Tale è la definizione fornita dal Provvedimento della Banca d'Italia del 20/09/99.

³⁴ Per quanto concerne gli investimenti in titoli denominati in valuta estera o in cespiti situati all'estero, nel regolamento vanno introdotti i riferimenti ritenuti più appropriati ad esprimere la rilevanza che tali investimenti potranno avere nella composizione complessiva del fondo.

³⁵ La legge stabilisce che la scadenza del fondo non può essere inferiore a cinque anni.

investimento che si vogliono intraprendere. La strategia di specializzazione, molto rischiosa, può essere di tipo operativo, connessa a determinate tipologie di operazioni o a precisi fasi dello sviluppo aziendale, di tipo territoriale, in riferimento a precise aree locali o ad interi stati, e di tipo settoriale, ripartendo gli impieghi tra imprese tra loro omogenee per la combinazione prodotto-mercato-tecnologia.

La specializzazione assume nei fondi chiusi un valore strategico che a volte sopravanza il valore della diversificazione, in quanto abbatte le asimmetrie informative e riduce l'opacità delle scelte d'investimento. Questo è vero soprattutto per le politiche d'investimento tipiche dei fondi chiusi, la cui attuazione richiede un eccellente *know-how* da parte dei gestori.

Concentrare gli impieghi in particolari settori, aree geografiche o imprese con particolari caratteristiche, significa però assumere oltre al rischio finanziario dell'investimento anche l'incertezza data dai fattori ambientali che possono influenzare in modo determinante le performance finali³⁶. Un fondo che focalizza gli investimenti in un determinato settore assume infatti automaticamente anche i rischi connessi alla struttura del settore stesso, come ad esempio il rischio di improvvise tensioni sul mercato degli approvvigionamenti o sul mercato di sbocco e il rischio che la tecnologia adottata diventi rapidamente obsoleta. Qualora il fondo decida di attuare politiche di investimento orientate al di fuori dei confini nazionali i gestori devono fronteggiare il rischio di cambio associato al paese, o ai paesi, ai quali si riferiscono le partecipazioni in portafoglio, e il rischio politico relativo alla solidità delle nazioni target. In ogni caso i fondi specializzati, detenendo in portafoglio titoli contraddistinti da una forte correlazione, sono caratterizzati da elevati livelli di rischio, sicuramente superiori a quelli di un fondo diversificato, il cui patrimonio è investito in titoli con bassa correlazione³⁷.

La dimensione media del patrimonio gestito da un fondo specializzato è in linea di massima modesta. Bisogna infatti ricordare che più il fondo è specializzato maggiore è la sua esposizione e, quindi, la sua dipendenza in termini di risultato verso ogni singolo impiego. Pertanto, dovendo monitorare con attenzione ogni singola impresa per poter seguire da vicino i suoi programmi di sviluppo, il numero di imprese in cui investire non può che essere limitato; ne consegue che il patrimonio medio gestito da un fondo chiuso specializzato è in genere inferiore a quello relativo a un fondo diversificato. Ciò è vero anche in considerazione del fatto che con una strategia di specializzazione, che comporta una combinazione rischio-rendimento-liquidità molto sofisticata, un fondo si rivolge ad un numero di potenziali investitori decisamente ridotto in relazione ai sottoscrittori delle quote dei fondi diversificati.

³⁶ E' importante rilevare che non è corretto affermare che una strategia di specializzazione produca necessariamente un aumento del livello di rischio sostenuto dal fondo, è vero piuttosto che i fattori che influenzano il rischio sono diversi rispetto a quelli risultanti ad esempio da una scelta di diversificazione.

³⁷ Per approfondimenti si veda Markowitz, *Portfolio Selection: efficient diversification of investment*, John Wiley & Sons, 1959.

Con la strategia di specializzazione i gestori di un fondo chiuso focalizzano le loro energie all'interno di un target di imprese, determinato in funzione di un particolare stadio di sviluppo aziendale, di un settore industriale, o di una precisa area geografica.

4.1.1 *Stage financing*

Il ciclo di finanziamento dell'impresa (*stage financing*) richiede l'intervento di numerosi operatori nelle sue due componenti essenziali dell'indebitamento e del capitale di rischio. Sebbene l'indebitamento rappresenti il metodo di approvvigionamento più tradizionale e più agevole da un punto di vista formale, esso comporta sempre un flusso di costi, indipendentemente dal risultato aziendale dell'impresa. Il ricorso al finanziamento nel capitale di rischio nelle diverse fasi di sviluppo dell'azienda è invece caratterizzato da un stretto legame con le sorti dell'impresa, e per questo si presta perfettamente a reperire capitali in imprese ancora in via di sviluppo. Inoltre, con il finanziamento nel capitale di rischio, le imprese possono utilizzare le competenze tecniche ed economiche di intermediari specializzati per migliorare le attività di gestione o per realizzare operazioni di ristrutturazione o di quotazione³⁸.

Il ciclo di finanziamento di un'impresa può essere scisso in più fasi. La prima, denominata *early stage*, comprende il periodo preliminare alla creazione dell'impresa, nella quale il capitale è utilizzato per supportare lo sviluppo del progetto imprenditoriale (*seed financing*), il successivo momento della nascita, in linea con le previsioni di un business plan³⁹ (*start-up*), e il primissimo periodo di sviluppo (*first stage*).

Sebbene inizialmente i primi fondi chiusi non operassero nel mercato del *venture capital*, preferendo investimenti in aziende già mature, alcune esperienze recenti negli Stati Uniti, e successivamente anche in Europa, hanno contribuito ad avvicinare progressivamente tali fondi al *venture capital* con la nascita dei cosiddetti *venture capital closed-end funds*. Per ciò che riguarda l'Italia il settore del *venture capital* è in forte crescita e nel primo semestre del 2000 esso è stato caratterizzato da 147 interventi, valore molto vicino al totale degli interventi avvenuti in tutto il 1999, pari a 153. In tale contesto i fondi chiusi nazionali effettuano simili investimenti ancora marginalmente in quanto i fondi operativi nei primi mesi del 2000 sono stati tutti lanciati prima del 1998 e, come tali, erano ancora

³⁸ A differenza di quanto avviene con il finanziamento nel capitale di credito, in questa fattispecie gli intermediari divengono azionisti a tutti gli effetti, e, come tali, possono partecipare alle decisioni strategiche ed operative delle partecipate (approccio *hands-on*). Talvolta la partecipazione nel capitale di rischio avviene esclusivamente per motivazioni speculative e gli intermediari possono anche evitare di partecipare alla gestione aziendale (approccio *hands-off*).

³⁹ Gli imprenditori che vogliono essere finanziati in queste fasi preliminari dello sviluppo di un'azienda devono redigere il cosiddetto business plan, documento che spiega le caratteristiche del progetto ed in base al quale gli intermediari valutano le opportunità d'investimento.

disciplinati dalle rigide disposizioni della legge 344/93, oggi abrogate dal TUF, che hanno di fatto ostacolato il compimento di operazioni *early stage*.

La seconda fase del ciclo di finanziamento aziendale, denominata *expansion financing* comprende il finanziamento in tre ulteriori momenti in cui l'impresa cresce velocemente (*second stage*), consolida lo sviluppo (*third stage*) e decide di quotarsi (*fourth stage / bridging*). L'*expansion financing* rappresenta la tipologia di operazione più frequente dei fondi chiusi di diritto italiano per i ridotti livelli di rischio. In media le politiche di impiego attuate da essi si sono infatti indirizzate verso imprese ben gestite, con una buona guida imprenditoriale, un gruppo dirigente valido e ben preparato, dotate d'interessanti prospettive di sviluppo. I fondi chiusi - come già detto - agiscono infatti come traghettatori delle imprese familiari, o comunque con pochi soci, verso un modello di impresa più competitiva e maggiormente orientata al mercato dei capitali.

