

SENATO DELLA REPUBBLICA

— XI LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(finanze e tesoro)

9° RESOCONTO STENOGRAFICO

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 21 APRILE 1993

Presidenza del Presidente FORTE

INDICE

Disegni di legge in sede deliberante

«Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi» (1072), approvato dalla Camera dei deputati in un testo 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

«Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi» (368), di iniziativa del senatore Triglia e di altri senatori

«Istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi a rischio e regime fiscale dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio» (445), di iniziativa del senatore Visco e di altri senatori

(Seguito della discussione congiunta e rinvio)

PRESIDENTE	Pag. 2, 8, 9
RAVASIO (DC)	6, 9
SCHEDA (PSI), relatore alla Commissione ...	8, 9
VISCO (PDS)	2

I lavori hanno inizio alle ore 16,20.

DISEGNI DI LEGGE IN SEDE DELIBERANTE

- «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi» (1072), approvato dalla Camera dei deputati in un testo 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
- «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi» (368), di iniziativa del senatore Triglia e di altri senatori
- «Istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi a rischio e regime fiscale dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio» (445), di iniziativa del senatore Visco e di altri senatori
(Seguito della discussione congiunta e rinvio)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito della discussione congiunta dei disegni di legge nn. 1072, 368 e 445.

Riprendiamo la discussione congiunta, sospesa nella seduta di ieri.

Dichiaro aperta la discussione generale.

VISCO. Signor Presidente, l'argomento al nostro esame riguarda una questione che stiamo discutendo da diverse legislature e sulla quale si riscontra in via di principio un consenso abbastanza generalizzato, dal momento che in questa materia già nelle passate legislature erano stati presentati dei disegni di legge, che poi sono stati riproposti in quella attuale.

Nella scorsa legislatura, sulla base delle proposte parlamentari, venne elaborato alla Camera dei deputati un testo unificato che si ritrova in una certa misura anche nel testo oggi al nostro esame.

Probabilmente si è perso tempo. Forse non è inutile ricordare che su tutta la materia dei mercati finanziari, con l'eccezione della cosiddetta «legge Amato», si è proceduto sulla base di proposte di sola iniziativa parlamentare.

Il relatore ha ricordato che nella passata legislatura era stata approvata da questo ramo del Parlamento in prima lettura una proposta, ora sostanzialmente riprodotta nel testo del collega Triglia, che prospettava una soluzione che poi di fatto non venne accolta dalla Camera dei deputati, poichè con essa si tendeva a interpretare i fondi chiusi essenzialmente come una sorta di intermediario finanziario che raccoglie il risparmio presso il pubblico per investirlo a medio termine presso le imprese, senza particolari garanzie circa la permanenza e la stabilità dell'investimento. Tale proposta si esplicitava nella possibilità

di emissioni in *tranches* successive e nel diritto al riscatto delle quote stesse, per cui il meccanismo diventava molto simile a quello di qualsiasi medio credito piuttosto che a quello del fondo chiuso.

Il fondo chiuso, secondo l'esperienza di altri paesi, è un investitore istituzionale di una società di partecipazione con investimenti a lungo termine e a rischi molto elevati, ma con guadagni potenzialmente molto più alti. È quindi uno strumento che forse impropriamente è stato definito come di favore per le piccole e medie imprese, in quanto può avere a che vedere con le *joint ventures* realizzate anche tra imprese di dimensioni rilevanti. La sua caratteristica è appunto quella di una scommessa su un investimento che può fallire o, viceversa, può anche avere enorme successo.

La funzione del fondo chiuso è quindi quella di canalizzare risparmi e risorse verso impieghi che altrimenti il mercato non assumerebbe autonomamente. Questa canalizzazione di spesa è normalmente orientata verso imprese di ridotte dimensioni; ciò è vero sia in Italia che all'estero. Ma se poi l'impresa ha successo, lo sviluppo di questo strumento può diventare anche molto grande in tutti i settori particolarmente innovativi dal punto di vista della ricerca. In particolare, negli Stati Uniti i settori dell'informatica e della biologia hanno alle spalle una scommessa iniziale basata sui fondi chiusi.

