

# SENATO DELLA REPUBBLICA

———— VIII LEGISLATURA ————

## 6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

---

### INDAGINE CONOSCITIVA SUI PROBLEMI DEI MERCATI MOBILIARI

RESOCONTO STENOGRAFICO

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 9 DICEMBRE 1981

Presidenza del Presidente SEGNANA

**INDICE**

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 3, 12, 17 e <i>passim</i>	ROSSI . . . . .	Pag. 3, 17
BERLANDA (DC) . . . . .	15		
VISENTINI (PRI) . . . . .	12, 17		

*Interviene, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa, Guido Rossi.*

*I lavori hanno inizio alle ore 10,25.*

**PRESIDENTE.** L'ordine del giorno reca l'indagine conoscitiva sui problemi dei mercati mobiliari.

È in programma oggi l'audizione del Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa.

*Viene quindi introdotto il professor Guido Rossi.*

Audizione del professor Guido Rossi, presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa.

**PRESIDENTE.** Come già ho avuto modo di ricordare nel corso della seduta del 25 novembre scorso, in riferimento ai problemi inerenti al disegno di legge n. 1623: « Agevolazioni fiscali per l'ampliamento del mercato azionario » ed al disegno di legge n. 1609: « Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare », su proposta del senatore Berlanda accolta all'unanimità dalla Commissione, ritenemmo opportuno avere un incontro con il presidente della Consob, professor Guido Rossi.

Venne chiesta al Presidente del Senato l'autorizzazione per questa breve indagine conoscitiva sui problemi dei mercati mobiliari, autorizzazione che è stata concessa. Il professor Rossi ha accettato immediatamente il nostro invito, e di ciò lo ringrazio vivamente a nome di tutti i componenti la Commissione.

L'odierno incontro servirà a chiarire i molti problemi legati ai due disegni di legge che ho citato, quindi si tratteranno temi che sono per noi di particolare interesse. Ma questo incontro offre anche l'occasione al professor Rossi di mettere in evidenza eventuali altri problemi riguardanti il funzionamento dell'organismo da lui presieduto, nel

quale noi nutriamo sempre molta fiducia per il ruolo fondamentale che svolge nel campo del mercato mobiliare.

Invito il professor Rossi a svolgere la sua relazione.

**R O S S I.** Ringrazio sentitamente il signor Presidente ed i componenti della Commissione per avermi invitato a questa audizione che mi dà l'opportunità di illustrare in questa sede alcuni punti fondamentali del funzionamento della Commissione da me presieduta.

In particolare la mia relazione si divide in tre parti: una prima parte di carattere generale sulla funzionalità del mercato mobiliare, una seconda strettamente riferita ai disegni di legge che interessano il settore e, infine, una terza parte, molto breve, inerente alla problematica più urgente relativa alla Consob.

I disegni di legge sui quali sono chiamato ad esprimere la mia opinione sono fra loro strettamente collegati. Potrebbe infatti risultare inutile l'ampliamento del mercato azionario qualora ad esso non si fornissero strutture adeguate: e fra queste stanno in primo luogo i fondi di investimento, per i quali in tutti i paesi europei con eccezione dell'Italia esiste una disciplina legislativa. D'altra parte l'introduzione di una normativa che disponga la regolamentazione dei fondi e ne faciliti la costituzione potrebbe dimostrarsi del tutto velleitaria e comunque superflua qualora il mercato borsistico italiano rimanesse ancorato alla sua attuale asfittica e misera struttura.

Si tratta dunque di due provvedimenti indispensabili per la creazione di nuove strutture del mercato senza le quali perde di significato anche la presenza nell'ordinamento positivo dell'organo di controllo.

Già nella mia prolusione del 23 febbraio di quest'anno, alla quale mi permetto di riferirmi, indicavo alcuni provvedimenti, con contenuto identico a quelli che oggi stiamo discutendo, come indispensabili per modificare il mercato mobiliare italiano. A tal proposito scrivevo infatti che « La

mancanza di una normativa per la disciplina dei fondi di investimento italiani si fa sentire in modo particolarmente aggravante». E continuavo dicendo che: « Il panorama delle società italiane si è di recente completamente modificato: non solo esse tendono a divenire *holdings*, ma con le norme fiscali che ho sopra citato, le quali hanno facilitato gli scorpori in temporanea esenzione fiscale, si sono create ampie plusvalenze nei bilanci delle società scorporanti, plusvalenze che non sono tassate se non al momento della loro realizzazione. Ebbene (ed è questa una proposta di larga massima che qui segnalo all'autorità competente) un incentivo sicuro per rivigorire il mercato mobiliare potrebbe essere quello di escludere parzialmente o totalmente la tassazione di siffatte plusvalenze quando la loro realizzazione avvenga attraverso il collocamento di titoli in borsa: ciò che tra l'altro avrebbe ora come conseguenza di allargare il listino delle società operative. Proposta questa da approfondire e da inquadrare in un più ampio contesto di riforme tributarie, a mio parere, decisamente raccomandabili e urgenti. Più ampio contesto che potrebbe consistere anche nell'ipotizzare, secondo una non più recente proposta dell'« Assonime », una temporanea esenzione del prelievo fiscale sulle plusvalenze in tutti i casi in cui le società che abbiano in portafoglio pacchetti azionari totalitari o di maggioranza di altre società che abbiano i requisiti per la quotazione in borsa procedano a smobilizzare totalmente o parzialmente tali partecipazioni per il tramite della loro quotazione nelle borse valori. Provvedimenti questi che suggerisco perchè avrebbero altresì il vantaggio di restituire al confuso panorama societario italiano una più normale fisionomia, sgonfiando infatti il fenomeno del tutto anomalo della moda recente delle *holdings* e di tutti quei "gruppi" artificiosamente creati per soli motivi di carattere fiscale, sovente al di là e la di fuori della corretta interpretazione della legge ». Questo dicevo il 23 febbraio scorso e mi pare che i due provvedimenti che stiamo discutendo riprendano queste indicazioni.

D'altra parte l'attuale situazione del mercato azionario italiano e l'emergenza finanziaria che deriva da una politica economica intesa a incanalare il risparmio verso investimenti improduttivi di ricchezza rende drammaticamente impellenti riforme che potevano essere, forse, meglio studiate nel quadro di modifiche strutturali di maggior consistenza e respiro. Mi basterà citare un dato significativo: dai 4.500 miliardi di BOT emessi nel gennaio 1980 si è passati ai 20.500 miliardi nello scorso novembre, mentre nel prossimo gennaio si arriverà all'ammontare di 25.500 miliardi di soli BOT da rinnovare, senza contare quelli che dovranno essere emessi in aggiunta per coprire le esigenze di tesoreria. Ciò significa che il 1982 inizierà con la maggior richiesta di liquidità che lo Stato abbia mai fatto al mercato del risparmio. Si tratta di un *record* mondiale: nel prossimo gennaio l'Italia sarà il primo Stato del mondo occidentale che in un solo mese emetterà BOT per un importo superiore al valore di tutte le azioni quotate in borsa.

Un aggiustamento di questa perversa tendenza al cattivo utilizzo del risparmio può avvenire solamente se il risparmio stesso è indirizzato verso canali produttivi di ricchezza, fra i quali primeggia un mercato azionario ordinato e con adeguate strutture correttamente disciplinate.

Nella mia audizione alla Commissione finanze e tesoro della Camera del 30 luglio di quest'anno ho avuto modo di sottolineare che le crisi del mercato borsistico italiano, contrariamente a quello che si verifica negli altri paesi, hanno matrici esclusivamente endogene, dovute cioè alla debolezza, a livello oggettivo e soggettivo, delle strutture e degli operatori del mercato.

Le contrattazioni solo a termine, il gioco dei riporti e del mercato dei premi, che determinano i connotati essenziali di questo mercato, favoriscono la sua caratteristica esclusivamente speculativa e la sua preoccupante fragilità.

Non è un caso che il cosiddetto mercato ristretto, dove la contrattazione avviene solo per contanti, abbia un andamento meno erratico.

L'attuale situazione del mercato borsistico vede un totale di 173 (di cui nove sospese) società quotate in borsa, a livello nazionale cioè il più basso in Europa dopo quello greco.

Nell'opera di « pulizia del listino » che è in corso dall'insediamento della nuova Commissione, cioè dal 16 febbraio di quest'anno, sono state sospese dalla quotazione sei società, ne sono state revocate cinque, le negoziazioni sono state limitate al solo contante per due società.