Spesso i fondi chiusi portano a termine operazioni cosiddette di *replacement*, le quali indicano una particolare tipologia di intervento che trova applicazione nel momento in cui un socio di un'impresa decide di alienare la sua partecipazione in quanto non è più interessato all'azienda o perché è in disaccordo con gli orientamenti strategici di chi detiene il controllo della stessa. In questo caso si procede quindi ad una ristrutturazione della base azionaria, prescindendo da aumenti di capitali, che saranno eventualmente necessari in un momento successivo per perseguire i programmi di sviluppo concordati con l'investitore istituzionale in capitale di rischio. I fondi interessati a questo target di imprese si sostituiscono temporaneamente a uno o più soci uscenti che, in disaccordo con la linea di gestione imposta dalla maggioranza, si erano opposti al piano di sviluppo e di crescita dell'azienda nel mercato. I fondi chiusi di diritto italiano si sono spesso rivolti a questa tipologia di intervento per l'elevato rendimento che può comportare.

Recentemente numerosi fondi chiusi si sono specializzati in operazioni di *leveraged buy-out (management buy-out, management buy-in, ...)*⁴⁰, in considerazione del fatto che nell'ultima decade del ventesimo secolo il relativo mercato è stato caratterizzato da una forte crescita che lo ha portato a toccare il tetto dei 15 miliardi di Euro. Circa la metà di questi 15 miliardi di Euro si riferiscono ad operazioni avvenute nel Regno Unito, dato che conferma l'avanguardia del mercato finanziario anglosassone nel panorama competitivo europeo; il modello inglese è così preso come riferimento dai principali paesi europei per rilanciare i mercati finanziari continentali e in particolar modo il mercato del *private equity*. Si può così facilmente prevedere per i prossimi anni un forte sviluppo delle operazioni di

⁴⁰ Il *leveraged buy-out* (lbo) è un'operazione di natura finanziaria, nata originariamente per far assumere la maggioranza di una società al management che la gestisce (*management buy out*). Nel corso degli anni il mercato si è progressivamente arricchito di interessanti varianti e, in particolare, si è affermata l'operazione di *management buy-in* (mbi), contraddistinta dalla peculiarità che il management che attua la scalata è esterno all'impresa e viene appositamente costituito per rilevare un'impresa operante in aree in cui è competente. Il *leveraged buy-out* permette dunque l'acquisizione, da parte di un gruppo con competenze imprenditoriali, esterno o interno all'impresa *target*, della maggioranza dell'azienda utilizzando la leva finanziaria; per ripagare il debito si utilizzano le stesse risorse prodotte dall'attività caratteristica della azienda.

leveraged buy-out nel resto dell'Europa e in Italia, dove nel primo semestre del 2000 sono stati investiti 444 milioni di Euro, relativi ad un totale di 27 operazioni. Nel mercato del buy-out si sono imposti come intermediari i fondi chiusi, che coprono in Europa più della metà dell'offerta totale, relegando ad un ruolo marginale gli operatori istituzionali di matrice bancaria, a causa della loro struttura troppo burocratica⁴¹. I fondi chiusi che decidono di specializzarsi in tale tipologia di operazioni possono essere di piccole dimensioni, preferendo operare sul territorio nazionale, o di grandi dimensioni, con sedi in diversi stati e continenti, agendo in un'ottica transnazionale.

Sebbene gli operatori internazionali abbiano ricoperto negli ultimi anni la posizione di indiscussi leader del mercato del buy-out, le politiche di investimento dei fondi chiusi italiani stanno affacciandosi sempre più spesso a questo tipo di operazioni nell'ottica di una diversificazione del portafoglio. Nel 1999 per esempio dei tre interventi effettuati dal fondo BNL Investire Impresa nel mercato del *private equity* due riguardavano operazioni di *buy out*.

4.1.2 Area geografica

La strategia di specializzazione geografica è adottata da quei fondi che raccolgono risorse presso i risparmiatori nazionali per investire in un determinato mercato o, più genericamente, in una determinata area locale più ristretta. Quando la nazionalità del mercato in cui viene investito il patrimonio del fondo non coincide con quella dei sottoscrittori delle relative quote e l'investimento è effettuato in un unico paese, siamo di fronte ai cosiddetti *country funds*⁴²; nel caso contrario, quando la nazionalità coincide e l'investimento è fatto in un area geografica più ristretta, si parla di fondi regionali.

I *country funds* rappresentano un fenomeno affermato quasi esclusivamente negli Stati Uniti e ricoprono oggi un ruolo di rilevanza primaria come intermediari tanto nei mercati finanziari più avanzati quanto nei mercati dei paesi in via di sviluppo, dove spesso gli investimenti sono consentiti soltanto a determinate categorie di investitori - come i fondi chiusi - e non ai singoli risparmiatori individuali. Così, grazie per esempio al *Taiwan Fund*, i risparmiatori statunitensi sono in grado di investire i loro capitali in titoli trattati nel relativo mercato locale, aggirando in tal modo tutte le restrizioni cui sarebbero andati incontro se avessero tentato di investirvi direttamente.

⁴¹ Uno dei fattori critici di successo nel mercato del management buy-out è infatti la velocità nel prendere le decisioni.

⁴² In questo lavoro abbiamo preferito utilizzare l'espressione in lingua originale "*country funds*" piuttosto che "fondi paese" in quanto questo tipo di fondi è una caratteristica peculiare del mercato statunitense. Non essendo diffusi nel resto del mondo si è ritenuto opportuno utilizzare la terminologia originale.

Al NYSE⁴³ sono quotati anche molti *country funds* che investono in paesi europei, come la Germania, il Regno Unito, la Spagna, l'Austria e l'Italia. A questo proposito è importante ricordare che i fondi chiusi statunitensi possono investire indifferentemente in titoli di stato, obbligazioni, azioni quotate e non quotate, a differenza dei corrispettivi europei, che sono maggiormente legati all'investimento in titoli rappresentativi del capitale di rischio di piccole medie imprese preferibilmente non quotate. Al di là di queste considerazioni è doveroso sottolineare che i *country funds* hanno il merito di stimolare l'economia di determinate aree geografiche in cui si specializzano, convogliando capitali esteri verso il finanziamento, sia in capitale di rischio sia in capitale di credito, delle imprese locali.

Il *country fund* può talvolta avere una connotazione più estesa di una singola nazione, come nel caso dell'*Iberian Fund*, che investe il patrimonio in titoli di imprese spagnole o portoghesi, o come nel caso del *Templeton China Region Fund*, che investe principalmente in Cina, Hong Kong e Taiwan. In quest'ambito possono anche rientrare i fondi specializzati nei mercati emergenti, relativi ad un insieme di nazioni in via di sviluppo, come il *Morgan Stanley Emerging Markets Fund* e il *Templeton Emerging Markets Fund*.

Uno dei più noti fondi di diritto estero chiuso specializzato in titoli di imprese nazionali è sicuramente l'*Italy Fund*, operativo da una decina di anni, il quale ha fatto registrare fin dal suo avvio ottime performance.

Studi empirici⁴⁴ dimostrano che il rendimento dei *country funds* è in media maggiore di quello realizzato dall'indice di mercato del Paese di riferimento, evidenziando in tal modo il ruolo decisamente rilevante svolto da questi strumenti finanziari come valida alternativa all'investimento diretto nelle azioni di un singolo mercato. Affinché si raggiungano adeguati livelli di performance è infatti decisivo il *know how* dei gestori ed il loro network di conoscenze, che devono essere fondati su una preparazione transnazionale e su una conoscenza approfondita del mercato target del fondo. In tal senso si giustifica il successo di una simile strategia di specializzazione.