Un altro elemento di inquinamento della discussione deriva dal fatto che, come sempre avviene nel nostro paese, tale nuovo strumento finanziario sembrava appetibile ai primi proponenti, soprattutto perchè era considerato come un'occasione per la concessione di agevolazioni tributarie. La logica che sempre più stiamo seguendo è quella di inventarci intermediari finanziari poichè vogliamo ridurre le imposte sui redditi da capitale; perlomeno una parte rilevante dei parlamentari propende per tale impostazione.

Naturalmente anche questo può divenire uno strumento improprio. È chiaro che il *venture capital* riceve degli incentivi fiscali in molti paesi proprio per le sue caratteristiche. Se esso viene incentivato, ciò significa che gli altri investimenti non lo sono; questo perchè si sta andando verso un assetto ove la differenziazione sarà ridotta. Si assiste infatti ad una generale tendenza alla detassazione, la quale viene riproposta con impressionante sistematicità.

Da tale punto di vista credo che sia particolarmente criticabile il tipo di soluzione tributaria presente nel disegno di legge della Camera dei deputati e su questo ritornerò più avanti.

Dal punto di vista del merito, anche riprendendo alcune delle questioni sollevate dal relatore, penso che si possa aderire alla scelta fatta nel provvedimento approvato dalla Camera - peraltro presente, per certi aspetti, anche in altre proposte -, cioè quella di prevedere dei soggetti abilitati e specializzati. Ciò non nel senso che esclusivamente le società di gestione dei fondi aperti possono gestire fondi chiusi, ma nel senso che chi vuole gestire fondi chiusi deve farlo attraverso una società specializzata e l'esercizio di tale strumento deve essere soggetto ad apposita autorizzazione.

Penso che nell'attuale situazione italiana questo sia un elemento di cautela che si possa accogliere, anche se nel disegno di legge a mia firma oltre a questa possibilità era prevista anche quella del *merchant*

banking, cioè che le società finanziarie autorizzate in base ad una delibera del CIP di qualche anno fa che di fatto svolgono una gestione di fondi chiusi potessero continuare tale attività. Comunque forse è meglio che anche tali società siano assoggettate ad una specializzazione in questo senso.

Nel disegno di legge n. 1072 è presente un aspetto molto importante che il relatore non ha evidenziato, mi pare, che però dal nostro punto di vista è dirimente, cioè che di fatto qui vengono ipotizzate due tipologie e quindi una segmentazione di fondi: fondi aperti al pubblico e fondi riservati ai cosiddetti investitori istituzionali. Questi secondi fondi vengono agevolati in molti modi: hanno minori obblighi sul capitale, vengono esonerati da tutta una serie di controlli, e ciò è una cosa estremamente pericolosa e inaccettabile, nel senso che non c'è alcun motivo perchè si crei questa distinzione tra i fondi, tanto più che gli investitori istituzionali potranno investire anche in fondi pensione, per esempio, e quindi diciamo che sono investitori che necessitano di particolari controlli a garanzia dei partecipanti al fondo.

Tale questione è stata introdotta alla Camera all'ultimo momento con una serie di iniziative che non sono state esaminate attentamente, ed è un aspetto estremamente criticabile di questo disegno di legge.

C'è poi un altro aspetto sul quale alla Camera si è molto discusso e che riguarda il sistema dei controlli sui fondi. Qui si è trovata una soluzione in qualche misura innovativa rispetto a quella dei fondi aperti. I fondi aperti sono sotto il controllo della Banca d'Italia, cosa che è del tutto anomala nel panorama internazionale, nel senso che questi sono strumenti del mercato finanziario che normalmente vengono controllati dagli organi della Borsa. Quando si discusse la legge sulle società di investimento mobiliare, ci fu una grossa polemica su tale aspetto, ma alla fine si trovò una soluzione che manteneva la situazione così com'era, anche perchè i fondi aperti furono istituiti molti anni fa, quando appunto la Consob non aveva ancora una normativa deguata ed era meno sviluppata di adesso.

