

FONDI CHIUSI: ESPERIENZE INTERNAZIONALI E REALTA' ITALIANA

di Anna Gervasoni e Fabio Sattin, AIFI (Associazione Italiana Finanziarie di Investimento nel Capitale di Rischio), Università Carlo Cattaneo.

La recente approvazione dei fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi ha dotato il nostro sistema finanziario di un nuovo importante strumento. Il loro ruolo è infatti essenziale nel processo di canalizzazione del risparmio verso medie e piccole imprese aventi buone prospettive di sviluppo, tramite l'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio.

I fondi chiusi sono ampiamente noti nella realtà internazionale e si possono quindi trarre interessanti spunti dall'esperienza dei paesi finanziariamente più evoluti.

Negli Stati Uniti, ad esempio, i fondi chiusi, secondo quanto afferma l'associazione nazionale che li riunisce (National Venture Capital Association) hanno investito in alcune migliaia di imprese. Ma il dato più interessante è che dette imprese hanno registrato straordinari tassi di crescita medi annui sia nel fatturato (+ 450%) che negli utili (+ 600%) nel periodo che va dal 1985 al 1989. Detti tassi di sviluppo sono prevalentemente dovuti al fatto che la maggior parte degli investimenti è stata effettuata in imprese molto giovani e molto innovative.

In Europa la situazione è significativamente diversa da quella americana, in particolare per quanto riguarda l'attività di investimento in imprese appena costituite senza ancora una consolidata posizione di mercato, e l'Italia si presenta sostanzialmente in linea con le tendenze europee.

Nel nostro Paese operano con successo già da anni società di merchant banking e di venture capital, nonché fondi chiusi di diritto estero, che complessivamente detengono un portafoglio (secondo i dati ufficiali AIFI, che associa tali operatori) di 556 imprese, per un valore di mezzi investiti di 1.853 miliardi di lire. Nel 1992 sono stati effettuati 163 nuovi investimenti per un ammontare di 738 miliardi di lire. Le operazioni in cui si investe maggiormente (58%) sono operazioni in capitale per lo sviluppo; seguiti dai buy out (18%) e dagli interventi di "replacement capital" (capitale di sostituzione) (13%). L'investimento in imprese nuove o nelle prime fasi di avvio dell'attività rappresenta solo l'11% del totale.

E' realistico aspettarsi che i neo-costituiti fondi chiusi non si allontaneranno, almeno inizialmente, dal profilo di attività degli operatori già presenti in Italia.

L'esperienza dimostra che i gestori dei fondi chiusi si avventurano in situazioni di investimento più rischiose (e con più elevate prospettive di rendimento) solo dopo aver acquisito una forte competenza specifica. In generale, l'esperienza già maturata dagli operatori più esperti contribuirà certamente ad accelerare i tempi di apprendimento,

sempre che quanti si dedicheranno a tale attività siano disposti ad accettare il supporto e la collaborazione di chi già da tempo opera in questo settore sia in Italia che all'estero. In Gran Bretagna, per esempio, operano diversi tipi di fondo, che si distinguono per vocazioni territoriali, settoriali ed operative differenti, presentandosi al mercato con un'offerta particolarmente articolata.

Comunque, non ci si aspetti, almeno nel breve e medio termine, un ingente flusso di capitali: nella sopracitata Gran Bretagna, dove il mercato finanziario è più articolato ed efficiente del nostro, negli ultimi 5 anni sono stati istituiti 168 fondi chiusi, circa una trentina di fondi l'anno, con una raccolta complessiva di poco meno di 10.000 miliardi di lire (la dimensione media è di circa 50 miliardi a fondo).

In Francia, a 10 anni dalla loro istituzione, esistono 150 fondi chiusi, che gestiscono complessivamente poco più di 2.000 miliardi di lire (il patrimonio mediamente gestito è di circa 15 miliardi di lire). Nei primi anni però non esistevano che poche decine di fondi chiusi (15 l'anno successivo l'emanazione della legge, complessivamente 30 quello dopo).

Sia in Gran Bretagna che in Francia oltre l'80% delle quote risulta sottoscritto da persone giuridiche, confermando che tali fondi sono destinati prevalentemente ad investitori sofisticati ed esperti quali quelli istituzionali. Certo in Italia si potranno avere evoluzioni diverse, date le diverse caratteristiche del contesto normativo e di mercato.

Preme però ricordare che esistono alcune fasi costanti che si susseguono nella vita di un fondo chiuso, e che ne determinano il suo ciclo di vita: raccolta di capitali; selezione delle imprese; investimenti; monitoraggio; disinvestimenti.

Ciò porta a processi di gestione aventi precise priorità e caratteristiche. Inoltre, la strategia di un fondo chiuso dovrà tenere conto di alcune scelte di base che si possono sintetizzare nelle politiche di diversificazione o nelle politiche di specializzazione (per settore, area geografica, tecnologia, tipo di operazione).