Quando i fondi chiusi si focalizzano su determinate regioni geografiche più ristrette all'interno di singole nazioni, siamo di fronte ad un nuovo tipo di fondo specializzato, definito fondo regionale. Tale tipologia di fondo è diffusa anche in Europa e in Italia, dove alcuni fondi chiusi si sono focalizzati su aree locali particolarmente ristrette, corrispondenti a determinate regioni o distretti industriali. Una politica di investimento di questo tipo è talvolta scelta in considerazione della possibilità di raccogliere capitali presso operatori pubblici o privati attivi in una particolare area geografica, come le finanziarie regionali o le banche locali, sulla base di un programma coerente con le loro esigenze istituzionali.

⁴³ Il NYSE, New York Stock Exchange, rappresenta il più importante mercato ufficiale mondiale.

⁴⁴ Cfr. Caparelli, F., Cassuto, A.E., *La performance dei fondi paesi quotati nella borsa di New York*, Bancaria 9, 1997, *I fondi paesi ed i mercati azionari: un'analisi comparativa*, Bancaria 12, 1992.

Un fondo chiuso di diritto italiano specializzato in una particolare area geografica è Mezzogiorno Impresa, il cui scopo è prevalentemente di "favorire la capitalizzazione delle piccole medie imprese del Mezzogiorno"⁴⁵: il patrimonio del fondo è quindi investito in strumenti finanziari emessi da società operanti in Italia meridionale e da società con sede legale anche altrove che propongano nuove iniziative imprenditoriali o sviluppo di preesistenti attività nel Mezzogiorno.

4.1.3 Settore industriale

La strategia di specializzazione può comportare l'investimento del patrimonio del fondo in aziende appartenenti ad uno stesso settore industriale, in modo da generare importanti sinergie strumentali alla crescita e allo sviluppo delle partecipate. Così facendo il fondo permette la creazione di una vera e propria rete di imprese, agendo in taluni casi da catalizzatore per la realizzazione di un polo industriale.

Un interessante schema di riferimento per operare una strategia di specializzazione settoriale può essere fornito dalla teoria della catena del valore di Porter⁴⁶: i gestori del fondo devono selezionare all'interno di un determinato settore tutte le imprese che sono caratterizzate da interdipendenze⁴⁷ reciproche per sfruttare le sinergie esistenti tra le loro attività strategicamente rilevanti⁴⁸. Tutto ciò al fine di raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile che porti alla massimizzazione del rendimento del portafoglio nel medio lungo termine.

Dato che la strategia di specializzazione settoriale comporta un elevato livello di rischio, il fondo che persegue una simile strategia sembra adattarsi meglio alle esigenze di sottoscrittori che ripongono nell'investimento aspettative che vanno al di là del semplice ritorno finanziario, come nel caso dei gruppi industriali e delle grandi imprese. L'esperienza estera dimostra infatti che molto spesso questi operatori realizzano essi stessi un fondo chiuso spinti non solo dalla possibilità di ottenere rilevanti guadagni nel lungo periodo, ma soprattutto per perseguire obiettivi strategici, garantendosi ad esempio un flusso di informazioni sulle imprese partecipate al fine di poter seguire da vicino i loro programmi di sviluppo e per ottenere dall'investimento sinergie che permettano di migliorare la redditività e la competitività dell'investitore.

⁴⁵ Cfr. Regolamento del fondo Mezzogiorno Impresa, articolo 3, comma 3.

⁴⁶ Cfr. Porter, M.E., *Il Vantaggio Competitivo*, Edizioni di Comunità, 1987.

⁴⁷ Porter distingue tre tipi di interdipendenze: tangibili, intangibili e con i concorrenti.

⁴⁸ Le attività strategicamente rilevanti di un'impresa possono essere scomposte in due grandi categorie: le attività primarie e di supporto. Le prime sono costituite dalla logistica in entrata, dalle attività operative, dalla logistica in uscita, dal marketing e vendite e dai servizi post-vendita; le seconde invece sono necessarie al funzionamento di ogni attività della catena del valore e comprendono le risorse umane, l'approvvigionamento, le attività infrastrutturali e la ricerca e sviluppo.

Sebbene in Italia vi siano numerosi settori in cui poter attuare interessanti strategie di specializzazione - basti pensare ai numerosi distretti industriali che tutto il mondo ci invidia - i fondi chiusi di diritto italiano non hanno ancora adottato simili politiche d'impiego, perché preoccupati a mantenere basso il livello di rischio con strategie di diversificazione atte a impiegare il portafoglio in titoli con diversa correlazione. Il solo fondo BNL Investire Impresa ha annunciato nel proprio regolamento una politica di investimento rivolta all'assunzione di partecipazioni in imprese preferibilmente appartenenti al comparto manifatturiero e dell'*high tech*, ma si è ancora lontani da una vera e propria specializzazione settoriale.

I fondi chiusi specializzati settorialmente attivi in Italia sono così tutti di diritto estero; essi rientrano nel gruppo degli operatori internazionali che al 30 giugno 2000 si è dimostrato il comparto più importante del mercato nazionale del *venture capital* e del *private equity*, portando a termine quasi il 40% del totale delle operazioni⁴⁹. In questo contesto il fondo chiuso Kiwi 1, di diritto portoghese, rappresenta il fondo specializzato più noto in Italia, con focus settoriale in imprese *high-tech* in fase di *early stage*.

Negli Stati Uniti sono numerosi i fondi chiusi specializzati su singoli settori. Fino agli anni '70 i fondi chiusi si erano sostanzialmente basati sull'investimento in imprese *high tech*, in quanto essi erano in grado di assicurare i più alti tassi di sviluppo. Nella decade successiva altri settori hanno però dimostrato interessanti prospettive: così si sono affermati fondi che investono in titoli del mercato dei servizi finanziari, come il *First Financial Fund* e il *Pilgrim Regional Bankshares*, del mercato dell'oro, come nel caso della *ASA Ltd.*, dell'ambiente, come l'*Alliance Global Environment*, e della sanità, come il *H&Q Healthcare Investors Fund*.

Oggi, con l'incredibile esplosione che ha avuto negli ultimi anni il mercato americano dei titoli tecnologici, il NASDAQ⁵⁰, l'*high tech* è tornato prepotentemente al centro dell'attenzione degli investitori in capitale di rischio e si prevede che nei prossimi anni saranno sempre più crescenti in tutto il mondo i fondi che si specializzeranno su questo particolare settore. L'assenza di fondi chiusi di diritto italiano specializzati nell'*high tech* è giustificabile tra l'altro dalla durata massima imposta a tali fondi dalla legge 344/93 e fissata in dieci anni, non sufficiente per ricompensare gli ingenti investimenti in ricerca e sviluppo fisiologici a tali settori. Con l'allungamento della durata massima a trenta anni previsto dalla legislazione attualmente in vigore è immaginabile però che nei prossimi anni compariranno anche in Italia i primi fondi di diritto nazionale specializzati nell'*high tech*.

⁴⁹ Gli operatori esteri attivi nel *venture capital* e nel *private equity* hanno infatti compiuto 107 operazioni su un totale di 288.

⁵⁰ Il NASDAQ, *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*, rappresenta la seconda piazza a livello mondiale dietro al NYSE

4.2 La strategia di diversificazione

La diversificazione, fondata su una logica di ripartizione del rischio, e che per questo ha già in se un valore, concede ai gestori di un fondo ampi margini operativi: il fondo chiuso diversificato può infatti investire nelle migliori opportunità che gli si presentano, indipendentemente dal tipo di operazione, dall'area geografica, dal settore industriale e dallo sviluppo dell'impresa target.

La strategia di diversificazione prevede di norma un obiettivo implicito in termini di contenimento del rischio, eliminando, o quanto meno riducendo, tutti quegli elementi che trascendono il puro rischio finanziario dell'investimento al fine di contenere i rischi associati ad un determinato settore industriale, ad un particolare mercato, ad un'area geografica. Talvolta però, lungi dal comportare una limitazione del livello del rischio complessivamente sostenuto, la strategia di diversificazione può anche prevedere la selezione delle imprese più appetibili, anche se il portafoglio che ne risulta presenta un rischio elevato⁵¹.