Comunque non c'è alcun motivo logico (anche se ci può essere un motivo storico o di convenienza per evitare conflitti tra le autorità di controllo) perchè i fondi chiusi e i fondi aperti siano controllati dalla Banca centrale, tanto più che in questi casi non c'è rischio di instabilità del sistema, in quanto al massimo quello che può succedere è che il valore del fondo vada a zero, però la cosa finisce lì, non c'è alcun effetto a catena sul resto del sistema.

Ad ogni modo, non credo di dover sollevare qui tale questione se non marginalmente; però è un altro esempio di una legislazione alluvionale che non riesce mai a trovare un momento di logica coerenza.

Un altro aspetto delicato posto da una norma aggiunta anch'essa alla Camera all'ultimo momento è che è stato introdotto il principio secondo cui la durata di un fondo aperto al pubblico, quindi non di quelli riservati a investitori istituzionali, possa essere di fatto indefinita. Anche questo non ha alcuna logica. Il discorso sviluppato alla Camera è che, dato che questi sono fondi aperti al pubblico e sono quotati in Borsa, non ci sarebbe bisogno di una definizione temporale dell'investimento, perchè ognuno può uscire quando vuole. La caratteristica del *venture capital* è invece proprio quella di essere oggetto di investimenti

volti a raggiungere determinati obiettivi: quando si raggiungono questi obiettivi, si esce, si redistribuiscono gli utili e poi magari si comincia un'altra impresa. Questo è molto importante per la natura del fondo.

La distinzione tra fondi istituzionali e fondi aperti al pubblico si ripercuote anche sul fatto che mentre per i secondi è previsto l'obbligo di pubblicazione periodica del valore del fondo due volte l'anno, per i fondi istituzionali tale obbligo non è previsto e quindi non c'è una possibilità di controllo da parte del mercato sulla *performance* dei fondi, sempre con la scusa che, essendo riservati agli investitori istituzionali, questi ultimi i calcoli se li fanno da sé; il che però è una giustificazione poco valida.

È stata poi lasciata la possibilità di sollecitazione a domicilio della sottoscrizione delle quote, sia pure con una quota minima elevata a 300 milioni. Io penso che, dato che qui siamo di fronte a investimenti rischiosi, questo tipo di promozione vada in ogni caso evitato.

Non è stato stabilito alcun limite all'ammontare del patrimonio del fondo investibile in un'unica impresa, che invece è una norma di cautela importante; nel disegno di legge del Partito democratico della sinistra era previsto che il fondo non potesse investire più del 20 per cento del patrimonio nella stessa impresa, per una ragione di ovvia cautela nell'assunzione di rischio. Questa è un'altra obiezione di qualche rilevanza che sottopongo all'attenzione dei colleghi.

Così pure non è prevista una norma che introduca un numero minimo di sottoscrittori delle quote del fondo, norma che invece era contenuta nel nostro disegno di legge e con la quale si fissava una *tranche* minima di 200 milioni e che ci dovessero essere almeno cinque investitori del patrimonio mobiliare. Si può ovviamente scegliere un'altra soglia, ma penso che anche questo sia importante.

L'aspetto sottolineato dal collega Scheda relativo alle obbligazioni mi trova del tutto consenziente e quindi non lo riprendo.

Qui ci sono vari tentativi di trasformare un fondo chiuso in qualcosa che istituzionalmente non può esserlo, ma su questo non mi soffermo.

Molti aspetti sono poi demandati a regolamenti. C'è il problema dei conflitti di interesse possibili su cui bisogna dare qualche indicazione in più; forse bisognerebbe coinvolgere anche la Consob, oltre che la Banca d'Italia, perchè la sensibilità dei due istituti è diversa proprio su questo specifico aspetto.