Queste brevi e parziali riflessioni ci conducono ad uno degli aspetti più importanti riguardanti l'attività dei fondi chiusi; quello relativo all'importanza della figura del gestore e delle sue caratteristiche.

La vera garanzia che l'attività del fondo venga svolta in modo serio, competente, affidabile e trasparente, non può infatti che dipendere, in ultima analisi, dalle qualità, sia professionali che etiche, di quanti saranno chiamati a gestirli.

Che il legislatore si preoccupi di cautelarsi riguardo a questo importante aspetto è quindi pienamente comprensibile ed oltremodo opportuno. Il problema rimane quello di decidere come farlo e conseguentemente quali criteri di selezione e di controllo adottare per fare in modo che i potenziali gestori siano rappresentati da soggetti adeguatamente preparati e pienamente affidabili.

In generale, si ritiene non sia possibile sostituire la necessaria responsabilizzazione dei singoli con norme, procedure, divieti e controlli che hanno come oggetto la società di gestione o l'attività del fondo. I vincoli, al contrario, dovrebbero essere ridotti all'essenziale, in modo da consentire ai gestori la necessaria flessibilità e rapidità nelle decisioni, nonché di esprimere al meglio, nell'interesse degli investitori, la loro professionalità e creatività. Oggetto di controllo e di valutazione specifica dovranno essere semmai i singoli soggetti, intesi come persone fisiche, che avranno la responsabilità della gestione del fondo. Solo così sarà possibile salvaguardare i principi di competitività, competenza e responsabilizzazione individuale che si ritengono essenziali per tutelare, in modo sostanziale e non meramente formale, gli interessi di quanti investiranno nei fondi.

Non a caso, quando all'estero un investitore è invitato a valutare se partecipare o meno ad un fondo di investimento, uno degli elementi più importanti per effettuare detta valutazione è l'approfondita analisi che viene fatta sulle persone che materialmente saranno responsabili dell'attività del fondo e si troveranno a prendere le decisioni di investimento e disinvestimento. Il loro curriculum ed in particolare la loro esperienza specifica nell'attività di investimento nel capitale di rischio, i risultati ottenuti, la loro integrità morale, le loro forme di remunerazione, diventano elementi essenziali da approfondire sia attraverso colloqui diretti che tramite referenze di vario tipo.

L'ammontare di tempo che i potenziali gestori intendono effettivamente dedicare all'attività del fondo è anche ritenuto di estrema importanza. Sarebbe troppo facile e certamente non sufficientemente cautelativo per gli investitori, presentare persone con un curriculum di tutto rispetto ma che in pratica si dedicheranno alla gestione del fondo solo marginalmente.

Per gestori si intendono infatti le persone che "di fatto" si troveranno a strutturare ed effettuare le operazioni di investimento e disinvestimento, negoziando, nell'interesse degli investitori, condizioni, modalità e prezzi. Nel caso dei fondi chiusi, infatti, non si tratta di acquistare o vendere titoli aventi una loro chiara valutazione di mercato.

E' chiaro quindi come al gestore debba essere conferita la più assoluta fiducia da parte degli investitori. In effetti, non si vede come detta fiducia possa essere accordata se non con una approfondita conoscenza delle persone nelle quali questa dovrà essere riposta.

All'estero spesso è richiesto che i responsabili della gestione si dedichino esclusivamente all'attività del fondo.

In ogni caso, questi devono quantomeno illustrare dettagliatamente le altre attività che si troveranno eventualmente ad effettuare contestualmente a quella di gestori del fondo anche al fine di evitare che vi siano aree di potenziale conflitto di interessi, altro argomento a cui gli investitori internazionali dedicano, giustamente, una grandissima attenzione.

Tutte queste informazioni, assieme alle altre riguardanti le caratteristiche del fondo, la tipologia di investimento, le modalità di raccolta e di impegno e quant'altro, vengono raccolte e descritte in un dettagliato ed approfondito prospetto, che rappresenta il supporto principale fornito agli investitori per la loro valutazione.

E' quindi con l'obbligo di una adeguata, completa e veritiera informazione, anche e soprattutto sulle persone che gestiranno le risorse, che il problema delle competenze viene ad essere indirettamente risolto. In una logica di mercato, quale è quella che caratterizza la maggior parte dei paesi finanziariamente più evoluti, chi non sarà in grado di fornire in modo convincente adeguate garanzie ai potenziali investitori, sia in termini di professionalità ed esperienza specifica che di affidabilità e moralità individuale, verrà automaticamente escluso dal mercato.

Vediamo ora come è stato affrontato il delicato problema delle caratteristiche del gestore dai nostri legislatori.