L'elemento chiave per capire se la diversificazione viene attuata per limitare il rischio o, piuttosto, per dotare i gestori del fondo di piena libertà d'azione nella scelta delle imprese in cui investire, è da ricercarsi nella relazione che si instaura tra i singoli impieghi del portafoglio di un fondo. A tal fine si può ricorrere all'analisi dei coefficienti di correlazione tra le combinazioni rischio rendimento dei diversi impieghi che costituiscono il portafoglio: se i titoli in cui è investito il patrimonio del fondo presentano un basso grado di correlazione, i gestori adottano una strategia di limitazione del rischio; se invece il grado di correlazione che li unisce è vicino all'unità, allora obiettivo del fondo è la libertà d'azione.

La diversificazione può d'altra parte risultare dalla specifica politica di mercato adottata dai gestori, che può avere come fine il raggiungimento di particolari categorie di investitori e l'affermazione di un'immagine del fondo che si differenzi da quella dei fondi concorrenti. In questo contesto infatti le scelte strategiche inerenti le politiche di impiego sono fortemente influenzate dalle condizioni del mercato di riferimento e quindi risentono dell'intensità della concorrenza tra i diversi fondi.

Le dimensioni del patrimonio di un fondo diversificato sono rilevanti, di solito maggiori di quello di un fondo specializzato, in quanto devono permettere la disponibilità di capitali sufficienti per investire in un gran numero di iniziative; solo in questo modo si manifesteranno i benefici della diversificazione in termini di riduzione del rischio di portafoglio. Se si considera che nel corso del primo semestre del 2000 l'intervento medio

⁵¹ Nella maggioranza dei casi la strategia di diversificazione mira comunque a una limitazione del livello di rischio in quanto è generalmente collegata ad una politica di raccolta orientata ad investitori con una propensione al rischio non eccessivamente elevata. Ad ogni modo il livello di rischio dell'investimento non può comportare una divergenza con il livello di rischio prestabilito nel regolamento del fondo.

dei fondi chiusi di diritto italiano nel capitale delle piccole medie imprese risultava pari a circa 4 miliardi di lire (escludendo i dati relativi al fondo Prudentia, il cui patrimonio è nettamente superiore alla media), risulta evidente come un fondo diversificato debba avere un patrimonio di almeno 50 miliardi di lire⁵². Una simile politica di impiego deve inoltre essere strettamente collegata alla strategia di raccolta in quanto questa ultima deve essere pianificata in modo da attrarre il maggior numero possibile di investitori per sottoscrivere interamente il patrimonio del fondo chiuso.

Tale tipo di fondi, particolarmente diffusi nel mercato italiano, non essendo caratterizzati da un orientamento d'impiego specifico, ma da una chiara strategia di diversificazione, sembrerebbero adattarsi meglio alle esigenze di investitori principalmente di tipo istituzionale, primi fra tutti gli istituti di credito e i gruppi finanziari con rilevanti disponibilità finanziarie da investire.

In Italia le principali società di gestione del risparmio ritengono che le caratteristiche del mercato nazionale e la rigida disciplina imposta dalla legge 344/93 abbiano sconsigliato di determinare preventivamente una possibile specializzazione per settori. Per queste ragioni i fondi chiusi di diritto italiano operativi al 30 giugno 2000 hanno preferito orientare le loro politiche di investimento verso strategie di diversificazione. Come già detto più volte in questo saggio, grazie al riordino della regolamentazione dei fondi chiusi nazionali avviata con il TUF è però possibile ipotizzare nei prossimi anni il lancio di fondi non più esclusivamente diversificati.

E' di fondamentale importanza, infine, sottolineare la rilevanza che assume il team gestionale e le relative competenze tecniche e professionali nella scelta della strategia di investimento: se infatti il gestore possiede una specifica esperienza settoriale o ha particolari legami all'interno di una determinata area geografica, esso è maggiormente orientato a lanciare fondi specializzati. Il fondo diversificato, invece, richiede competenze diversificate, sia di natura finanziaria che di natura industriale⁵³, che meglio si addicono ad un gestore più internazionale e con un ampio background imprenditoriale.

4.2.1 La strategia di internazionalizzazione

La strategia di internazionalizzazione è caratterizzata da politiche di raccolta e, ancor più, di impiego che travalicano i confini dell'area geografica dove il fondo chiuso ha istituito la sua sede giuridica. Una simile scelta presuppone delle modifiche radicali all'attività di gestione del fondo sia per quanto riguarda le scelte strategiche inerenti le

⁵² Tali dati si riferiscono ai fondi chiusi di diritto italiano i quali hanno tutti adottato strategie per lo più di diversificazione. Per questo motivo il patrimonio medio risulta pari ad un importo elevato.

⁵³ Tale tipo di fondo comporta inoltre dei maggiori oneri di gestione sia per quanto riguarda la costruzione che il monitoraggio del portafoglio.

politiche finanziarie, sia per le ripercussioni che essa comporta sulle competenze specifiche dei gestori.

La particolare natura delle strategie di internazionalizzazione si evince dal fatto che i fondi rientranti in questa fattispecie dovrebbero garantire un livello di performance tale da ricompensare non solo i rischi ricorrenti associati a questo strumento finanziario, ma anche il rischio di cambio, caratteristico di queste tipologie di fondo. Gli investitori interessati ad una simile strategia rivolgeranno quindi la loro attenzione sul tasso di cambio reale, piuttosto che su quello nominale e sul livello dei tassi di interesse reali nei paesi esteri in cui il fondo è investito.

Affinché un fondo internazionalizzato abbia successo diventa fondamentale offrire ai sottoscrittori progetti di investimento che prospettano tassi di rendimento elevati in quanto essi, non avendo particolari obiettivi di tipo strategico, richiedono una remunerazione proporzionale al rischio sostenuto.

Poiché l'area oggetto dell'investimento riguarda più stati stranieri, questo tipo di fondo assume una fisionomia molto simile a quella di un *country fund*, con la differenza che i gestori devono qui decidere in quali paesi investire e quanto allocare in ciascuno di essi. A questo proposito bisogna rilevare una serie di vincoli, oltre a quelli connessi al tasso di cambio e di interesse di una singola nazione, da valutare prima di selezionare un'area geografica. Essi sono sintetizzabili essenzialmente nelle discipline fiscali e legislative dei diversi paesi e nei costi connessi all'ingresso in un mercato estero. La scelta finale dipende quindi in ultima istanza da un'analisi dei costi e dei benefici relativi all'investimento in un determinato paese.

Le motivazioni che possono spingere all'adozione di strategie di internazionalizzazione sono molteplici. Un fondo può decidere di "internazionalizzarsi" per rispondere ad un'esigenza di diversificazione per cogliere le migliori opportunità d'investimento, indipendentemente dall'area geografica di riferimento, al fine di offrire un servizio sempre più competitivo⁵⁴, oppure per la necessità di seguire la globalizzazione del sistema industriale o di un particolare settore di esso.

La dimensione internazionale di un fondo può avere diversi gradi di intensità. Con riferimento al mercato statunitense, dove questa tipologia di fondi è particolarmente diffusa, è possibile distinguere fondi che investono in determinati continenti o indistintamente in tutto il mondo. Nella primo raggruppamento rientrano per esempio fondi specializzati sull'America Latina⁵⁵, sull'Europa⁵⁶, sull'Asia⁵⁷, e sull'Africa⁵⁸, nel

⁵⁴ E' chiaro che in questo contesto è determinante analizzare il comportamento dei fondi concorrenti. La necessità di mantenere determinate quote di mercato in termini di raccolta può infatti costringere il fondo a proseguire una simile strategia.