Infine, vi è la questione tributaria. Qui l'approccio che è stato adottato è quello di estendere ai fondi chiusi la tassazione patrimoniale che è prevista già per i fondi aperti, sulla base di un ragionamento di uniformità. Questo non è il modo migliore per incentivare tale tipo di investimento perchè, per loro natura, i fondi chiusi hanno la caratteristica di poter realizzare profitti ingenti essenzialmente attraverso guadagni in conto capitale. Quindi la norma fiscale dovrebbe avere come obiettivo quello di limitare la possibilità di distribuzione degli utili, di facilitare l'investimento nel fondo ed eventualmente poi, in sede di liquidazione, di redistribuire parzialmente o totalmente le plusvalenze realizzate. Questa è la normativa che prevale negli altri paesi. Fra l'altro, questa soluzione è indicata nel disegno di legge del PDS e prevede essenzialmente due interventi di carattere fiscale: l'indicizzazione ai fini delle imposte dirette delle plusvalenze derivanti dall'acquisi-

zione di partecipazioni di minoranza in piccole e medie imprese - trattandosi di investimenti di lungo periodo, indicizzare tali plusvalenze significa ridurre in modo consistente la tassazione - e l'ipotesi, per una fase temporale di lancio di nuovi fondi, di una riduzione alla metà della base imponibile.

Questo tipo di tassazione ovviamente avrebbe il vantaggio, a parità di capitale investito, di premiare i fondi che hanno più successo rispetto agli altri.

La formula che è stata scelta è invece meno efficace da questo punto di vista. Sono comunque del parere che una serie di progressioni siano inevitabili; la questione fiscale può essere anche rinviata in qualche misura ad un momento di razionalizzazione più generale che pur si dovrà verificare nel futuro. Infatti noi proporremo una nostra soluzione, ma il problema che Governo e Parlamento dovranno porsi non è solo quello di razionalizzare la tassazione sui capitali, ma anche quello di procedere all'analisi delle problematiche derivanti dalla sospensione dell'imposta sui guadagni di capitale, che non è stata soppressa. Occorrerà quindi rivedere la tassazione dei fondi chiusi e di quelli aperti. In proposito, il nostro Gruppo presenterà un disegno di legge che potrà divenire la sede adatta per pervenire alla soluzione del problema tributario dei fondi chiusi.

Al momento attuale, comunque, l'importante è dare al mercato tale strumento; questa può non essere la sede nella quale insistere su soluzioni a mio avviso più corrette, anche se sappiamo che le problematiche che ho evidenziato sono importanti ed essenziali affinché il nostro lavoro giunga a buon esito.

RAVASIO. Signor Presidente, il collega Scheda nella sua relazione ha indicato molto bene gli obiettivi dei disegni di legge al nostro esame, per cui mi astengo dal fare considerazioni in proposito, condividendone i contenuti.

A parer mio, la Commissione dovrebbe concentrare la propria attenzione sugli strumenti da utilizzare per il perseguimento dei citati obiettivi.

Due sono le questioni da affrontare.

Occorre innanzitutto garantire alla piccola e media impresa risorse stabili per i propri investimenti al di fuori del mercato del credito bancario e in aggiunta al capitale di rischio dei soci e all'autofinanziamento.

In secondo luogo, occorre consentire al risparmiatore di partecipare al finanziamento di dette aziende, prevedendo altresì la possibilità di disinvestire, senza contraccolpi per la gestione del fondo.

La proposta che era stata approvata dalla 6ª Commissione permanente del Senato nella precedente legislatura aveva privilegiato le esigenze del risparmiatore, avendo previsto la possibilità per lo stesso di farsi rimborsare tutto o parte della sua partecipazione al fondo, anche anticipatamente rispetto alla durata iniziale dell'investimento stesso.

Il testo approvato dalla Camera prevede invece due ipotesi: l'esclusione di rimborsi anticipati; la facoltà di disinvestire indirettamente prevedendo la possibilità di quotazione del fondo e quindi di cedere sul mercato le quote di partecipazione al fondo stesso.

Mi pare che la soluzione proposta dalla Camera sia più rispondente alle aspettative del mercato in quanto di fatto si prevedono fondi rivolti a investitori professionali, che partecipano dall'inizio alla fine al fondo, e fondi rivolti sostanzialmente al pubblico in quanto quotati.

Un ulteriore argomento di riflessione è rappresentato dal regime fiscale da applicare ai fondi.