Nel rispetto della natura dirigistica che caratterizza il nostro sistema giuridico, si è data una notevole enfasi all'aspetto normativo societario più che a quello individuale e di mercato. Si prescrive infatti che le società di gestione dovranno essere autorizzate dal Ministero del Tesoro sentita la Banca d'Italia per poi essere iscritte ad un albo, sempre tenuto dalla Banca d'Italia. Dette società, per essere autorizzate ad operare, devono inoltre avere un capitale sociale versato di almeno cinque miliardi o di sette nel caso di società che gestiscono fondi aperti. Per quanto riguarda l'autorizzazione, si applicano le disposizioni della legge 23 marzo 1983 n. 77.

In relazione alla patrimonializzazione questa è una scelta per certi versi comprensibile e forse utile nel nostro Paese anche se, è evidente, nulla porta in termini di garanzie di professionalità, competenza degli individui che opereranno nell'interesse e per conto dei sottoscrittori.

A dire il vero, potrebbe esserci il rischio che gestori altamente qualificati ma con scarse risorse finanziarie possano addirittura rimanere esclusi. Non si ritiene comunque che il problema sia di estremo rilievo in quanto, considerata la scarsità di esperienza specifica presente nel nostro mercato, chi sarà in grado di dimostrare buone capacità ed adeguata professionalità dovrebbe anche essere in grado di reperire i finanziamenti necessari allo svolgimento dell'attività.

Per quanto riguarda invece il delicato tema della professionalità specifica dei gestori, se, come abbiamo visto, l'autorizzazione viene concessa sulla base delle disposizioni della legge 23 marzo 1983 n. 77, questa prescrive che la maggioranza degli amministratori delle società di gestione deve avere svolto per almeno tre anni funzioni di carattere direttivo nel settore creditizio, finanziario o assicurativo.

Questa prescrizione, se può andare bene nel caso dei fondi comuni di investimento mobiliare, è a nostro avviso assolutamente inutile a garantire agli investitori la necessaria professionalità e competenza se si considerano le caratteristiche specifiche dell'attività dei fondi chiusi.

A parte il fatto che probabilmente nessuna prescrizione sarà mai in grado di fornire adeguate garanzie in questo senso, ci si consenta di dire che la scelta della professionalità "tipo" sembra quantomeno curiosa.

Ci si domanda infatti perché l'esperienza bancaria, finanziaria o addirittura assicurativa debba essere considerata più importante di quella industriale, gestionale e di business, visto che di questo si dovranno occupare i gestori, se faranno come si deve il loro mestiere. Mestiere che, è forse bene ricordarlo, consiste nel valutare, nell'interesse dei sottoscrittori, le caratteristiche industriali, commerciali, organizzative e strategiche delle aziende cercando di identificare quelle che presentano le maggiori potenzialità di sviluppo e quindi di potenziale guadagno futuro per gli azionisti. A dire il vero, se proprio si volesse inserire una disposizione di questo tipo, sembrerebbe più logico che questa richiedesse che la maggioranza degli amministratori abbia maturato competenze di natura industriale e aziendale e comunque abbia svolto precedentemente, possibilmente con successo, attività di investimento nel capitale di rischio.

Ribadiamo tuttavia la convinzione che prescrizioni di questo tipo non siano assolutamente utili ad assicurare o garantire criteri di professionalità specifica, che non possono che essere valutate caso per caso e sul singolo individuo.

Per fare questo, è assolutamente necessario che i sottoscrittori sappiano, prima di versare il loro denaro, chi effettivamente lo gestirà e dedicherà il suo tempo a tutelare i loro interessi e che di queste persone siano in grado di formularsi un giudizio, ricevendo su di loro dettagliate, complete e veritiere informazioni, oltre che ad avere la possibilità di incontrarli personalmente se ritenuto utile. Oltre a questo, ma non in sostituzione a questo, ben vengano valutazioni ed autorizzazioni di altro tipo effettuate a livello ufficiale sui singoli individui a condizione che siano condotte non sulla base di adempimenti burocratici e formali ma su una corretta ed approfondita valutazione della professionalità e delle competenze specifiche richieste per lo svolgimento dell'attività di investimento nel capitale di rischio.

Si ritiene infine che la raccolta, indipendentemente dalle modalità tecniche attraverso le quali si intenderà effettuarla, debba essere calibrata e strutturata per fare fronte ad investitori professionali. E' assolutamente giusto quindi mantenere alto l'ammontare della quota minima.

All'estero é normale trovare fondi con quote minime di alcuni miliardi di lire. Inoltre, un non eccessivo numero di investitori consente di effettuare più efficacemente quel contatto diretto investitore/gestore che si ritiene indispensabile per consentire una corretta valutazione dell'investimento effettuato e del suo procedere.

Nel complesso e nonostante le considerazioni effettuate riguardo il possibile miglioramento di alcuni aspetti della legge sui fondi chiusi, si ritiene che la sua approvazione sia stata certamente opportuna al fine di consentire: alle aziende produttive l'accesso ad un ulteriore canale di finanziamento estremamente importante, interessante ed utile al loro sviluppo; al sistema finanziario italiano di accelerare il recupero rispetto ai paesi più evoluti in termini di articolazione di mercato ed efficienza degli strumenti.