⁵⁵ Ad esempio il *Latin American Investment Fund* e il *Latin American Discovery Fund*.

⁵⁶ Ad esempio il *GT Greater Europe Fund* e il *Scudder New Europe Fund*.

secondo rientrano invece svariati fondi tra cui il *Worldwide Value Fund* e il *Clemente Global Growth Fund*.

Come abbiamo già ricordato, in Europa i fondi chiusi sono maggiormente legati al *venture capital* e al *private equity* rispetto a quelli degli Stati Uniti. Diverrebbe, quindi, eccessivamente oneroso gestire fondi che impieghino i loro patrimoni in più nazioni, soprattutto in riferimento all'attività di monitoraggio e di consulenza necessarie per amministrare investimenti in piccole medie imprese. Per questa ragione nel Vecchio Continente si sono diffusi fondi chiusi focalizzati su aree locali più ristrette. In Italia gli investimenti dei fondi all'estero hanno fino ad oggi avuto carattere residuale e al 31 dicembre 1998 le società estere non quotate partecipate dai fondi chiusi di diritto italiano erano soltanto tre.

⁵⁷ Ad esempio il *Scudder New Asia Fund* e l'*Asia Pacific Fund*.

⁵⁸ Ad esempio il *New Africa Fund* e il *Morgan Stanley Africa Fund*.

5. OPERATIVITÀ DEI FONDI CHIUSI DI DIRITTO ITALIANO

Al 30 giugno 2000 i fondi chiusi di diritto italiano autorizzati ad operare nel mercato del capitale di rischio delle imprese non quotate sono dodici e il patrimonio totale da essi gestito risulta pari a 1.530 miliardi di lire, per un valore medio del capitale amministrato di circa 127 miliardi di lire (figura 5.1)⁵⁹.

Elenco dei fondi azionari chiusi di diritto italiano al 30/06/00

Figura 5.1

Nome del Fondo	Società di Gestione	Data di Avvio	Patrimonio (mld)
Arca Impresa	Arca Impresa Gestioni	Ottobre 95	80
Arca Impresa 2000	Arca Impresa Gestioni	Settembre 99	200
BNL Investire Impresa	Società Interbancaria Nazionale Gestione	Giugno 98	100
Ducato Venture	Ducato Gestioni	Marzo 99	80
Eptasviluppo	Eptafund	Marzo 96	70
Interbanca Investimenti	Interbanca Gestione Investimenti	Ottobre 98	100
Interbanca Investimenti 2	Interbanca Gestione Investimenti	Novembre 99	150
Maestrale	BPC Investimenti	Luglio 98	50
Mezzogiorno Impresa	Mezzogiorno Futuro	Luglio 96	70
Obiettivo Impresa	S+R Investimenti e gestioni	Giugno 96	70
Prudentia	Fidia	Dicembre 96	500
Sella Banking	Gestnord Fondi	Gennaio 99	60

Arca Impresa 2000 e Interbanca Investimenti 2 alla data dell'analisi non hanno ancora chiuso l'attività di raccolta e quindi non hanno ancora acquisito in portafoglio alcuna partecipazione. Al 30 Giugno 2000 i fondi operativi (10) detengono attività iscritte a bilancio per un valore di circa 1.347 miliardi di lire a fronte di una raccolta di 1.180 miliardi di lire. Di questi circa 557 miliardi sono investiti in titoli non quotati (41%), 302 miliardi in titoli quotati (22%), 123 miliardi in titoli di stato (9%) e 315 miliardi in altre attività (23%)⁶⁰; la parte restante è costituita da liquidità⁶¹.

⁵⁹ A questi va aggiunto il fondo Rinascimento Imprenditoriale gestito da Intesa Asset Management SgR, del quale non si hanno informazioni utili.

⁶⁰ Le altre attività sono rappresentate prevalentemente da operazioni pronti contro termine e da ratei attivi per gli interessi maturati.

⁶¹ I titoli non quotati sono valutati al costo di acquisto, rettificato in caso di riduzione del patrimonio netto. I titoli di stato e i titoli quotati sono valutati in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione o in base ad una media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese.

I grafici di questo capitolo derivano da elaborazioni personali su dati pubblicati dalle società di gestione del risparmio sui rendiconti annuali e sulle relazioni semestrali aggiornati a giugno 2000⁶².

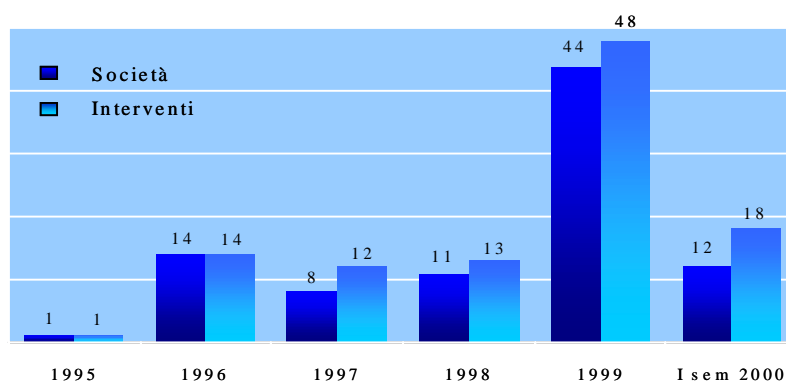
5.1 Gli investimenti

Dal 1995, anno in cui Arca Impresa è divenuto il primo fondo chiuso di diritto italiano operativo, al 30 giugno 2000 sono stati effettuati 106 interventi a favore di 90 società non quotate, di cui 10 straniere⁶³.

Il numero delle imprese non quotate coinvolte in operazioni dei fondi chiusi è cresciuto vertiginosamente soprattutto in questi ultimi anni. Ciò è dovuto al fatto che fino al 1998 i fondi operativi nel mercato italiano erano solo cinque, di cui soltanto Arca Impresa e Prudentia con un numero considerevole di partecipazioni.

Investimenti annuali per numero di interventi e di società

Figura 5.2



Delle 80 società italiane non quotate finanziate dai fondi chiusi di diritto italiano ben 64 hanno la loro sede legale nell'Italia settentrionale (33 nel nord ovest e 31 nel nord est), 7 nel centro, 6 nel sud e 3 nelle isole. Le regioni che hanno ricevuto più finanziamenti in capitale di rischio da parte dei fondi in questione sono la Lombardia e il Veneto con rispettivamente 26 e 16 società finanziate (figura 5.3). All'estero il fondo più attivo è Arca Impresa con sei società straniere partecipate dal 1995 ad oggi; di queste la Luxlook Ltd., con sede negli Stati Uniti, è l'unica impresa extraeuropea che è stata oggetto d'investimento da parte dei fondi mobiliari chiusi nazionali⁶⁴.

⁶² I dati del fondo Sella Banking sono aggiornati al dicembre 1999

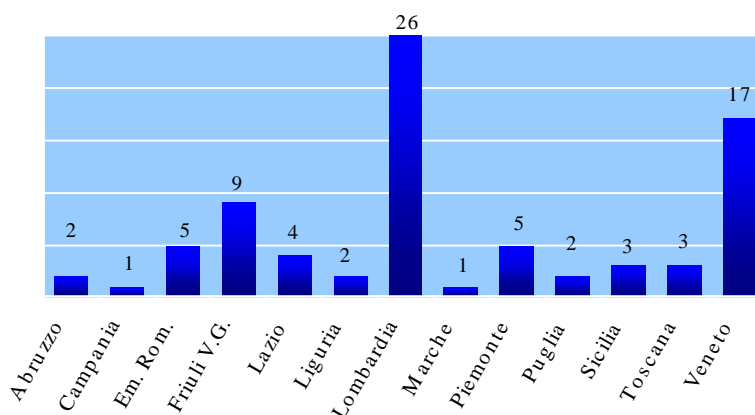
⁶³ In realtà le società non quotate finanziate dai fondi chiusi fino al primo semestre del 2000 sono 83 in quanto 7 società hanno ricevuto finanziamenti contemporaneamente da due fondi chiusi. Tale dato conferma la tendenza tipica del mercato del venture capital e del private equity di effettuare investimenti in sindacato con altri operatori del settore. In questo capitolo queste società saranno considerate al pari delle altre per esigenze statistiche.

⁶⁴ Delle 10 società estere finanziate dai fondi chiusi di diritto italiano 2 hanno la loro sede in Svizzera, due in Germania, una in Lussemburgo, una in Belgio, una in Inghilterra, una in Olanda, una in Danimarca ed una negli Stati Uniti.

La ripartizione geografica degli investimenti rispecchia la distribuzione sul territorio delle società di gestione del risparmio, le quali sono prevalentemente localizzate nel nord Italia. Ciò è giustificato dal fatto che gli investimenti nel mercato del *venture capital* e del *private equity* necessitano di un monitoraggio continuo, che si realizza più agevolmente se le imprese partecipate sono collocate nella stessa regione o area in cui si trova la sede del fondo.

Distribuzione geografica degli investimenti (1995- Giu 2000)

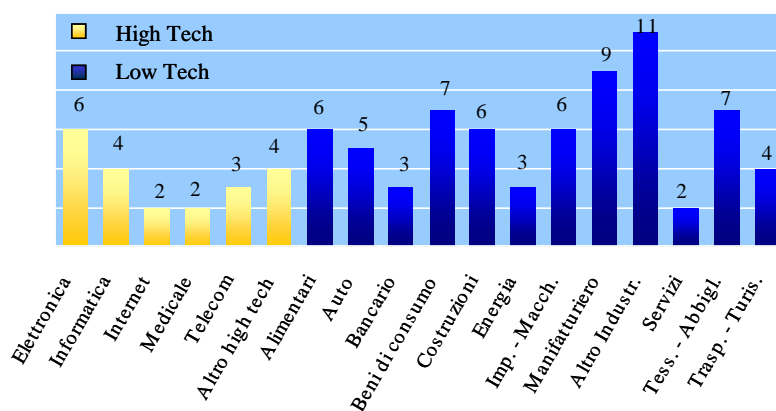
Figura 5.3



Delle 90 imprese finanziate dai fondi chiusi di diritto italiano 21 appartengono a settori caratterizzati da un rapido tasso di innovazione tecnologica (imprese cosiddette *high tech*) e 69 a settori più “tradizionali” (imprese *low tech*). Al 30 Giugno 2000 il fondo mobiliare chiuso più attivo nel settore *high tech* in proporzione agli investimenti effettuati è Maestrale con tre società high tech partecipate a fronte di quattro investimenti complessivi.

Distribuzione degli investimenti per settore di appartenenza delle aziende target (1995- Giu 2000)

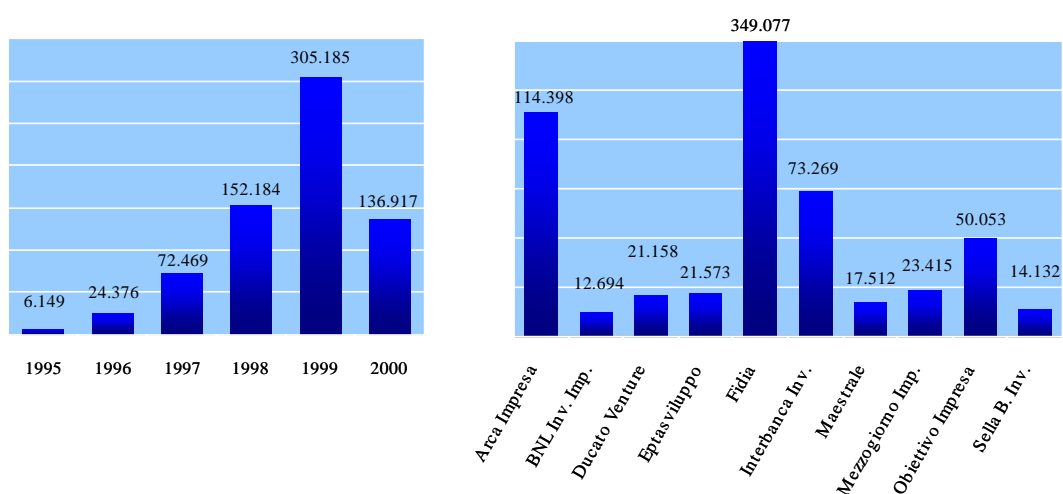
Figura 5.4



L'ammontare totale degli investimenti nel mercato del *venture capital* e del *private equity* al 30 giugno 2000 è stato pari a quasi 697 miliardi di lire, di cui circa 552 derivanti da partecipazioni in azioni/quote, la forma di investimento più praticata, e circa 145 derivanti da obbligazioni convertibili o cum warrant. I fondi chiusi che più hanno contribuito al raggiungimento di questi importi sono Fidia con circa 350 miliardi investiti in titoli di società non quotate, Arca Impresa con 114 miliardi investiti, Interbanca Investimento con 73 miliardi investiti e Obiettivo Impresa con 50 miliardi investiti.

Ammontare degli investimenti in società non quotate (1995- Giu 2000, Lit/Mln)

Figura 5.5



Nella tabella seguente si definisce il valore medio di ciascun finanziamento, la percentuale di capitale detenuta e il valore del patrimonio netto (prima dell'acquisizione) delle imprese italiane non quotate che hanno ceduto titoli rappresentativi del capitale di rischio a favore di fondi chiusi di diritto italiano.

Ammontare degli investimenti in società non quotate (1995- Giu 2000, Lit/Mln)

Figura 5.6

	% di capitale detenuta	Finanziamento medio	Patrimonio netto
Arca Impresa	10,11%	4.237	23.710
BNL Investire Impresa	6,19%	4.231	76.718
Ducato Venture	11,96%	4.232	91.092
Eptasviluppo	17,15%	3.595	7.304
Fidia	17,76%	26.848	110.034
Interbanca Investimenti	13,61%	6.106	43.133
Maestrale	9,10%	4.378	86.152
Mezzogiorno Impresa	9,88%	4.683	10.722
Obiettivo Impresa	10,31%	4.550	16.352
Sella Banking Investment	5,00%	4.711	n.d.
MEDIE COMPLESIVE	12,01%	7.834	47.750

Dall'analisi dei dati emerge che l'importo medio per ogni operazione è di circa 7.834 milioni e che la partecipazione media al capitale è stata del 12,01%, in coerenza con le disposizioni legislative vigenti fino al 1998, che hanno imposto ai fondi in questione di assumere partecipazioni esclusivamente di minoranza. Il patrimonio netto medio delle imprese finanziate è di circa 48 miliardi.