Come è noto vi sono due ipotesi. La prima prevede la tassazione dei *capital gains* (in capo al fondo o al titolare delle quote del fondo); la seconda prevede la tassazione annuale con riferimento al valore netto del fondo, analogamente a quanto applicato ai fondi mobiliari aperti.

La proposta della Camera prevede di applicare questa seconda ipotesi, che condivido. La prima ipotesi, infatti, per essere appetibile dal mercato dovrebbe prevedere forme agevolative particolarmente spinte, avuto riguardo alla tipologia dell'investimento, che in linea generale si presenta ad alto rischio. Per quanto concerne i controlli, corretta e condivisibile è la proposta della Camera di far riferimento alla normativa di cui alla legge n. 77 del 1983 e alla legge n. 1 del 2 gennaio 1991.

Il relatore ha sottolineato l'esigenza di separare nettamente la gestione dei fondi aperti dalla gestione dei fondi chiusi. Condividendo questa esigenza, mi chiedo però se sia assolutamente necessario precludere ai gestori dei fondi aperti la possibilità di gestire fondi chiusi, una volta affermata la necessità di separare nettamente le relative gestioni. Temo che una separazione netta dei soggetti gestori possa tradursi in alti costi di gestione, in particolare per la gestione dei fondi chiusi, venendo in tal modo a mancare le economie di scala.

Condivido pure la contrarietà espressa dal relatore in ordine alla possibilità, prevista dal testo della Camera, di investire in obbligazioni convertibili emesse dalle istituzioni creditizie. Credo che su questo punto non ci sia bisogno di spendere parole per evidenziare la assoluta incongruenza della norma, che contrasta clamorosamente con l'obiettivo della legge.

Pure condivisibile è la scelta di demandare ad appositi regolamenti la definizione di una serie di norme di comportamento e cautela, allo scopo di non rendere troppo rigida e quindi statica la normativa che stiamo approvando.

Per quanto riguarda la questione sollevata nella seduta di ieri circa la procedura da seguire, credo che più correttamente si dovrebbe far riferimento al testo approvato dalla Camera, che mi sembra, anche per le considerazioni svolte dal senatore Visco, possa rappresentare abbastanza bene le diverse aspettative. Devo comunque riconoscere che la 6^a Commissione permanente del Senato, nella precedente legislatura, aveva presentato una proposta che si differenziava rispetto a quella poi approvata. Probabilmente essa è un po' datata, per tale motivo pur essendo firmatario di un disegno di legge che accoglie il testo approvato dalla Commissione credo sia più opportuno a questo punto convogliare le nostre considerazioni sul testo che ci perviene dalla Camera, eventualmente apportando gli emendamenti che sono stati suggeriti dal senatore Scheda e dal senatore Visco.

Per tale ragione, credo che si potrebbe utilmente formare un Comitato ristretto, che prenda come punto di riferimento questo testo, al

fine di licenziare in tempi rapidi un testo definitivo, anche tenuto conto delle grandi attese che ci sono sul mercato.

Il collega Visco ha richiamato l'opportunità di prevedere successivamente un intervento ulteriore in ordine alla tassazione dei *capital gains*. Credo che su tale aspetto dovremo verificare se vi sia accordo al fine di non creare inutili aspettative; sarebbe veramente inopportuno approvare oggi una norma che prevede una tassazione in base al valore netto del fondo e poi, fra sette-otto mesi, prevedere un ulteriore intervento di tassazione sui *capital gains*. Dobbiamo quindi verificare se esiste accordo su tale aspetto al fine di non creare inutili aspettative che finirebbero per vanificare il lavoro che stiamo cercando di portare a termine.

PRESIDENTE. È necessario fissare un termine per la presentazione degli emendamenti. A mio avviso, se sono pochi, è inutile fare un Comitato ristretto: adottiamo un testo base e a quello apportiamo gli eventuali emendamenti.

Le osservazioni che ho sentito finora, onestamente non mi sembrano tali da comportare drastiche modifiche, perchè anche il senatore Visco, che ha fatto puntuali osservazioni di ordine tributario, ha detto che queste potranno essere meglio considerate in seguito, quando avremo all'esame una normativa più generale.