Nel 1981 sono state ammesse alla quotazione ufficiale due sole società (ma, d'altra parte, nei dieci anni precedenti non ne era stata ammessa neanche una): una finanziaria, la « Gemina », e una industriale, la « Cogefar ». Altre cinque società, tre finanziarie e due industriali, hanno inoltrato istanza di quotazione e le relative pratiche sono in fase di avanzata istruttoria. Infine, altre tre società hanno preannunciato l'invio della domanda di quotazione.

Per quel che riguarda invece il mercato ristretto, sono attualmente ammessi alla quotazione titoli di trentotto società, di cui ventotto aziende di credito (tra le quali dodici banche popolari), quattro compagnie di assicurazione, quattro aziende industriali, nonchè due società finanziarie. Nel corso del 1981 sono state ammesse a quotazione nel mercato ristretto sette nuove società, mentre le pratiche relative a tre società sono in corso di definizione.

Ma è ovvio che l'allargamento del listino, che pure è condizionato da gravi ipoteche culturali e comportamentali dell'imprenditore italiano, dipende in larga misura dalla politica economica che si intende perseguire e dal finanziamento che si vuole far affluire alle imprese attraverso il mercato mobiliare.

Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia, negli ultimi vent'anni il risparmio ha finanziato il settore privato e quello pubblico nelle seguenti proporzioni: nel 1962, mentre 11.420 miliardi andavano al settore privato, 9.687 andavano al settore pubblico; nel 1980, 137.410 miliardi sono andati al settore privato, mentre 240.521 sono andati al settore pubblico; nei primi cinque mesi del

1981, il rapporto è stato il seguente: 145.426 miliardi al settore privato e 268.794 al settore pubblico. Se questa tendenza di politica economica verrà confermata, ben poche prospettive a mio parere si possono prevedere per il mercato mobiliare.

Si tratta comunque ora di esaminare in concreto e di verificare se e in che modo i due disegni di legge di cui discutiamo soddisfino le esigenze sopra individuate.

Inizierò con l'esame del disegno di legge n. 1623 che reca il titolo: « Agevolazioni fiscali per l'ampliamento del mercato azionario ».

Le perplessità che il relatore, senatore Berlanda, ha manifestato sono, a mio avviso, interamente da condividersi. Indicherò qui di seguito le principali scorrettezze tecniche e inadeguatezze del provvedimento, così come è stato presentato.

In linea generale, il provvedimento concede agevolazioni fiscali consistenti nella sospensione dell'imposizione sulle plusvalenze in occasione della cessione effettuata mediante offerta in borsa di azioni, quotate o quotande, di società destinatarie degli scorpori o conferimenti di cui all'articolo 34 della legge 2 dicembre 1975, n. 576. Il relatore Berlanda ha già sottolineato l'aspetto paradossale di questa disposizione, per cui viene concessa un'agevolazione fiscale solo ed esclusivamente a chi di un'agevolazione abbia già in precedenza goduto. Più corretta sembra invece la estensione dell'agevolazione anche a chi alieni azioni acquisite per altra via, e non solo tramite gli scorpori. Il provvedimento avrebbe in questo caso una portata più generale, risponderebbe meglio alle esigenze che lo hanno ispirato e costituirebbe sicuramente uno strumento effettivo per l'allargamento del mercato azionario. Si potrebbe forse a questo proposito prevedere, come meglio dirò in seguito, più che una sospensione di imposta, una esclusione parziale dall'imposta stessa.

Il primo comma dell'articolo 1 del disegno di legge (e direi che forse è questo il punto più grave) dispone che l'agevolazione si applichi nel caso nel quale le società le cui azioni si cedono siano già quotate in bor-

sa o trattate nel mercato ristretto. Questa fattispecie a me sembra completamente estranea alle finalità della legge e allo scopo dell'ampliamento del mercato azionario. Si tratta infatti di soddisfare la necessità di ampliare il listino anche e soprattutto dal punto di vista qualitativo, inserendo cioè titoli di società industriali invece delle solite società finanziarie o delle *holdings*, delle quali, tra l'altro, l'attuale mancanza di normativa sui bilanci consolidati rende assai dubbia la trasparenza necessaria ai fini della tutela del risparmio. Con la fattispecie prevista si tende invece ad agevolare chi aumenta il quantitativo dei titoli diffusi nel mercato, anche quando tale diffusione non appaia nè necessaria nè opportuna ai fini della esistenza di un adeguato flottante, requisito essenziale per la permanenza in quotazione.

Si aggiunga a tutto ciò l'aggravante che la rincorsa all'agevolazione in questo caso potrebbe, nelle attuali strutture del mercato e con l'aumento indiscriminato del quantitativo dei titoli trattati, deprimere i corsi, a tutto svantaggio degli azionisti minoritari, con i quali si identificano di norma i risparmiatori.

Le osservazioni che precedono sono tuttavia da me state fatte in via teorica e per la ipotesi in cui si volesse allargare l'agevolazione anche a titoli di società non derivanti da scorporo. In caso contrario, la critica al primo comma dell'articolo 1 deve invece essere ancora più dura. Se infatti dovesse rimanere così com'è, senza alcuna modifica in senso estensivo delle fattispecie di agevolazioni previste, tale primo comma rappresenterebbe un clamoroso esempio di disciplina del nulla, perchè ad oggi non esistono società quotate in borsa o nel mercato ristretto che siano derivanti da scorporo ex articolo 34 della legge n. 576. Si tratta cioè di una norma vuota, inutile, che non ho alcuna remora a proporre che venga soppressa. Personalmente non mi sono chiare le ragioni per le quali il legislatore dovrebbe disciplinare fattispecie inesistenti invece che regolare con razionalità quelle esistenti.

Il secondo comma dello stesso articolo 1, fortunatamente, prevede che le disposizioni del comma precedente si applichino anche nel caso in cui venga richiesta *ex novo* la quotazione in borsa o nel mercato ristretto, entro quattro mesi dalla data in cui è avvenuta la cessione. Siccome però l'articolo 1, quando parla di questa cessione in borsa, fa riferimento all'articolo 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216, cioè alle offerte pubbliche di vendita, più correttamente dovrebbe dirsi: « dalla data di chiusura dell'offerta pubblica », invece che: « dalla data in cui è avvenuta la cessione ». Si tratta comunque di un dettaglio.

Questa che, ripeto, dovrebbe essere l'unica fattispecie disciplinata, richiede in verità un periodo di applicabilità dell'agevolazione più lungo del previsto. Sono anch'io del parere che i quattro mesi previsti dal disegno di legge, con i tempi tecnici attualmente esistenti, possono rivelarsi insufficienti, per cui sarebbe forse meglio prevederne sei. In proposito è forse opportuno aprire una parentesi sull'argomento relativo alla verifica, da parte della Commissione nazionale per le società e la borsa, dei requisiti per la quotazione dei titoli in borsa o per l'ammissione alla negoziazione al mercato ristretto; problematica che tra l'altro servirà anche ad illustrare più chiaramente una ulteriore proposta che mi permetto di avanzare in relazione ad uno spostamento dei termini di cui al successivo articolo 2. Per la ammissione alla negoziazione del mercato ristretto esiste già una normativa precisa: l'articolo 5 della delibera Consob del 24 giugno 1977, n. 233, relativa all'« Approvazione del regolamento per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori », prevede infatti tre condizioni per l'ammissione a detta negoziazione, e cioè:

a) che la società emittente abbia un patrimonio netto non inferiore al miliardo;

b) che i bilanci degli ultimi due esercizi abbiano registrato un utile;

c) che i titoli siano diffusi tra il pubblico in misura non inferiore al 20 per cento

dell'ammontare complessivo della categoria di appartenenza.

L'ultimo comma dello stesso articolo 5 tuttavia accorda una facoltà di deroga alla Consob disponendo che « in deroga alla disposizione di cui al primo e al terzo comma, la Commissione nazionale per le società e la borsa può ammettere alle negoziazioni nelle riunioni del mercato ristretto titoli mancanti di alcuni requisiti prescritti, quando si tratti di titoli abitualmente e largamente negoziati e la tutela del pubblico risparmio risulti sufficientemente garantita ».

Questo per quello che riguarda il mercato ristretto. Per il mercato ufficiale attualmente invece non esiste alcuna normativa.

La Commissione sta elaborando, in questo momento, un regolamento di ammissione alla quotazione dei titoli al mercato ufficiale, anche al fine di recepire la direttiva della CEE del 5 marzo 1979, nonché la sesta direttiva concernente il prospetto per l'ammissione alla quotazione. Ma il termine ultimo per l'attuazione di questo regolamento di ammissione scade il 19 settembre 1982, e l'atteggiamento della Commissione a tale riguardo è estremamente pragmatico: riteniamo infatti opportuno, nell'attuale situazione del mercato borsistico italiano — la quale esige, come ho sopra detto, un ampliamento del listino con la quotazione di titoli qualitativamente differenziati —, non essere vincolati dall'esistenza di requisiti molto specifici che possano togliere qualunque elasticità all'opera della Commissione.

Non vi è dubbio che, di fronte ad una chiara indicazione del legislatore di voler allargare il listino ufficiale, il comportamento della Commissione non potrà che essere quello di privilegiare, ai fini dell'ammissione, l'esistenza di requisiti sostanziali piuttosto che quella di requisiti formali ai quali ritengo sia possibile derogare allo scopo di meglio proteggere il pubblico risparmio.

Da queste premesse deriva, a mio parere, l'opportunità di un'ulteriore modifica del disegno di legge n. 1623, all'articolo 2, spostando il termine fissato dal 31 dicembre 1984 al 31 dicembre 1986; anche perchè, fra i requisiti fondamentali per l'ammissione dei titoli, secondo un'opinione della Com-

missione che si sta sempre più consolidando, sta quello della certificazione dei bilanci delle società da quotare.

Orbene, è a tutti noto che, sulla base del secondo comma dell'articolo 8 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 138, la Consob può stabilire che, ai fini dell'ammissione a quotazione almeno il bilancio dell'ultimo esercizio annuale della società emittente sia certificato a norma dell'articolo 4, secondo comma, del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136. Tuttavia, il problema della certificazione, che è nuovo nell'ordinamento positivo italiano, soprattutto nel suo aspetto pubblicistico e obbligatorio, ha dei tempi che non possono essere affrettati o accelerati se non a scapito di un corretto affermarsi dell'istituto medesimo della certificazione. Di questa esigenza si è, tra l'altro, fatto interprete sensibile lo stesso legislatore, il quale, all'articolo 19 del citato decreto n. 136, ha previsto espressamente che l'obbligo della certificazione del bilancio abbia inizio con decorrenze diverse per le singole società, in relazione all'oggetto sociale e al diverso ammontare del capitale della società quotata.

A questo proposito non posso mancare di rilevare una contraddizione che esiste nella normativa vigente. Infatti, mentre l'articolo 2 del decreto n. 136 prevede che, in caso di ammissione d'ufficio o di richiesta di ammissione alla quotazione, l'incarico di certificazione debba essere conferito immediatamente (e tra l'altro anche nei due casi vi è inconcepibilmente una disciplina diversa), invece il termine per la certificazione per le società già quotate aventi lo stesso capitale e l'identico oggetto sociale può essere diverso ed è comunque graduato nel tempo, sulla base della norma transitoria contenuta nel citato articolo 19. Faccio un esempio molto chiaro: se oggi una banca venisse quotata d'ufficio o richiedesse di essere quotata, la Commissione, prevedendo la quotazione d'ufficio, richiederebbe il conferimento immediato dell'incarico di certificazione, e quindi la certificazione del bilancio dell'esercizio successivo. Se, invece, si tratta di una banca già quotata, sulla base dell'arti-

colo 19 la certificazione scatta soltanto con l'esercizio 1985-1986. Verrebbe quindi penalizzata, oggi, la banca quotata d'ufficio o che richiede di essere ammessa al listino ufficiale rispetto a quella già quotata in borsa.

Al fine, pertanto, di procedere efficacemente ad un rapido allargamento del listino senza penalizzare, in termini di realizzabilità o di costi della certificazione, le società che intendono quotarsi, o che la Commissione deliberi di quotare d'ufficio, sembra opportuno far decorrere gli obblighi di revisione e di certificazione dei bilanci secondo gli stessi termini transitori indicati dall'articolo 19, uniformando così una disciplina che prevede una disparità di trattamento del tutto ingiustificata.

Un'osservazione finale riguarda poi la natura dell'agevolazione consistente nella sospensione d'imposta, che forse più opportunamente dovrebbe consistere in una esenzione dall'imposta. Infatti, come ha già rilevato il relatore, la sospensione d'imposta ai sensi dell'articolo 34 della legge n. 576 del 1975 già esiste, e la nuova agevolazione si ridurrebbe ad una mera estensione alla differenza tra il valore di carico e il valore di realizzo.

Non sono in grado, personalmente, di valutare quale potrebbe essere la perdita di gettito tributario che ne deriverebbe; ritengo tuttavia indubbio che un reale incentivo alla quotazione possa essere dato soltanto da un'esenzione parziale o totale.

Passando al disegno di legge n. 1609 recante: istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare, le osservazioni che si possono fare sono svariate e più o meno rilevanti. Una tuttavia, pare avere la precedenza su tutte e riguarda l'articolo 9 che, così com'è stato formulato, costituisce un'aberrazione, sia sotto il profilo strettamente giuridico, sia dal punto di vista dell'applicazione pratica della disciplina dell'istituto.

Dal punto di vista giuridico, il problema è di facile impostazione poiché, come esattamente precisa l'articolo 3 del disegno di legge, il fondo di investimento è patrimonio comune dei partecipanti. Su que-

sta ovvia affermazione non esistono contrasti in alcun paese del mondo dove vi sia una disciplina giuridica dei fondi comuni di investimento mobiliare.

Anche la più accreditata dottrina italiana ha parlato della natura del rapporto tra il partecipante e la società di gestione come di un mandato senza rappresentanza, che non può certo dar luogo ad un fondo dotato di soggettività giuridica di qualsivoglia tipo e pertanto neppure di carattere tributario; anche se, a volte, le categorie di questa branca del diritto possono sembrare incomprensibili o aberranti. Ed è questa la ragione per cui, secondo una rigorosa ma ovvia conseguenza, in nessun paese del mondo le plusvalenze dei fondi di investimento *open end*, cioè aperti, come quello previsto dal disegno di legge italiano, vengono tassate. La tassazione era prevista fino a qualche tempo fa soltanto in Inghilterra dove, per il particolare ordinamento giuridico della *common law*, si era dovuto ricorrere all'istituto del *trust*, il quale comportava il trasferimento, sia pure fiduciario, della proprietà dei titoli al fondo e quindi una soggettività giuridica qualificata del fondo che era difficile disconoscere. Ma anche in quel Paese, di recente, la tassazione sulle plusvalenze, la quale era estremamente limitata e ridotta, è stata eliminata.

La tassazione delle plusvalenze, inoltre, comporterebbe l'esistenza di un conto economico del fondo comune che solo chi confonde questo con la società di gestione può pensare che esista.

Ma molte altre ragioni, anche di carattere pratico, tolgono ogni validità alla tesi che vuole la tassazione delle plusvalenze del fondo. Qualora si tassino le plusvalenze, vien meno, tra l'altro, l'istituzionale funzione calmieratrice dell'istituto, poichè in tal modo si frena l'interesse al realizzo dei titoli in periodo di rialzo delle quotazioni, favorendo perciò (ed è esattamente il contrario di quello che si dovrebbe volere) un atteggiamento dei fondi ad accelerare e favorire le tendenze distorsive di mercati ampiamente speculativi come quello italiano.

Una seconda ragione di carattere pratico per considerare completamente errata la



tassazione delle plusvalenze sta nell'impossibilità, e perciò nella conseguente iniquità, di armonizzare il prelievo fiscale relativo al realizzo delle plusvalenze con il mutamento di proprietà delle parti, mutamento che avviene quotidianamente e non può pertanto coincidere con le date di realizzo delle plusvalenze. L'assurda conseguenza sarebbe quella di tassare, secondo criteri di pura casualità, un risparmiatore qualsiasi su plusvalenze delle quali non ha mai beneficiato.

Una terza osservazione, basata su dati statistici precisi, deve porre in luce che nei dodici anni di vita dei fondi lussemburghesi operanti in Italia la somma delle minusvalenze realizzate è sempre stata superiore a quella delle plusvalenze, nonostante che il valore delle parti sia ampiamente aumentato. Infatti, l'aumento o la diminuzione delle parti dipende dall'aumento o dalla diminuzione dei valori dei titoli in portafoglio, rispetto ai quali le quantità realizzate sono minime e comunque sono quelle dei titoli che, secondo un'accorta gestione, hanno prospettive di reddito negative e perciò determinano spesso perdite invece che utili (basta pensare alla falceida subita dai titoli Montedison-Montefibre e Italsider, che erano nei portafogli dei fondi).

Un'ultima osservazione, fin troppo ovvia, riguarda la mancanza di *animus* speculativo nel fondo e la necessaria parificazione della situazione giuridico-fiscale del fondo stesso all'identica condizione del soggetto privato. Senza notare, infine, che la tassazione delle plusvalenze del fondo dovrebbero comportare, con la parificazione di trattamento sulla base dell'articolo 11, punto *b*), del disegno di legge, la conseguenza di aggravare l'attuale posizione dei fondi di diritto lussemburghese, con l'effetto sicuro di allontanare dal mercato anche questi fondi che oggi operano in Italia. In questo caso, più che di un incentivo si tratterebbe di una decapitazione totale dei fondi di investimento, che non avrebbero più alcun interesse (neppure quelli lussemburghesi) a operare sul mercato italiano; il che non pare proprio la *ratio* e lo spirito cui avrebbe dovuto ispirarsi il disegno di legge.

E tutto ciò va detto anche senza tener conto che in altri paesi, come la Francia, la Gran Bretagna, la Germania e gli Stati Uniti, esistono, viceversa, notevoli incentivi fiscali per i fondi di investimento.

La mia personale opinione è che, piuttosto che accettare questa aberrante disciplina, è preferibile non avere alcun fondo di investimento di diritto italiano.

In alternativa all'articolo 9 — se posso dare un contributo costruttivo — possono essere proposte altre soluzioni. La prima è che anche per i fondi di diritto italiano si applichi una ritenuta d'imposta sui dividendi; non come quella dei fondi lussemburghesi, che è del 30 per cento, trattandosi di beni esteri, ma un'aliquota inferiore, come è stato proposto, del 20 o del 15 per cento. La seconda soluzione potrebbe essere di prevedere, sia pur con uno scarso rigore di tecnica giuridica, un'imposizione sul patrimonio comune del fondo in ragione di una percentuale annua, così come avviene per i fondi di diritto lussemburghese, nel cui caso il patrimonio comune è tassato con l'aliquota dello 0,06 per cento annuo, in ragione dello 0,015 per cento per trimestre, senza che ciò crei alcun inconveniente. Quest'ultima soluzione può non essere del tutto rigorosa, poichè il fondo diventerebbe soggetto d'imposta; il che, tuttavia, sarebbe il male minore. E, comunque, sarebbe sicuramente formulazione meno aberrante di quella attualmente prevista.

Altre osservazioni di minor conto possono essere fatte. Le riassumerei nei seguenti punti:

1) l'organo che autorizza e che controlla i fondi di investimento negli altri paesi è quello che controlla il mercato mobiliare. Così negli Stati Uniti è la SEC, in Francia la COB e in Belgio la *Commission Bancaire*. In Italia, secondo il disegno di legge, l'organo che autorizza e controlla i fondi d'investimento è la Banca d'Italia, anche se un certo controllo, agli effetti della trasparenza, è stato attribuito pure alla Consob. In qualità di presidente della Consob, non ho certo da avanzare alcuna lagnanza al riguardo, anche per le attuali

deboli strutture operative della Commissione, alla condizione però che questo non costituisca l'indizio o la traccia di una volontà che tende a togliere autonomia e potere alla Commissione;

2) l'articolo 1 del disegno di legge prevede che il capitale minimo delle società di gestione sia di un miliardo; ma è un capitale (anche in questo caso concordo con l'opinione del relatore, senatore Berlanda) da ritenere insufficiente, almeno nell'ipotesi in cui per motivi di mercato o, più genericamente, congiunturali, dopo le vendite iniziali di parti, il fondo non riesca a raggiungere dimensioni economiche di equilibrio e sia perciò costretto a erodere il proprio capitale. Il che, anche da un punto di vista dell'immagine dei fondi, sarebbe abbastanza grave. Di conseguenza, ad evitare che il capitale del fondo debba essere reintegrato, è forse più opportuno prevederne il minimo ammontare a una cifra superiore, cioè, ad esempio, a due miliardi. Si potrebbe anche aggiungere che, ove siano previsti più fondi per un'unica società, la stessa legge (senza dare all'organo di controllo discrezionalità sull'ammontare del capitale per ciascun fondo) ne individui l'ammontare esatto e specifico: ad esempio, un miliardo per ogni fondo successivo;

3) all'articolo 2, lettera *d*), è disciplina più rilevante quella che vuole che il regolamento stabilisca, invece dei criteri relativi alla scelta dei titoli, quelli relativi alla politica degli investimenti, senza dover entrare, a livello di regolamento, in inutili dettagli sui titoli. Questi dettagli possono legare le mani nella gestione del fondo senza, invece, far conoscere quali sono le sue caratteristiche peculiari: di operare cioè, ad esempio, nel settore industriale piuttosto che in quello del reddito fisso, e così via. Sembra altresì estremamente importante indicare quali sono i criteri di determinazione del valore netto di inventario delle parti, in modo che possa essere chiaramente individuato il prezzo, per garantire sia chi sottoscrive, sia chi redime le parti;

4) all'articolo 4, comma secondo, l'espressione « concedere prestiti sotto qual-

siasi forma » risulta un po' ambigua, poichè potrebbe essere riferibile anche all'acquisto di buoni ordinari del tesoro o di obbligazioni di società. Quindi, credo sia opportuno sopprimerla.

Altre osservazioni di dettaglio potrebbero essere sottoposte alla vostra attenzione, ma preferisco tralasciarle, poichè intendo concentrarmi soprattutto sulla questione fondamentale dell'articolo 9 e sulle altre questioni di fondo. Tratterò brevemente (anche su indicazione del Presidente) la questione che mi sta particolarmente a cuore, vale a dire l'attuale situazione della Consob, e i problemi urgenti.

Prima di affrontare in chiusura un problema gravissimo che riguarda l'attuale situazione della Commissione, ritengo di dover spendere poche parole per indicare la mia personale opinione sulla necessità di riforme legislative che si presentano col carattere d'urgenza. Non reputo in primo luogo che si debba oggi por mano a una riforma completa della legge 7 giugno 1974, n. 216, come da qualche parte si suggerisce. Infatti, a me pare che nelle sue linee essenziali la legge n. 216 sia una buona legge, e d'altra parte la breve vita della Commissione — vita che peraltro si è svolta in situazioni ancora precarie — non è tale da garantire al momento quell'accumulo di esperienze da cui possono sortire indicazioni precise per riforme di ampio respiro. Molto importanti, invece, mi sembrano provvedimenti urgenti su singole questioni che o sono state trascurate dalla legge n. 216 oppure, più semplicemente, non erano in quel momento di attualità come lo sono oggi. Al riguardo vorrei in particolare indicare due problemi (oltre a quelli che ho già trattato): quello delle società fiduciarie e quello delle nuove forme di risparmio. Per entrambe le ipotesi è opportuna una estensione dei poteri di controllo della Commissione. La questione delle fiduciarie, cui è legata anche la sorte della « Montetitoli », è stata ampiamente dibattuta e personalmente ne avevo sottolineato l'importanza fin dalla mia prima audizione del 18 marzo di quest'anno davanti alla Commissione finanze e tesoro della Camera. I dibattiti successivi hanno a mio parere chia-

rito le posizioni: si tratta cioè, come ho più volte ripetuto, di garantire alla Commissione la trasparenza e di evitare che lo strumento delle fiduciarie venga usato per scopi obliqui e diversi da quelli suoi istituzionali. Non dimentichiamo che la legge sulle fiduciarie, del 1939, è stata emanata in un momento in cui non esisteva la nominatività dei titoli azionari (che è del 1942). Lo scopo delle fiduciarie, quindi, non era quello di costituire un argine alla trasparenza o di chiudere il sistema della nominatività facendo da schermo. Sia ben chiaro che la Commissione non vuole alcun controllo sulle fiduciarie, che devono rimanere sotto il controllo del Ministero dell'industria (anche se, più propriamente, dovrebbero essere sotto il controllo del Ministero del tesoro; ma questi sono problemi che non riguardano la Consob). Il controllo delle fiduciarie deve rimanere a chi l'ha o a chi comunque dovrebbe averlo. La Commissione deve solo avere accesso alle informazioni, come lo ha a quelle sulle società quotate, agli effetti di garantire l'applicabilità degli articoli 5 e 17 della legge n. 216 del 1974, cioè quelli riguardanti le partecipazioni incrociate e i possessi azionari da parte degli amministratori. È stato presentato alla Camera un disegno di legge al riguardo, da parte degli onorevoli Minervini e Spaventa, sul quale concordo pienamente.

Altro problema urgentissimo, e che vede la Commissione impotente per mancanza di una normativa adeguata, è quello del controllo sui nuovi tipi di risparmio (fedi di deposito, certificati immobiliari, e così via), che stanno « drenando » il risparmio in misura sempre più preoccupante, perchè attraggono gli investimenti in queste forme alternative che fioriscono rigogliosamente senza che esista alcuna effettiva possibilità di controllo nè sulle forme di risparmio e di investimento adottate, nè sulle società emittenti.

È opportuno che le ragioni che hanno ispirato la legge n. 216 si modifichino nel senso di garantire al risparmiatore un controllo non solo sul mercato borsistico ma più in generale sul mercato dei valori mobiliari.

Desidero terminare questa mia relazione sottoponendo alla vostra attenzione un problema di estrema gravità che riguarda la situazione finanziaria attuale della Commissione nazionale per le società e la borsa. Non mi permetterei di usare questo tono se non fossi convinto che la Consob è figlia del Parlamento, come ho più volte ribadito, e che tale deve restare.

Con la legge di assestamento del bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 1981 del 20 novembre 1981, n. 652, è stato ridotto di un miliardo l'ammontare del fondo di tre miliardi già assegnato alla Commissione, all'inizio dell'esercizio finanziario, sul capitolo 5333 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro.

A causa di tale provvedimento, la Consob si trova nell'impossibilità di far fronte agli impegni già assunti nell'ambito del previsto stanziamento di tre miliardi. Per effetto della riduzione, la residua disponibilità finanziaria al 31 ottobre scorso ammontava a lire 412.300.000 a fronte di ulteriori spese preventivate per complessive lire 1 miliardo 412.300.000, di cui lire 498.800.000 per costo del personale e lire 913.500.000 per obblighi contrattuali già assunti, compresa la realizzazione di una biblioteca, attualmente inesistente.

È inutile dire che questo provvedimento è in palese contrasto con la volontà del legislatore espressa nella recente legge 30 aprile 1981, n. 175, con la quale è stato assegnato un ulteriore stanziamento di un miliardo alla Commissione per le maggiori necessità derivanti dall'istituzione del ruolo del personale, dei consulenti e della sede secondaria di Milano.

Ma quest'ultimo miliardo, assegnato nell'aprile scorso dal legislatore, vincolato alle finalità previste nelle disposizioni di legge indicate e reso disponibile, dopo la registrazione in data 17 novembre 1981 dalla Corte dei conti, a seguito del decreto del Ministro del tesoro del 31 dicembre 1981, non può essere ovviamente speso in poco più di un mese per quelle particolari finalità, poichè in così breve tempo non si realizza l'istituzione di un ruolo del personale, nè tanto meno si può creare le sede se-

condaria di Milano. Di conseguenza, quale suprema beffa, questo miliardo dovrà essere restituito *in toto*.

Ma non è tutto. Infatti, con il disegno di legge concernente il bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 1982, è stato proposto lo stanziamento di lire tre miliardi sul capitolo 5333 del Ministero del tesoro per le spese di funzionamento della Consob, nonostante che la Commissione stessa, in sede di previsione triennale per gli esercizi 1982-1984, avesse trasmesso al Ministero del tesoro una previsione documentatissima di spesa per l'anno 1982 di lire sette miliardi. Tale previsione considerava, oltre che le ordinarie spese di funzionamento, anche quelle derivanti dall'istituzione del ruolo del personale e della sede secondaria di Milano, prevista dalla legge 30 aprile 1981, n. 175.

Se il provvedimento legislativo sarà approvato in quei termini, stanziando tre miliardi invece di sette, la Consob si troverà nell'assoluta impossibilità di attuare le norme della legge n. 175 e di far fronte sia alle spese relative al personale che cesserà di essere a carico della propria amministrazione di provenienza, sia a quelle concernenti il normale funzionamento della Commissione.

Quando si parla di sette miliardi di spesa per il 1982 da impiegare per l'istituzione del ruolo del personale, cioè per prendere in carico il personale che attualmente fa ancora parte delle singole amministrazioni di origine, non si tiene conto che ai fini del bilancio dello Stato non vi è alcun aumento di spesa, perchè si tratterebbe di un trasferimento di spesa pubblica dalle varie amministrazioni da cui proviene il nostro personale alla nostra amministrazione. Il vantaggio sarebbe di fare in modo che tale personale faccia capo, come è giusto, alla Consob e non più alle varie amministrazioni, per rendere tutto più funzionale.

Se non verrà ristabilito lo stanziamento richiesto di sette miliardi per il 1982, la conseguenza sarà la paralisi totale, alla quale siamo assai vicini.

Per dovere di cronaca devo precisare che ampie spiegazioni e delucidazioni su questo argomento sono state ripetutamente date al

Ministro del tesoro e alla Ragioneria generale dello Stato. Lascio a voi ogni riflessione e commento.

**P R E S I D E N T E .** Ringrazio vivamente il presidente della Consob per la sua relazione molto particolareggiata e soprattutto molto schietta. Avevamo proprio bisogno di una parola franca che ci illustrasse questi problemi e credo che il suo contributo, ai fini dell'esito positivo del nostro lavoro, possa considerarsi altamente interessante. È giusto che egli ci abbia ricordato che i problemi del finanziamento e quindi del funzionamento della Consob che sono stati oggetto di discussione nell'ambito della nostra Commissione in diverse occasioni. Mi corre anzi l'obbligo di ricordare che proprio da questa Commissione è partito l'invito al Ministro del tesoro ad operare una certa decurtazione del *plafond* assegnato alla Consob, che in origine era di dieci miliardi. D'altro canto la Consob non aveva avviato allora le iniziative attuali che comportano le spese di cui si è detto. Comunque è pacifico che le sue disponibilità non sono assolutamente rapportate ai compiti che le competono. Sarà necessario, nell'ambito dei nostri lavori, porre una particolare attenzione a questo problema perchè, se si vuole che gli organismi sopravvivano e svolgano i loro compiti, è necessario dare loro gli elementi vitali di cui hanno assoluto bisogno.

I senatori che intendono porre quesiti al presidente della Consob hanno facoltà di parlare.

**V I S E N T I N I .** Ringrazio vivissimamente il professor Rossi, come ha già fatto il Presidente della nostra Commissione, per avere accettato il nostro invito e per la sua esposizione estremamente lucida, completa, schietta, frutto della sua notevole esperienza precedentemente acquisita ricoprendo altri incarichi, a cui si aggiunge quella validissima di presidente della Consob.

Porrò alcune domande e darò alcune conferme, anche se quando è stato detto dal professor Rossi è talmente lucido che non ha bisogno di essere ripetuto; ma è chiaro che nel modo di porre le domande è sempre

insita l'espressione di qualche opinione personale.

Sarà mia cura cercare di non ripetere quanto già detto anche dal Presidente della Commissione, ed eviterò di riprendere amichevoli conversazioni avute con il presidente della Consob, perchè ciò ci porterebbe a dilungarci troppo.

Il presidente Rossi ci ha indicato come il risparmio italiano sia praticamente avocato dallo Stato.

Questa è stata una premessa molto opportuna. Noi possiamo parlare di attività produttive, di risparmio che vogliamo venga convogliato verso attività produttive attraverso la borsa, e possiamo parlare della crisi della nostra borsa. Ma la crisi della borsa e della situazione finanziaria delle imprese deriva dai fatti indicati dal professor Rossi e che è stato opportuno ripetere, perchè non basta creare altri strumenti, anche se di alcuni sentiamo la necessità. Non dobbiamo farci illusioni quando in concorrenza con i vecchi e i nuovi strumenti vi sono dei prelievi che impediscono il funzionamento della borsa creando e forse consentendo soltanto lo sviluppo di qualche sottobosco dove manca la disciplina giuridica. Quindi, ripeto, mi è sembrato molto opportuno che il presidente della Consob abbia richiamato l'attenzione su questo fatto. Il nostro mercato è asfittico perchè mancano titoli, ma soprattutto perchè manca risparmio, in quanto questo viene convogliato in tutt'altre direzioni. Sono d'accordo sulla eliminazione di alcuni titoli dal listino. Ritengo anzi che sarebbe auspicabile la eliminazione dal listino di trenta o quaranta titoli e la presenza invece di altri, oggi assenti. Certamente ciò renderebbe il mercato potenzialmente meno asfittico. Ma il risparmio viene prelevato — e lo ripeto ancora perchè sono cifre impressionanti — dallo Stato quasi nella sua totalità. Nell'ambito di ciò, pur confidando che un assestamento col tempo possa avvenire, dobbiamo pensare alle nostre cose, e cioè ai due provvedimenti, in modo più limitato. Essi, non occorre ripeterlo, hanno degli oggetti diversi ed è molto più sostanziale quello dei fondi di investimento che non quello relativo alla collocazione in borsa di azioni possedute da altre società. Il primo tocca

un fatto istituzionale, andiamo cioè a creare un istituto legislativo nuovo: i fondi di investimento. Il secondo, invece, si occupa, sostanzialmente, di un aspetto fiscale, direi anche non di grandissima importanza.

