COMMISSIONE VI

FINANZE

101.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 8 MAGGIO 1991

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **FRANCO PIRO**

INDICE

PAG.

Proposte di legge (Seguito della discussione e rinvio con nomina di un Comitato ristretto):

Senatori Berlanda ed altri; Forte ed altri; Andriani ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi *(Approvata, in un testo unificato, dalla VI Commissione permanente del Senato)* (3118);

Piro ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi di investimento mobiliare chiusi (214);

Borghini ed altri: Istituzione di fondi comuni di investimento in società non quotate in Borsa, nonché norme volte a razionalizzare l'imposizione su redditi da capitale, unificare le aliquote di imposta e disciplinare la tassazione dei guadagni da capitale realizzati sui valori mobiliari (1700);

PAG.

Bodrato ed altri: Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e norme sull'intermediazione finanziaria (3290);

Pellicanò ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (3312);

Visco ed altri: Istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi a rischio, e regime fiscale dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio (3698) 3

Piro Franco, *Presidente* 3, 7, 8

De Luca Stefano, *Sottosegretario di Stato per le finanze* 7

Fiori Publio (gruppo DC), *Relatore* 7

Sacconi Maurizio, *Sottosegretario di Stato per il tesoro* 7, 8

Visco Vincenzo (gruppo comunista-PDS) . 3, 7, 8

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 9,15.

FRANCESCO AULETA, *Segretario*, legge il processo verbale della seduta precedente.

(È approvato).

Seguito della discussione delle proposte di legge senatori Berlanda ed altri; Forte ed altri; Andriani ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (Approvata, in un testo unificato, dalla VI Commissione permanente del Senato) (3118); Piro ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi di investimento mobiliare chiusi (214); Borghini ed altri: Istituzione di fondi comuni di investimento in società non quotate in Borsa, nonché norme volte a razionalizzare l'imposizione su redditi da capitale, unificare le aliquote di imposta e disciplinare la tassazione dei guadagni da capitale realizzati sui valori mobiliari (1700); Bodrato ed altri: Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e norme sull'intermediazione finanziaria (3290); Pellicanò ed altri: Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (3312); Visco ed altri: Istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi a rischio, e regime fiscale dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio (3698).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito della discussione abbinata delle proposte di legge di iniziativa dei senatori Berlanda ed altri; Forte ed altri; Andriani ed altri: « