

SENATO DELLA REPUBBLICA

— XI LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

7° RESOCONTO STENOGRAFICO

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 31 MARZO 1993

Presidenza del Vice Presidente FAVILLA

INDICE

Disegni di legge in sede deliberante

«Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi» (1072), risultante dall'unificazione dei disegni di legge di iniziativa dei deputati Piro; Rosini ed altri; Pellicanò ed altri; Turci ed altri e Garesio ed altri, approvato dalla Camera dei deputati

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE	Pag. 2, 8
GAROFALO (PDS)	7
LEONARDI (DC)	8
SCHEDA (PSI), relatore alla Commissione ...	2

I lavori hanno inizio alle ore 16,25.

DISEGNI DI LEGGE IN SEDE DELIBERANTE

«Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi»

(1072), risultante dall'unificazione dei disegni di legge d'iniziativa dei deputati Piro; Rosini ed altri; Pellicanò ed altri; Turci ed altri e Garesio ed altri, approvato dalla Camera dei deputati

(Discussione e rinvio)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca la discussione del disegno di legge: «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi», già approvato dalla Camera dei deputati in un testo risultante dall'unificazione dei disegni di legge d'iniziativa dei deputati Piro; Rosini, Ferrari Wilmo, Farace, Fiori, Grillo Luigi e Patria; Pellicanò, Castagnetti Guglielmo, Battaglia Adolfo, Ravaglia, Bianchini, Grillo Salvatore, Modigliani, Nucara, Ratto, Rizzi e Santoro Italo; Turci, Pellicani, Serra Gianna, Di Pietro, Lettieri, Monello, Sartori Lanciotti e Sitra; Garesio e Lucarelli.

Prego il senatore Scheda di riferire alla Commissione sul disegno di legge.

SCHEDA, relatore alla Commissione. Signor Presidente, onorevoli colleghi, l'intenso e ampio dibattito svoltosi in diverse sedi sulla necessità di provvedere alla stabilizzazione e allo sviluppo delle piccole e medie imprese, in un quadro già quasi del tutto delineato di sistemazione istituzionale degli intermediari finanziari, in un contesto di integrazione economica nonché di crescita e internazionalizzazione dei mercati dei capitali, trova, al momento, una apprezzabile sintesi nel testo unificato approvato in sede legislativa, il 10 marzo 1993, dalla 6ª Commissione permanente della Camera e qui trasmesso per il successivo esame, recante norme sull'istituzione e la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi.

Esso si caratterizza per essere: volto a istituire e disciplinare soggetti-intermediari orientati alla raccolta, mediante emissione di quote, di risparmio da investire, attraverso una selezione specializzata, in valori mobiliari emessi dalle piccole e medie imprese, al fine di consentire a tale categoria di imprese un accesso diretto al circuito della raccolta di mezzi permanenti sul mercato dei capitali; orientato ad individuare un regime di incentivazione fiscale tale da perseguire, su un piano di piena accettabilità per il bilancio pubblico, un congruo effetto di riequilibrio delle fonti di approvvigionamento di mezzi finanziari di tale categoria di imprese, concedendo l'incentivo non già alle imprese, bensì allo strumento (soggetto intermediario); convergente sull'esigenza di predisporre adeguate forme di tutela del risparmio consistenti sia nella verifica dell'informazione proveniente dalle imprese (certificazione) sia nella riconduzione di tali strumenti in sistemi di controllo

(vigilanza) del tipo di quelli già vigenti per i fondi comuni di investimento mobiliare aperti, ai sensi della legge 23 marzo 1983, n. 77, e successive modificazioni e integrazioni.

Il dibattito che ora ci vede impegnati non è, dunque, rivolto alla definizione degli obiettivi, condivisi ampiamente da questo Consesso, quanto, piuttosto, è rivolto alla indicazione degli strumenti da utilizzare per il loro perseguimento.

Sugli strumenti mi preme, innanzitutto, sottolineare come lo schema operativo del soggetto, nonostante in quasi tutti i progetti sull'argomento si sia sempre fatto riferimento a quello relativo ai «fondi chiusi», meriti di essere adeguatamente illustrato. Le soluzioni adottate in alcuni progetti, tra i quali quello a suo tempo licenziato dal Senato, disegnavano, infatti, uno schema che può definirsi del tipo «semi-chiuso».