Quest'ultimo provvedimento non ha senso — lo ripeto nel modo più drastico — in riferimento all'agevolazione fiscale prevista per la vendita di azioni che già sono quotate in borsa e potrebbe avere aspetti molto negativi perchè chi possiede il 30 per cento di una società quotata in borsa, di fronte ad una agevolazione fiscale, può essere spinto a vendere per avere un vantaggio fiscale, mentre è opportuno che non lo faccia, anche ai fini della borsa, proprio per non creare una depressione ed anche allo scopo di non alleggerire una partecipazione perchè è bene che certi controlli delle società ci siano e rimangano e che il frazionamento delle azioni presso i risparmiatori non arrivi a forme esasperate. Siamo in una fase anteriore, o quanto meno diversa da quella americana, e credo sia bene che le società italiane abbiano ancora delle partecipazioni di una certa importanza, con qualcuno che è responsabile della loro gestione, in modo da evitare che si arrivi a non sapere mai chi sono i responsabili trasferendo troppo potere ai dirigenti delle imprese anzichè all'azionariato.

L'articolo 1 contiene una norma sbagliata. Dobbiamo anche ricordare che il disegno di legge governativo sulle rivalutazioni monetarie limita la rivalutazione delle azioni al caso in cui è posseduto il 50 per cento delle azioni emesse da una società. Per le società quotate in borsa non si applicherebbe in nessun caso e allora chi ha il 20-25 per cento, non potendo rivalutare, sarebbe indotto a vendere per avere un beneficio fiscale. Avverrebbe una cosa surrettizia come è stato per gli scorpori che avevano senso finchè c'erano le rivalutazioni monetarie perchè non erano in concorrenza con esse. Dopo il 1977, la mancanza delle rivalutazioni monetarie ha determinato degli scorpori che non avevano alcuna ragione d'essere se non quella di consentire rivalutazioni. Così avverrebbe anche in questo caso. Volevo sottolineare questo aspetto per sapere se il presidente della Consob è d'accordo in questo senso: il comma primo va abolito; inol-

tre la norma deve riguardare tutte le azioni non quotate e non soltanto quelle derivanti dagli scorpori; il collocamento in borsa di titoli non quotati, di società non quotate, deve comportare per un certo periodo una agevolazione fiscale; si deve dire, infine, che l'agevolazione fiscale è sostanzialmente di esenzione.

Mi soffermo qualche minuto sui fondi di investimento. Sono meno sicuro del presidente della Consob sul fatto che qui siamo in presenza di comunione. Naturalmente possiamo fare una disputa da professori a questo riguardo, ma non c'è niente di quello che il codice civile intende per comunione. Debbo aggiungere che ai fini della legge fiscale si tratterebbe di un soggetto fiscale perchè la soggettività tributaria è completamente diversa dalla soggettività civilistica. Quindi i fondi, anche in presenza di comunione, sarebbero soggetti ad imposta per le plusvalenze. Mentre in sede legislativa, anche se non siamo in presenza di comunione, possiamo fare una norma che esonera le plusvalenze, perchè credo che debbano essere esonerate.

Vorrei ricordare che la nozione di comunione negli altri paesi è molto diversa da quella italiana. L'attuale disegno di legge deriva da un provvedimento che era stato predisposto dalla Banca d'Italia ed aveva il carattere di una delega al Governo. Devo dire che a me allora sembrava molto insufficiente anche come delega. Oggi questo medesimo testo lo troviamo non più con carattere di delega al Governo ma come provvedimento normativo diretto. Allora io chiedo, prima di pensare alle norme fiscali, se la disciplina sostanziale non sia da considerare del tutto insufficiente.

Mi pare che questa sia una disciplina che lascia troppi margini nel momento in cui andiamo a creare un istituto nuovo che non riguarda solo l'aspetto fiscale o l'aspetto economico ma riguarda anche la disciplina civilistica.

La disciplina prevista dal disegno di legge mi sembra largamente insufficiente. Per quanto riguarda il trattamento fiscale, il professor Rossi ha già espresso una preferenza per una tassazione di un 20 per cento

sugli utili distribuiti piuttosto che una imposizione sul patrimonio. Anche io avrei questa preferenza, anche perchè se oggi si pensa un'aliquota minima, come quella del Lussemburgo, che è simbolica, domani di fronte a qualsiasi esigenza fiscale si finirebbe con l'aumentarla, mentre l'aliquota di ritenuta secca sugli utili distribuiti deve per forza uniformarsi con le altre ritenute. Tuttavia dobbiamo tenere presenti anche i casi in cui non vi è distribuzione di utili ma assegnazioni patrimoniali al momento dell'uscita dal fondo. La imposizione sugli utili distribuiti potrebbe essere del 15 per cento come per le azioni di risparmio.

Per quanto riguarda i problemi di ordine generale che ha posto il professor Rossi, sono pienamente d'accordo con lui. Le società fiduciarie sono trasparenti ai fini fiscali. Nella legge del 1962 per pura dimenticanza non erano stati estesi ad ogni pubblica autorità i mezzi di controllo atti a garantire la stessa trasparenza che vi è per il fisco. Noi dovevamo dare alla Consob esattamente la stessa trasparenza sia per gli incroci azionari, sia per i possesi azionari.

Sotto il profilo della disciplina di diritto civile, l'intestazione fiduciaria può servire a scavalcare il problema del conflitto di interessi. La fiduciaria deve diventare un servizio che viene reso per semplificazione — come il deposito a *dossier* presso le banche — e non una forma di occultamento dell'azionista, perchè questo urta contro la nominatività obbligatoria della quale noi tutti — almeno io — siamo fermissimamente convinti. Dobbiamo quindi trovare l'occasione per chiarire tale aspetto.

Mentre non farei interamente riferimento al disegno di legge degli onorevoli Spaventa e Minervini perchè si fa una certa confusione fra questo problema, quello delle assicurazioni e la stessa questione dei fondi di investimento. Dovremmo trovare il modo di preparare un provvedimento di iniziativa parlamentare e farlo passare rapidamente per correggere questo errore della legge n. 216 del 1974.

Sono pienamente d'accordo e convinto oltre che dell'esigenza di completare la disciplina esistente, del fatto la Consob — cioè

chi ha il governo della borsa — debba avere il governo di tutto il risparmio che viene raccolto tra il pubblico; e quindi delle nuove forme che sono i certificati di partecipazione ed i certificati immobiliari, tra l'altro, a mio parere, difficilmente conformi al codice civile nella loro forma di circolazione sostanzialmente al portatore. Dal momento che la legge stabilisce che il titolo al portatore è tipico, non può essere atipico, e non si può violare tale disciplina con la girata in bianco perchè diventa una forma surrettizia di circolazione al portatore. Si può comunque disciplinarli anche consentendo il titolo al portatore, perchè in questi casi non sussistono i motivi della nominatività obbligatoria delle azioni. Ma occorre disciplinarli nel merito e sottoporre a controllo della Consob tutti i titoli di massa. Occorre che essa sia il guardiano e cioè il difensore del risparmio di massa. La Consob è derivata dal progetto elaborato dalla Commissione presieduta dal professore De Gregorio; poi, dopo l'esame del Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro, è venuto fuori un secondo progetto; infine, il progetto della commissione Marchetti, con un approfondimento ed anche una specificazione più limitata nel merito, ci ha permesso, con qualche errore che è stato anche sottolineato, di arrivare alla legge del 1974.

La Consob è sempre stata prevista nei diversi progetti, anche se con varie denominazioni. È inutile ora rifarne la storia, ma ho detto tutto questo per sottolineare che è assurdo (per non dire di peggio) che non le si diano i necessari mezzi finanziari. Non faccio comparazioni tra enti che dispongono di sette, otto, dieci miliardi per cose assolutamente inutili ed una Consob che, ahimè, non avendo funzioni elettoralistiche riceve pochi soldi.

B E R L A N D A . Signor Presidente, ringrazio il professor Rossi per una chiarezza che non potevamo non attenderci dopo aver letto i suoi scritti ed averlo seguito dalla sua nomina ad oggi.

Porrò ora, sinteticamente, alcuni quesiti.

Un relatore che voglia iniziare l'esame di un disegno di legge cerca di capirne lo sco-

po, in genere indicato dal titolo. Nel caso del disegno di legge n. 1623, esso riguarda l'ampliamento del mercato azionario — una esigenza fondamentale indicata dal presidente della Consob nel discorso di insediamento — perchè attualmente è asfittico. Il provvedimento, però, è assolutamente inadeguato a perseguire tali obiettivi, tanto che viene da pensare che la situazione del gennaio di quest'anno fosse migliore.