5.1.1 L'impresa tipo finanziata dai fondi chiusi

Per un'analisi più approfondita dei fondi chiusi italiani al 30 giugno 2000, si sono analizzati i bilanci delle imprese non quotate partecipate, prendendo a riferimento i dati patrimoniali e i dati reddituali di ciascuna impresa, riferiti ai bilanci d'esercizio dell'anno precedente all'investimento⁶⁵. Sono stati studiati i dati relativi alle sole imprese italiane, al fine di individuare le caratteristiche tipo dell'impresa nazionale che ha ricevuto finanziamenti dai fondi chiusi di diritto italiano⁶⁶. Da tale studio sono emersi i seguenti valori medi in milioni di lire indicativi dell'ipotetica impresa potenzialmente adatta per ricevere finanziamenti in capitale di rischio da parte di fondi chiusi:

Analisi dei dati patrimoniali delle imprese partecipate (1995 – Giu 2000, Lit/Mln)

Figura 5.7

	1996	1997	1998	1999	2000	Valore Medio
CCL	24.579	72.545	47.142	86.756	151.232	80.930
CCN	6.171	4.073	10.007	30.660	(74.496)	8.045
CFN	5.419	37.092	96.622	45.331	210.932	66.071
PS	8.330	4.260	6.581	16.232	126.843	27.697
PFN	685	20.510	(6.253)	(19.226)	(140.421)	(26.475)
IB	9.377	14.850	15.223	42.361	73.769	35.546
IL	2.258	6.949	65.636	23.470	73.484	29.994
PN	16.984	54.538	31.466	51.235	124.748	54.547

In cui (CCL) indica il capitale circolante lordo⁶⁷, (CCN) il capitale circolante netto⁶⁸, (CFN) il capitale fisso netto⁶⁹, (PS) il partecipazioni strategiche⁷⁰, il (PFN) la

⁶⁵ In questo modo per un'impresa, la cui partecipazione è stata siglata per esempio il 7 marzo 1997, si prende in considerazione l'ultimo bilancio disponibile in quella data e quindi quello del 31 dicembre 1996.

⁶⁶ Nel campione esaminato non sono stati considerati i dati relativi alle partecipazioni in imprese operanti nel settore finanziario e i dati relativi ad investimenti *early stage*, peraltro marginali i cui valori di bilancio non sarebbero significativi.

⁶⁷ CCL = Rimanenze + Crediti + Ratei e Risconti Attivi

posizione finanziaria netta⁷¹, (IB) l'indebitamento a breve termine⁷², (IL) l'indebitamento a medio/lungo termine⁷³ e (PN) il patrimonio netto⁷⁴.

Analisi dei dati reddituali delle imprese partecipate (1995 - Giu 2000, Lit/Mln)

Figura 5.8

	1996	1997	1998	1999	2000	Valore Medio
F	32.781	178.100	72.735	120.816	259.710	130.542
MOL	18.097	35.416	29.149	31.992	93.219	37.921
RO	3.113	4.020	8.097	4.824	27.228	7.673
R	3.644	6.178	6.336	7.804	32.007	9.910
UN	1.946	3.814	2.739	4.661	17.430	5.575
A	1.110	9.243	9.272	6.416	27.307	9.041

In cui (F) indica il fatturato, (MOL) il margine operativo lordo⁷⁵, (RO) il reddito operativo⁷⁶, (R) il reddito prima delle imposte e (UN) l'utile netto.

Tali valori medi ci presentano un'impresa tipo che ha già raggiunto discreti livelli di utile, pari a quasi il 10,22% del patrimonio netto. In sei casi i fondi chiusi hanno acquisito partecipazioni in imprese in perdita, sebbene d'importo ridotto rispetto al valore del rispettivo fatturato. L'efficacia della gestione operativa dell'impresa tipo è intuibile anche dall'alto livello del fatturato medio in relazione alla somma del patrimonio netto e dell'indebitamento

⁶⁸ CCN = CCL - Acconti - Debiti verso Fornitori - Debiti verso Imprese Controllate - Debiti verso Imprese Collegate - Debiti Tributari - Debiti verso Istituti di Previdenza e di Sicurezza Sociale - Altri Debiti - Ratei e Risconti Passivi

⁶⁹ CFN = Immobilizzazioni Materiali (funzionali all'attività d'impresa) + Immobilizzazioni Immateriali (funzionali all'attività d'impresa)

⁷⁰ PS = Partecipazioni in imprese la cui attività è strettamente legata al processo produttivo della partecipante

⁷¹ PFN (differenza tra tutte le posizioni creditorie e debitorie a breve termine) = Crediti esigibili entro l'esercizio successivo + Disponibilità Liquide - Debiti Esigibili entro l'esercizio successivo

⁷² IB = Debiti finanziari esigibili entro l'esercizio successivo

⁷³ IL = Debiti finanziari esigibili oltre l'esercizio successivo

⁷⁴ PN = Capitale + Riserve + Utili - Perdite

⁷⁵ MOL (differenza tra il fatturato e il costo del venduto) = Valore della Produzione - Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci - Costi per servizi - Costi per il godimento di beni di terzi - Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci - oneri diversi di gestione

⁷⁶ RO (MOL al netto dei costi del personale e degli altri costi di gestione) = Valore della Produzione - Costi della Produzione

finanziario, il cui rapporto è pari a 1,09. Inoltre i valori medi relativi al margine operativo lordo, al reddito operativo e al capitale circolante netto confermano tale tendenza.

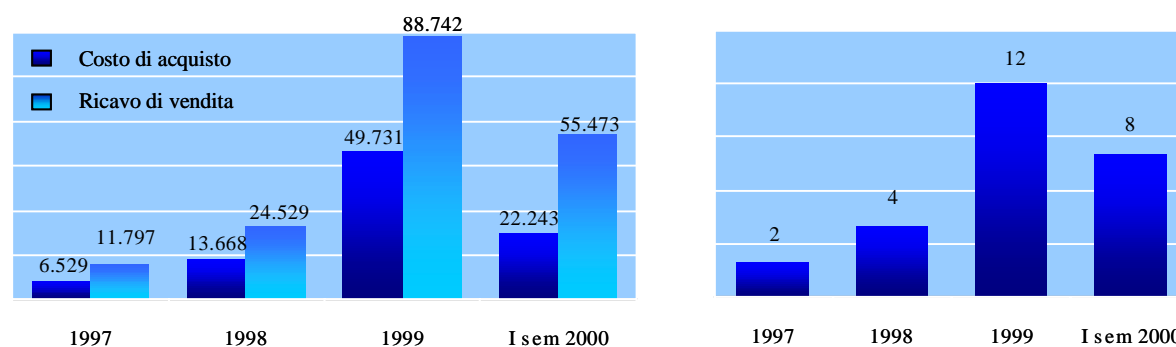
A fronte di una buona gestione operativa l'impresa media è caratterizzata da una struttura finanziaria non ottimale. L'incidenza del totale dell'indebitamento finanziario sul patrimonio netto è piuttosto elevata e il rapporto tra le due grandezze è di circa 1,2, a conferma di una parziale sottocapitalizzazione delle aziende studiate. Inoltre il totale dei debiti finanziari a breve termine è superiore al totale dei debiti finanziari a medio e lungo termine, coerentemente con l'abitudine diffusa delle imprese italiane di finanziarsi attraverso l'apertura di scoperti di conto corrente. L'inadeguatezza della struttura finanziaria è confermata dal valore negativo che contraddistingue la posizione finanziaria netta media delle imprese analizzate, data dalla differenza tra il totale delle posizioni a credito e a debito a breve termine (- 26.475). L'esigenza di rafforzare il capitale di rischio dell'azienda media è anche evidenziata dalla inadeguatezza del patrimonio netto rispetto alla somma del capitale fisso netto e delle partecipazioni strategiche. La differenza tra questi due valori è infatti negativa (- 39.221) ed è rappresentativa di una situazione instabile in riferimento alla copertura degli investimenti di più ampia proiezione temporale. La situazione non è peraltro estremamente grave in quanto tale può essere compensata parzialmente dal ricorso all'indebitamento a lungo termine (29.994).

Il campione analizzato risulta dunque decisamente rappresentativo della realtà operativa e della funzione economica dei fondi chiusi nel mercato finanziario italiano. Tali strumenti finanziari - come più volte citato in questo lavoro - si propongono infatti di venire incontro alle esigenze di capitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane in fase di sviluppo, tradizionalmente sottocapitalizzate.