Circa altre osservazioni specifiche, quale quella riguardante la competenza della Consob piuttosto che della Banca d'Italia, o quella riguardante la possibilità di investire o meno nelle obbligazioni convertibili, ne prendiamo atto: sono scelte per le quali si può presentare un emendamento.

Quindi io vorrei suggerire di fare uno sforzo per vedere se è possibile, mediante la presentazione di emendamenti e la considerazione degli stessi, chiudere abbastanza rapidamente, perchè sottolineo che sono anni e anni che si sta discutendo tale tema e che abbiamo bisogno di dotare i nostri mercati di nuovi strumenti finanziari.

D'altronde, non mi pare che i problemi che qui sono emersi siano enormi, anche perchè non ci vuole molta fantasia: i fondi chiusi sono un qualcosa che già esiste e la legislazione che li concerne in larga parte riflette quella sui fondi aperti.

Non so cosa pensi il relatore al riguardo.

SCHEDA, relatore alla Commissione. Signor Presidente, nel ringraziare lei e i senatori Visco e Ravasio che sono intervenuti nel dibattito, mi pare di poter prendere atto che il contenuto della mia relazione è largamente condiviso dai colleghi e che vi è in tutti la disponibilità di accelerare i tempi di approvazione di questa normativa assumendo quale testo base il disegno di legge approvato dalla Camera dei deputati.

Si tratta di mettere a fuoco le osservazioni, peraltro condivisibili anche dal sottoscritto, che sono state oggi proposte.

Come ho già detto ieri all'inizio della seduta, signor Presidente, per facilitare i lavori della Commissione sarei già in grado di presentare una serie di emendamenti collegati a quanto ho detto nella mia relazione. Quindi, se i colleghi ne hanno piacere, possono verificare la bontà degli stessi in rapporto alle osservazioni che ho fatto nella relazione.

Per tutto ciò che manca o per qualche ulteriore osservazione, mi rifaccio a quanto detto dai senatori Visco e Ravasio; quest'ultimo, in particolare, ha sottolineato una preoccupazione che avrei potuto avere anch'io, cioè quella di operare una differenziazione per evitare degli steccati drastici rispetto alle società per azioni che hanno per oggetto esclusivo la gestione dei fondi comuni di investimento collettivo in valori mobiliari e in possesso degli specifici requisiti previsti dalla legge. C'è magari la possibilità di trovare, anche su questo, non dico una mediazione ma un punto di incontro per evitare che ci siano queste divisioni.

Allora il suggerimento è il seguente: oggi io sono nelle condizioni di offrire ai colleghi della Commissione una serie di emendamenti già preannunciati riferiti al testo sul quale ho svolto la relazione; inoltre, si può dare un termine per integrare gli stessi secondo le indicazioni emerse nel corso della discussione.

PRESIDENTE. I suoi emendamenti, senatore Scheda, potrebbe presentarli adesso?

SCHEDA, *relatore alla Commissione*. Sì, signor Presidente.

PRESIDENTE. Allora li può illustrare.

SCHEDA, *relatore alla Commissione*. Sono già stati illustrati nel corso della mia relazione; praticamente integrano la mia relazione introduttiva. Credo opportuno fissare una data per la presentazione degli altri emendamenti.

RAVASIO. Signor Presidente, io avevo lanciato l'idea di un Comitato ristretto che potrebbe esaurire il proprio lavoro in una seduta, anche per ascoltare eventuali tecnici.

PRESIDENTE. Senatore Ravasio, possiamo benissimo, per esempio mercoledì prossimo, svolgere una riunione di un paio d'ore in Comitato ristretto e poi riprendere la discussione in sede deliberante del provvedimento, discussione che diventerebbe più celere perchè il Comitato ristretto avrebbe già informalmente creato un'intesa per facilitare i lavori invece che rallentarli. Però vorrei prima attendere l'arrivo delle varie proposte di modifica.

Propongo pertanto di fissare il termine per la presentazione degli emendamenti per mercoledì 28 aprile, alle ore 18.

Poichè non si fanno osservazioni, così rimane stabilito.

Il seguito della discussione congiunta dei disegni di legge è rinviato ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 17.