Visto che il professore Rossi ha condiviso le osservazioni già avanzate dal relatore alla Commissione, ne aggiungo altre di una certa importanza. Da che parte viene il provvedimento di cui è stata rilevata l'anomalia della limitazione? La domanda può sembrare maliziosa, ma occorre cercare di capire e dire le cose come stanno. Nella pubblicitica che ha accompagnato il nascere e l'applicazione dell'articolo 34 della legge 2 dicembre 1975, n. 576, qualcuno lo ha definito « articolo FIAT », in quanto è servito alla FIAT per uno scorporo aziendale ricorrendo, tra l'altro, alle agevolazioni previste dallo stesso articolo.

Ora, il disegno di legge n. 1623 non risponde a tale obiettivo e pare non risponda neanche ad altri obiettivi. In seguito ad informazioni assunte nei giorni scorsi, io ritengo, infatti, che se si pensasse di agevolare il collocamento in borsa, ad esempio, dei titoli della « FIAT trattori », ciò non rientrerebbe nel disegno di legge perchè lo scorporo è stato fatto — sembra — precedentemente all'articolo 34. Così, altre importanti partecipazioni di carattere industriale non rientrerebbero in tale agevolazione, a meno che il provvedimento non sia stato sollecitato dalla « Montedison ». Non credo però che un provvedimento possa essere preso avendo presente un caso solo.

In ogni modo, saremmo più contenti se riuscissimo a capire da che parte viene il provvedimento; se ciò non è possibile, facciamo attenzione allora che serva alla generalità dei casi e non sia limitato alle azioni di aziende scorporate.

Per quanto riguarda poi l'osservazione sulla scarsa entità dell'agevolazione, credo che sarebbe meglio pensare a qualche forma di esenzione per agevolare il collocamento in

borsa di capitali attualmente indirizzati verso i titoli di Stato od altro, oppure agevolare il collocamento di partecipazioni in esuberanza rispetto all'esigenza di controllo. Un altro modo, inoltre, è quello di agevolare gli investitori, così da indurli ad investire il risparmio in titoli azionari. Di un tale tipo di provvedimento, di cui la stampa ha parlato in modo vago, non c'è traccia in Italia in questo momento: vorrei però che fosse ripreso, se è vero che in Francia misure analoghe hanno provocato risultati positivi.

Tutto ciò premesso, il nostro esame va certamente ampliato per valutare tutti gli aspetti.

Al Governo va posta una domanda: chi è il destinatario del provvedimento o quanti possono esserlo teoricamente. Non si può fare una legge senza conoscere gli effetti che ricadranno sulla borsa, i quali possono essere limitati dal fatto che le azioni devono essere quotate e la Consob deve dire quanto e come devono esserlo. Tra l'altro, è necessario valutare le conseguenze che avrà il provvedimento sul gettito fiscale.

È stato osservato che a differenza dei bilanci derivanti da altri provvedimenti, tutti i bilanci di aziende scorporate sono fondati su perizie che, per quanto giurate, non sono certamente omogenee. È sufficiente, a giudizio del professor Rossi, il controllo che la Consob farà o le analisi che richiederà sui bilanci per garantire la certezza dei valori indicati negli stessi, oppure la certificazione può essere lo strumento tecnico per arrivare alla omogeneità dei valori?

Uno dei problemi del legislatore riguardo alla Consob è di garantire i valori di mercato affinché, al di là del prezzo di mercato, ci sia la sicurezza del bene offerto, ad evitare episodi dolorosi.

Per quanto poi riguarda il disegno di legge n. 1609, il professor Rossi ha incentrato le osservazioni specialmente sulla questione fiscale. Noi ne parleremo in seguito essendo all'ordine del giorno di una prossima seduta, ma al riguardo dovremo fare tesoro dei precedenti legislativi esistenti in Senato particolarmente in questa materia. Siamo passati, infatti, dal disegno di legge n. 763 del 22 settembre 1964, di iniziativa del Go-

verno, che stabiliva: « I fondi non hanno personalità giuridica e sono patrimonio separato », alla proposta elaborata dalla « commissione De Gregorio » nel 1966 che ripeteva: « Il fondo non ha personalità giuridica ed è patrimonio separato da quello delle società », al disegno di legge presentato nel dicembre 1968 dai senatori Belotti, Colleoni e Segnana (n. 361), approvato dal Senato insieme al disegno di legge governativo n. 857, che diceva: « Il fondo è patrimonio comune dei partecipanti distinto da quello delle società ». Inoltre, il disegno di legge approvato nel 1970 dal Senato (il relativo *iter* venne poi interrotto dalla fine della legislatura) parlava di un capitale minimo di cinque miliardi e non di un miliardo. In seguito, il disegno di legge d'iniziativa dei senatori De Ponti ed altri del febbraio 1976 (atto Senato n. 2435), ripeteva che « il fondo è patrimonio comune dei partecipanti » e così pure il disegno di legge n. 1609, al nostro esame.

In sostanza, mi pare che mentre nei dibattiti e nelle proposte precedenti si era cercato di dare una definizione molto esatta del fondo comune, nell'ultima versione attualmente al nostro esame si sia scelta una forma più pragmatica che non sta a mettere le virgole sul significato del fondo ma, sulla scorta dell'esperienza diffusa in tutti i paesi del mondo in cui funziona, cerca di realizzare questo strumento in una forma semplice. Ora, la scelta pragmatica fatta dal Governo è semplice e concisa: questo disegno di legge infatti è molto più conciso di tutti i provvedimenti esaminati o approvati in precedenza, e il suo scopo è effettivamente quello di raggiungere rapidamente un obiettivo, per realizzare il quale si potrà vedere se non valga la pena di studiare magari una modesta tassazione.

Su questo argomento ho solo due questioni da porre: la prima è che il provvedimento del Governo prevede solo fondi di tipo mobiliare, mentre in precedenti dibattiti al Senato si era prospettata anche l'ipotesi di fondi di altro tipo, immobiliari o misti; 2) la seconda questione è relativa ad un provvedimento riguardante fondi di investimento



del risparmio dei lavoratori, un disegno di legge delega molto articolato che è già assegnato a questa Commissione. Si tratta però di cosa diversa, ed eventualmente la Consob potrà farci avere le sue osservazioni più avanti.

Quanto allo stanziamento di sette miliardi, bisognerà cercare di fare delle verifiche, evidenziando anche quanto di questi sette miliardi costituisce unicamente trasferimento di fondi da vari Ministeri alla Consob.

Una questione che questa Commissione si è posta tempo fa è quella della necessità, da tutti condivisa, di una sede a Milano, ma con un solo dubbio: se cioè valesse la pena di chiamarla sede secondaria. La sede del mercato finanziario italiano è a Milano: vale dunque la pena di avere due centri della Consob, in questa situazione?

Infine, faccio un'osservazione personale, che esula dagli argomenti specifici della discussione odierna. Il professor Rossi ogni tanto tuona contro i ritardi dei politici e dei legislatori. Ora, noi possiamo dire in questa circostanza che, per quanto compete i legislatori, vi è una grandissima disponibilità.

**P R E S I D E N T E .** Ho solo qualche brevissima domanda da fare, a proposito della disciplina dei fondi comuni di investimento.

Il mio Gruppo aveva intenzione di presentare un disegno di legge, poichè il Governo ritardava a presentare il proprio. La nostra idea era di formulare un disegno di legge di pochissimi articoli, snello nella forma; man mano però che abbiamo approfondito la materia, ci siamo convinti che ciò era impossibile e che se avessimo voluto presentare un disegno di legge veramente completo avremmo dovuto quasi ricalcare il precedente provvedimento, già approvato nel 1970 dal Senato. La domanda che ci poniamo è pertanto se il disegno di legge presentato dal Governo non sia insufficiente, come del resto ha sottolineato anche il senatore Visentini, e se non abbia bisogno, proprio per la garanzia dei sottoscrittori dei fondi, di prevedere altre norme. Saremmo grati al Presidente della Consob se potesse fornirci qualche indicazione in proposito.

Per quanto riguarda il controllo di trasparenza delle fiduciarie, credo sia venuto senz'altro il momento di porre rimedio con una norma alla carenza attualmente riscontrata. L'occasione in proposito potrebbe forse essere rappresentata dal disegno di legge n. 1623 ...

**V I S E N T I N I .** No, perchè questo è un provvedimento soltanto fiscale, e non è opportuno inserirvi una norma civilistica. Eventualmente, lo si può fare nel disegno di legge n. 1609.

**P R E S I D E N T E .** Certo, quello dei fondi comuni; oppure si potrebbe predisporre un disegno di legge d'iniziativa parlamentare e portarlo in discussione. Praticamente oggi potremmo dire di avere già svolto la discussione generale su tale eventuale disegno di legge.