È stato osservato come l'adozione di tale modello avrebbe comportato una indebita contraddizione negli equilibri gestionali, considerato che il fondo chiuso presuppone scelte di investimento di non breve periodo a fronte delle quali non possono contrapporsi oneri di liquidità per il soddisfacimento di esigenze di smobilizzo del risparmio investito, sia pure con un periodo di sospensione dalla richiesta, se non a rischio di ingenerare gravi problemi di instabilità.

La scelta in materia, che personalmente condivido, è caduta, pertanto, sullo schema del «fondo chiuso», sottoscritto in unica emissione, che il gestore può impegnarsi a quotare, qualora volesse accedere ad un mercato di sottoscrittori non professionali, offrendo agli stessi un prodotto finanziario dotato di una propria liquidabilità.

In tale schema, se per le quote del fondo sarà prevista la quotazione, i sottoscrittori troveranno liquidità per i loro investimenti, nel periodo che va dall'istituzione alla scadenza, unicamente nel mercato di quotazione al quale il gestore, a cadenze prestabilite, è obbligato a rendere un quadro informativo obbligatorio sul valore del fondo e sull'andamento della gestione. In altri termini, la società di gestione, a differenza di quanto era previsto in altri schemi, non assume oneri di liquidità nei confronti dei sottoscrittori che ritenessero di «uscire dall'investimento».

Per i fondi di cui non si prevede la quotazione, che quindi orientativamente sono rivolti a investitori professionali, la liquidazione dell'investimento si ottiene alla scadenza del fondo.

Pure condivisibile risulta il modello statutario del gestore.

Considerato che tutti i progetti prevedono un investimento di parte del patrimonio della società gerente nel o nei fondi dalla stessa gestiti, ma non provvedono a qualificare le distinzioni esistenti tra i due patrimoni ed atteso che appare essenziale mantenere tale previsione al fine di impegnare in maggior misura la società gerente sul risultato di gestione, il testo all'esame provvede, correttamente, a separare i due patrimoni per distinguere le due classi di creditori e i rispettivi diritti.

Lo schema soggettuale che ne è conseguito è, dunque, a tutti gli effetti, quello indicato nella legge 23 marzo 1983, n. 77, e successive modificazioni e integrazioni, che ha introdotto nel nostro ordinamento i fondi di investimento mobiliare aperti, alle cui previsioni in materia va, quindi, fatto espresso riferimento, anche se ritengo di dover tassativa-

mente escludere che fondi chiusi possano essere gestiti da società che gestiscono fondi aperti, e su tale aspetto mi riservo di sottoporre alla Commissione una soluzione alternativa per gli aspetti che provvederò ad illustrare in seguito.

Altro momento di approfondimento va dedicato alla definizione del «regime fiscale agevolativo» in ordine al quale è a tutti noto che sussistono due differenti opinioni, non tanto nel merito quanto, piuttosto, nel metodo.

Da alcuni, con l'intento di «razionalizzare» l'imposizione dei redditi da capitale, di «unificare» le aliquote di imposta e di «disciplinare» la tassazione dei guadagni di capitale realizzati sui valori mobiliari, tutti fini che esulano dagli scopi del provvedimento e che, allo stato, sono discussi in altra sede, si invoca una individuazione dell'incentivazione non già sugli «utili prodotti annualmente» bensì sulle plusvalenze maturate sulle partecipazioni assunte.

I sostenitori di tale soluzione propongono, d'altro canto, l'introduzione, nel regime di agevolazione, del correttivo della indicizzazione, per la individuazione dell'importo da assoggettare a tassazione, senza il quale tale regime impositivo produrrebbe, a detta degli stessi proponenti, una distorsione evidente a carico delle plusvalenze di non breve periodo - che, viceversa, rappresentano l'obiettivo tipico dei fondi chiusi - e, quindi, finirebbe per essere non soltanto non incentivante, ma anche assolutamente penalizzante.

La soluzione che ora ci viene sottoposta con il testo in esame ha il merito di individuare un meccanismo di semplice e diretta applicazione, che possa essere correttamente e direttamente valutato dai sottoscrittori, che possa con semplicità essere graduato in funzione delle scelte di investimento a favore di particolari classi di piccole e medie imprese, che possa altresì essere armonizzato con quello in atto esistente per i fondi aperti e che possa, infine, risultare effettivamente incentivante rispetto all'obiettivo della canalizzazione del capitale di rischio verso le piccole e medie imprese: un meccanismo di facile modificabilità, anche in funzione di future esigenze, che risulta analogo a quello individuato dalla citata legge n. 77 del 1983, seppure con gli adattamenti ritenuti necessari, secondo lo schema dell'imposta sostitutiva, da calcolare sull'ammontare del valore netto del fondo.

Ritengo che questa soluzione possa essere ampiamente condivisa.

Anticipo, tuttavia, che alcuni aspetti di tale soluzione si pongono in aspro contrasto con gli obiettivi propri dei fondi chiusi e su tali aspetti, che provvederò ad illustrare di seguito, mi riservo di sottoporre alla Commissione una soluzione alternativa.

In merito ai controlli, rappresentando la fattispecie dei fondi chiusi, così come configurata, niente altro che una particolare categoria di fondi comuni, va senza dubbio condivisa la tesi, assolutamente prevalente, che individua l'atto legislativo di riferimento privilegiato nella più volte citata legge n. 77 del 1983 così come integrata dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1, la quale, peraltro, come può evincersi dal dibattito parlamentare che l'ha preceduta, non fa che riconfermare l'impianto generale.

Tesi alternative non trovano fondamento, considerato che il soggetto individuato non presenta, rispetto ai fondi aperti, nè differenze

definitorie nè particolari differenze gestionali, che non siano quelle attinenti al più lungo orizzonte di riferimento degli investimenti, nè può farsi allo scopo appello alla previsione di una quotazione dei valori mobiliari emessi dai fondi chiusi, atteso che tale previsione non può che essere inquadrata e regolamentata, come di fatto avviene nel testo in esame, nell'ambito della vigente disciplina dell'accesso ai mercati regolamentati.

Passando all'illustrazione del testo, si incontra immediatamente, all'articolo 1, il primo dei problemi annunciati. Si prevede infatti, al comma 1, che il Ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia, possa autorizzare l'istituzione di uno o più fondi comuni mobiliari chiusi da parte di società che abbiano per oggetto esclusivo la gestione di fondi comuni di investimento collettivo in valori mobiliari. Secondo tale impostazione, pertanto, non si farebbe distinzione tra i soggetti abilitati a gestire i fondi aperti e quelli abilitati a gestire i fondi chiusi. Distinzione questa che, viceversa, appare indispensabile in considerazione del fatto che l'attività di gestione dei fondi chiusi ha caratteristiche e rischi suoi propri e necessita di professionalità assai differenti. I commi 2, 3, 4, 5 e 6 dispongono in ordine al possesso dei requisiti soggettuali nonchè di quelli di onorabilità e di professionalità, propri degli organi di amministrazione e di controllo, e in ordine agli effetti della perdita dei medesimi, richiamando le relative norme della legge n. 77 del 1983 e della legge n. 1 del 1991.

L'articolo 2 reca norme in materia di patologia.

L'articolo 3 regola la vigilanza sulle società di gestione e sui fondi secondo lo schema paradigmatico della più volte citata legge n. 77 del 1983. Le società di gestione sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, che esercita la vigilanza. Ancorchè superfluo, atteso che le norme ivi citate sono già tutte applicabili, utile appare il richiamo alla legge n. 216 del 1974 (istitutiva della CONSOB), volto ad individuare, senza necessità interpretative, le norme applicabili in materia di negoziazione di titoli e di sollecitazione al pubblico risparmio.

L'articolo 4 disciplina il contenuto degli interventi di vigilanza cosiddetti normativi, che sono classificabili secondo tre obiettivi: i limiti di gestione, gli obblighi contabili, le regole comportamentali del gestore e dei soggetti che lo controllano. Non coerente con la rubrica dell'articolo in esame appare il comma 5, con il quale si prevede un intervento regolamentare del Ministro del tesoro che ha rilievo unicamente di natura fiscale e che più opportunamente dovrà essere inserito nel corpo dell'articolo 11.

L'articolo 5 indica le scritture contabili obbligatorie per la società di gestione e per il fondo e le connesse modalità di pubblicità. Al comma 5 si prevede il regime di certificazione, che, secondo una modalità assai impropria, è stato esteso anche a soggetti che non sono chiamati dall'ordinamento ad agire come revisori esterni, ma come organi interni della società, il cui albo, pertanto, rileva unicamente nella composizione, ormai correttamente obbligatoria, dei collegi sindacali. La distinzione tra organi di revisione interni ed esterni non è affatto di poco momento nel nostro ordinamento. Tutte le società quotate, infatti, dispongono di un organo di revisione interna che deve

essere costituito secondo le cennate modalità obbligatorie ai sensi del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 88, ma non si è mai ritenuto in nessuna ipotesi legislativa nè in dottrina che tale organo, così composto, potesse sostituire la revisione cosiddetta esterna affidata sul piano ordinamentale ormai consolidato da circa venti anni alle società di revisione iscritte all'albo della CONSOB ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136. Tale previsione va, quindi, cassata.

L'articolo 6 disciplina le sanzioni e l'articolo 7 gli obblighi contrattuali della società nei confronti dei sottoscrittori di quote dei fondi dalle stesse gestiti.

L'articolo 8, con il quale inizia il capo secondo del testo sottoposto all'esame, tratta dell'istituzione dei fondi e disciplina il contenuto e la formazione dei regolamenti dei fondi stessi che, una volta approvati dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 3, comma 4, rappresentano l'insieme dei vincoli che il gestore autonomamente si pone per l'esecuzione dell'incarico di gestione e che costituiscono elemento integrativo dei contratti. In particolare va notato che in tale sede devono trovare evidenza tutte le alternative che il gestore si riserva e quelle che si preclude e, di conseguenza, dovrà essere indicata, tra l'altro, l'ipotesi di quotazione dei certificati rappresentativi delle quote, conseguente all'effettuazione della sottoscrizione mediante offerta al pubblico.

Andranno inoltre indicate, in considerazione dell'ipotesi di sottoscrizione in unica soluzione, i regimi relativi alle ipotesi di sottoscrizione parziale e, all'opposto, di sottoscrizione esuberante, il cui regime è indicato, unitamente alle modalità di rimborso delle quote, all'articolo 9.

L'articolo 10 detta norme in materia di gestione del fondo e in esso è contenuta, come accennato, una previsione che da sola finisce per vanificare il ruolo tipico del fondo comune quale strumento di mercato finanziario.

Come accennato in premessa, i fondi comuni sono intermediari attraverso i quali si pone in diretto contatto il risparmio con il capitale di rischio delle medie e piccole imprese, con l'unica interposizione del soggetto gestore che offre ai propri sottoscrittori una gestione professionale delle somme affidate. In questo quadro, si qualifica come *investimento naturale del fondo* quello in azioni ovvero, al limite, in obbligazioni emesse dalle imprese, unicamente se convertibili (o *cum warrant*) in azioni emesse sempre dalle stesse imprese. In altri termini, l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o di obbligazioni convertibili «dirette» devono rappresentare l'unica operazione naturalmente consentita ai fondi.

Il testo che ci perviene dalla Camera inopinatamente prevede, invece, che i fondi chiusi possano investire in obbligazioni convertibili «indirette», in obbligazioni, in altri termini, emesse dalle istituzioni creditizie e convertibili in azioni delle imprese; alternativa, questa, che si pone in aperto contrasto con la ragione per la quale sono stati istituiti i fondi comuni che è quella di ridurre nel mercato finanziario la quota di intermediazione creditizia.

Tale alternativa è assolutamente inammissibile ed infatti non risulta prevista in nessuno dei testi originali! I fondi e i loro sottoscrittori non

devono essere strumentalizzati surrettiziamente per far fronte ad esigenze di finanziamento delle istituzioni creditizie! Se non provvedessimo a dare adeguata soluzione a tale incongruenza consentiremmo, in altri termini, la reintroduzione della cosiddetta «doppia intermediazione», che proprio con l'istituzione di tali strumenti si tenta di ridurre per favorire lo sviluppo del capitale di rischio nelle imprese e, soprattutto, nelle medie e piccole imprese.

Questo è un punto nodale di tutto il provvedimento: siamo chiamati a scegliere tra il contribuire all'ammodernamento del mercato e il confermare, con modalità peraltro non esplicite, la sua vetustà.

Su tale punto annuncio sin da ora emendamenti all'articolo 10, commi 1 e 8, con i quali proporrò la soppressione di tutte le previsioni in materia di acquisto di obbligazioni convertibili indirette emesse dalle istituzioni creditizie.

Questa ferma posizione trova, tra l'altro, ulteriore elemento di conferma, ove ancora ve ne fosse necessità, nell'analisi della norma fiscale: all'articolo 11, comma 3, si prevede, secondo una visione inconcepibile, con riferimento ai principi dello strumento in esame, che possano essere concessi particolari benefici fiscali non solamente se il patrimonio del fondo è investito per il 50 per cento in azioni delle piccole imprese, ma anche se risulta investito in obbligazioni delle istituzioni creditizie, con ciò proponendosi una distrazione surrettizia dell'impegno di finanza pubblica dallo sviluppo dell'economia reale, della parte più debole e al tempo stesso più vitale e fondamentale dell'economia reale, a favore del finanziamento delle istituzioni creditizie.

Va da sé che anche su tale previsione perverranno mie proposte soppressive.

GAROFALO. Signor Presidente, da quanto mi risulta sono già state presentate a questo ramo del Parlamento altri due disegni di legge relativi a questa materia; uno è d'iniziativa del Gruppo del PDS e l'altro del Gruppo della Democrazia cristiana.

Il motivo per cui i due provvedimenti non sono stati abbinati a quello in discussione è che mentre quest'ultimo viene esaminato in sede deliberante gli altri dovrebbero essere esaminati in sede referente. Se viene riconfermato questo punto, a mio avviso, si impone la necessità di una valutazione. Forse sarebbe opportuno modificare la sede in cui si esaminano gli altri provvedimenti anche perchè la relazione del senatore Scheda renderà probabilmente necessario un riesame da parte della Camera dei deputati.

Pertanto, va risolto il vero punto interrogativo: è più opportuno mantenere la sede deliberante per il disegno di legge n. 1072, che non consente un esame congiunto anche degli altri disegni di legge, oppure è preferibile esaminare il provvedimento in sede referente in modo tale da poter esaminare insieme tutti i provvedimenti relativi a questa materia, lasciando poi la decisione su un trasferimento in sede deliberante non all'inizio ma alla fine dei lavori? È una questione che non riguarda soltanto il nostro Gruppo ma anche il Gruppo della DC che ha sulla stessa materia presentato un provvedimento. Comunque, è importante che la Commissione abbia la possibilità di portare avanti un esame serio ed approfondito della questione.

LEONARDI. Al di là degli accertamenti che è opportuno intraprendere per verificare questa esigenza, mi sembra che la proposta del collega Garofalo meriti di essere considerata ed approfondita; bisogna valutare se questi provvedimenti vanno esaminati congiuntamente o se invece prevale la tesi di prendere in considerazione soltanto il testo trasmesso dalla Camera dei deputati.

PRESIDENTE. L'assegnazione del provvedimento in sede deliberante è stata disposta dal Presidente del Senato nella convinzione che il disegno di legge, essendo stato approvato all'unanimità dall'altro ramo del Parlamento, potesse essere approvato in tempi rapidi, senza modifiche, anche dal Senato, dando così una risposta positiva al mercato e ad esigenze che si fanno sentire relativamente a questo nuovo strumento finanziario.

Già dall'introduzione fatta dal relatore mi sembra evidente che sia difficile arrivare ad una valutazione che dia un risultato di questo tipo. In ogni caso, non appena possibile, mi consulterò con il Presidente della Commissione per verificare l'opportunità di un riesame della procedura.

Non si tratta soltanto di verificare l'opportunità di un mutamento di sede ma anche di un assorbimento degli altri disegni di legge in quello approvato dalla Camera dei deputati.

Poichè nessun altro domanda di parlare, rinvio il seguito della discussione ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 16,55.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

Il Consigliere parlamentare preposto all'Ufficio centrale e dei resoconti stenografici

DOTT.SSA MARISA NUDDA