5.2 I disinvestimenti

Al 30 giugno 2000 i disinvestimenti delle partecipazioni in società non quotate da parte di fondi mobiliari chiusi di diritto italiano sono 26. Sebbene una simile cifra non costituisca un campione statistico adeguato, analizzando le caratteristiche principali dei disinvestimenti effettuati fino ad oggi emergono indicazioni interessanti.

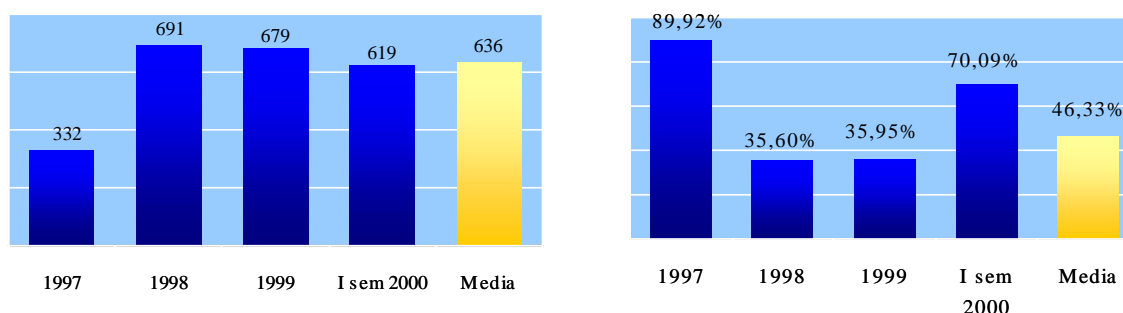
Disinvestimenti: costi di acquisto, ricavi di vendita (Lit/Mln) e numero delle partecipazioni ***Figura 5.9***



Mediamente ciascuna delle 26 partecipazioni è stata detenuta in portafoglio dai fondi chiusi per circa 636 giorni, dato che dimostra come il fondo chiuso sia un intermediario che oltre ad apportare capitali alle società finanziate non si limita a perseguire finalità speculative di breve periodo, mirando piuttosto a ritagliarsi un ruolo chiave nel processo di crescita dimensionale e culturale dell'impresa partecipata. Tale ruolo – come affermano gli amministratori del fondo Eptasviluppo - “comincia ad essere percepito maggiormente dagli imprenditori che pongono sempre maggiore attenzione al contributo qualitativo, oltre che di capitali, che il partner istituzionale può apportare all'impresa nella transizione al modello organizzativo manageriale⁷⁷”.

Disinvestimenti: detenzione media delle partecipazioni (giorni) e TIR medio

Figura 5.10



Il tasso interno di rendimento medio (TIR) dei disinvestimenti effettuati fino al 30 giugno 2000 è stato del 46,3 %, al lordo degli oneri figurativi attribuibili ai titoli ceduti. Il disinvestimento più redditizio è stato operato nel primo semestre del 2000 dal fondo Ducato Venture, che ha ceduto la partecipazione detenuta nel capitale della Colombo Gas in favore di un operatore industriale leader del mercato realizzando un rendimento (TIR) del 500% circa. Gli elevati profitti che hanno garantito le dismissioni delle partecipazioni dimostrano la capacità dei fondi chiusi di diritto italiano di sostenere con successo le strategie di crescita e di sviluppo delle imprese finanziate.

5.3 Prospettive di sviluppo in Italia

Alla luce delle caratteristiche descritte in questo lavoro non bisogna dimenticare che il fondo chiuso non si limita a colmare una grave lacuna nel nostro sistema finanziario agevolando il finanziamento nel capitale di rischio delle piccole imprese non quotate, ma si

⁷⁷ Cfr. Eptasviluppo, Rendiconto Annuale 1999, Relazione degli Amministratori.

impone all'attenzione del mercato per la sua attività di supporto alle aziende partecipate. Il fondo chiuso è dunque un efficace strumento di natura non solo finanziaria, ma anche di sostegno manageriale per le piccole e medie imprese italiane, coinvolte in mercati sempre più competitivi.

Il contributo dei fondi chiusi allo sviluppo economico e finanziario in Italia va posto in relazione in primo luogo alla domanda di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese non quotate. Questa domanda è stata alimentata dalle caratteristiche che ha assunto il processo di ristrutturazione delle imprese italiane nell'ultimo decennio per affrontare la globalizzazione del mercato: modernizzazione, aumento dell'investimento medio per addetto e ristrutturazione finanziaria. Poiché queste tendenze sono destinate a consolidarsi, la domanda di capitale di rischio tenderà inevitabilmente a crescere e, contestualmente, aumenterà il numero delle imprese interessate alla propria quotazione. Se da un lato il successo dei fondi chiusi dipende dalla domanda di capitale di rischio da parte delle imprese non quotate, dall'altro lato sono essi stessi i promotori della domanda, nella misura in cui essi dimostrano di soddisfarla in modo ottimale. Inoltre non bisogna trascurare il fatto che il nostro mercato, più di ogni altro Paese, sembra ideale per lo sviluppo di questo tipo di strumento finanziario, ove si consideri la notevole diffusione capillare delle piccole e medie imprese e il loro elevato rapporto di indebitamento.

Essendo dunque le piccole e medie imprese italiane impegnate in un processo di forte rinnovamento che richiede nuovi capitali, know-how ed esperienze specialistiche, appare dunque evidente come il fondo chiuso si proponga come soggetto che, senza intaccare l'autonomia dell'impresa, è in grado di soddisfare tali esigenze meglio di ogni altro intermediario.

Come lo sviluppo equilibrato dei fondi aperti è stato ostacolato nel nostro paese dalle carenze del mercato borsistico nazionale, così lo sviluppo dei fondi chiusi è stato ostacolato dalle carenze culturali dei mercati finanziari italiani. D'altro canto, occorre osservare come, analogamente al contributo fornito dai fondi aperti alla modernizzazione e allo sviluppo della Borsa, così l'affermazione dei fondi chiusi potrà favorire lo sviluppo del secondo e del terzo mercato in Italia.

BIBLIOGRAFIA

AIFI, *Capitali per lo Sviluppo, un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital*, Guerini e Associati, 1999.

AIFI, *AIFI Yearbook 1999*, 1999

Cappiello, Dent, Madlem, *The complete guide to closed-end fund*, International Publishing Corporation Chicago, 1989.

Chang, E., Eun, C.S., Kolodny, R. *International Diversification through Closed-End Country Funds*. Journal of Banking & Finance 19, 1995.

Datar, V., Naik, N., Radcliffe, R., *Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test*, Journal of Financial Markets 1, 1998.

Fredman, A., Scott G.C., *Investing in Closed-End Funds: Finding Value and Building Wealth*, New York Institute of Finance, New York, 1991.

Gervasoni, A., *I Fondi Chiusi: aspetti di gestione e di strategia*, EGEA, 1989.

Gervasoni, A., *I Fondi d'Investimento Mobiliare Chiusi*, 1994.

Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999.

Manetti, *Fondi Mobiliari Chiusi e Imprese Minori*, Il Risparmio, 1995.

Mazzei, Perrini, *La Valutazione dei Fondi Chiusi*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 4-5, 1994.

Mignarri, E., *I Fondi Mobiliari Chiusi in Italia*, Banche e Banchieri 5, 1994.

Perrini, F., *I Fondi Chiusi nel processo di Finanziamento delle PMI*, Lecco Economia, 1995.

Preda, S., *Funds and Portfolio Management Institutions*, North-Holland, 1991

Santoro, *I Fondi Chiusi in Italia*, IPSOA, 1990.

Soda, A.P., *Un'analisi della nuova disciplina dei Fondi d'Investimento Chiusi*, Banche e Banchieri 2, 1994

Szego, *Rinnovamento e Ristrutturazione Industriale*, Franco Angeli, 1993.

Velo D., *Il Finanziamento di Rischio delle Imprese Minori: il ruolo dei Fondi Chiusi*, Osservatore Economico 1, 1990.