**V I S E N T I N I .** Mi permetto di fare un piccolissimo rilievo su quanto ha affermato il senatore Berlanda. Io ritengo che la formula migliore da adottare sia quella del primo progetto governativo, il progetto elaborato dalla « commissione De Gregorio »: una formula più asettica, che fa riferimento ad un patrimonio separato da quello della società; l'altro progetto è invece giuridicamente più vincolante, perchè parla di una comunione, ed io non credo che sia opportuno vincolarci ad una definizione la quale non corrisponde alla sostanza della nozione di comunione nel nostro codice.

**P R E S I D E N T E .** Esauriti gli interventi degli onorevoli senatori, prego il professor Rossi di rispondere ai quesiti posti.

**R O S S I .** Sarò brevissimo, anche perchè ho ben poco da replicare. Debbo soltanto prendere atto con molta soddisfazione che le linee fondamentali della mia relazione sono state dagli intervenuti ampiamente approvate.

In merito all'intervento del senatore Visentini ed alle perplessità da questi manifestate, sono perfettamente d'accordo con lui sulla necessità che attualmente nelle so-

cietà italiane esistano dei pacchetti di controllo. Siamo ben al di là delle sofisticate strutture delle *corporations* americane. Il problema si ricollega, inoltre, a quello, sul quale lo stesso senatore Visentini si è detto d'accordo, del controllo sulle fiduciarie. Infatti, quando la Commissione ha chiesto chi fossero i primi dieci azionisti di tutte le società quotate in borsa, ha constatato che, su 174 società, ben 97 erano appartenenti a società fiduciarie. Fu così che scattò l'operazione di controllo dei pacchetti di maggioranza.

Sono anche perfettamente d'accordo (e mi scuso se l'argomento mi era sfuggito) con la richiesta di aggancio alla rivalutazione monetaria. Non vi è dubbio che l'intera questione della rivalutazione monetaria e degli scorpori debba essere vista esattamente nel modo in cui l'ha esposta il senatore Visentini.

Per quel che riguarda i fondi di investimento, indubbiamente la mia argomentazione relativa alle questioni poste dall'articolo 9 era, secondo il linguaggio di noi giuristi, « debole », come il senatore Visentini ha subito compreso. Non vi è dubbio, infatti, che il vero problema è quello della soggettività tributaria che comunque, in questo caso, esiste, quale che sia la definizione giuridico-civilistica che si vuol dare. Quello secondo il quale i fondi non potevano essere tassati in quanto si trattava di una comunione di beni era un argomento, ripeto, debole, che si accostava però a tutti gli altri per imprimere loro maggior forza. Concordo sulla disciplina sostanziale dei fondi di investimento. Ho ritenuto però doveroso sottolineare le aberrazioni più gravi contenute nel disegno di legge n. 1609, in quanto la disciplina prevista è insufficiente. Non ho approfondito il problema quanto necessario per poter affermare se — date le strutture attuali del mercato — sia il caso di ampliare un eventuale progetto di legge sui fondi di investimento anche ai fondi « chiusi », oppure a quelli immobiliari e a quelli misti. Mi riservo di studiare meglio la questione. Nell'attuale struttura giuridica del disegno di legge, trattandosi di norme che incidono sul diritto privato, si rischia di far

entrare nel nostro diritto positivo una normativa un po' « malferma ». Nel concetto di « comunione » contenuto nell'articolo 3 è già compresa una scelta giuridica molto precisa: il legislatore ha agito da giurista-interprete, quando avrebbe potuto essere molto più vago nella definizione del fondo ed essere molto più preciso, ad esempio, in fase di regolamento, in relazione alle poche osservazioni che ho già avuto modo di fare, che sono determinanti ai fini dell'individuazione esatta di un fondo di investimento, soprattutto per quanto riguarda la sua natura (fondo di investimento in azioni, fondo di investimento in titoli di Stato, fondo di investimento misto, eccetera). Di tutto ciò il provvedimento non tratta assolutamente.

Il senatore Berlanda si è chiesto (e forse mi ha chiesto), visto che il disegno di legge n. 1623 non pare corrispondere allo scopo nè al titolo, a quale scopo sia stato formulato, da che parte « provenga ». Non so dare una risposta. Se la fornissi, potrebbe suonare irriverente. Non credo provenga da nessuna parte, ossia non credo che vi siano dietro interessi precisi. Credo si tratti di uno « svarione » e nient'altro.

Convengo anche sul fatto che l'intervento non possa essere limitato agli scorpori. Si è detto che questo disegno di legge fa parte di un « pacchetto » di riforme di struttura che dovevano riguardare la borsa e che erano state promesse dal Governo al momento della grande crisi delle borse italiane che dette origine a quei provvedimenti che io stesso, nella mia qualità di presidente della Consob, ho assunto d'urgenza e che hanno anche condotto il Ministro del tesoro a chiudere la borsa per alcuni giorni nel luglio scorso. Allora fu proposta una agevolazione fiscale legata agli acquisti di azioni del tipo di quella introdotta in Francia con la « legge Monory ». Debbo dare questa conferma: dalla COB, due giorni fa (è stato confermato dal vicepresidente), è stato comunicato che il mercato azionario, in Francia, ha tenuto anche per la « Monory ». Questa è la sensazione che hanno comunemente gli esperti del settore in Francia.

Il senatore Berlanda ha posto una domanda specifica in ordine alle perizie per gli

scorpori, sempre relativamente al disegno di legge n. 1623, ed ha chiesto se ritengo sufficiente il controllo che poi la Consob opera al momento dell'ammissione nel listino ufficiale. Sia per l'attività che svolgo oggi, sia per quella che svolgevo ieri, dichiaro che sono il primo a non credere alle perizie sugli scorpori, perchè so come vengono approntate. La Consob controlla rigorosamente pur senza essere dotata delle strutture necessarie; ma questa è la ragione per la quale, nella mia relazione, ho sottolineato che uno dei requisiti sostanziali che oggi la Commissione richiede ai fini dell'ammissione nel listino ufficiale è quello della certificazione. Crediamo, cioè, che la certificazione sia l'unico strumento di cui la Commissione dispone per una verifica effettiva; la certificazione non è la perizia del tribunale per gli scorpori. Per questo tra le maggiori difficoltà per l'ammissione d'ufficio vi è quella di richiedere alle società di essere certificate: in realtà, molte sarebbero le società pronte ad essere quotate, dal cosiddetto « terzo mercato », nel listino ufficiale; però, di queste, pochissime o quasi nessuna, a quanto risulta dalle indagini che abbiamo svolto, è pronta per la certificazione: mi riferisco alla disponibilità delle strutture capaci di affrontare quella certificazione che deve avvenire prima della quotazione. Infatti, la certificazione comporta tempi molto lunghi.

Per quanto riguarda i fondi di investimento per lavoratori, non conosco il progetto e non sono in grado di esprimere giudizi.

Circa il problema della sede secondaria o di quella principale della Consob e del mio tuonare nei confronti dei politici e del Parlamento, debbo dire che il mio tuonare è sempre stato rivolto nei confronti dell'Esecutivo più che del Parlamento, perchè di

questo, come presidente della Consob, proprio non posso lamentarmi. Infatti, quando ho partecipato, il 18 marzo, alla prima audizione presso la Commissione finanze e tesoro della Camera, ho proposto un provvedimento che consisteva di tre articoli, due dei quali (quello sul personale e quello sulla sede secondaria) sono stati approvati nel giro di due settimane.

Credo che questo sia un miracolo non solo per il Parlamento italiano. Vuole il caso che il terzo articolo che avevo proposto, che riguardava le fiduciarie, sia saltato. Però, vista l'unanimità di consensi, questa finalità particolare sulla trasparenza della Consob spero possa essere inserita addirittura nel disegno di legge n. 1609 con tutte quelle modifiche che necessariamente, forse, dovranno essere apportate circa i fondi di investimento. Auspico che ciò avvenga perchè, proprio dal punto di vista sostanziale, a quel disegno di legge dovranno essere apportate delle modifiche, dovranno essere collegate altre norme che non riguardano esclusivamente i fondi di investimento. Pertanto potrebbe essere la sede opportuna.

**P R E S I D E N T E .** Ringrazio vivamente il presidente Rossi per questo suo ulteriore contributo che ritengo molto utile ai lavori che dovremo affrontare nell'esame dei due disegni di legge. Rinnovo il ringraziamento e formulo l'auspicio di poter contare anche in seguito sulla sua collaborazione.

L'indagine conoscitiva è così conclusa.

*I lavori terminano alle ore 12,20.*

---

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI  
Il Consigliere parlamentare delegato per i resoconti stenografici  
DOTT. ANTONIO RODINO DI MIGLIONE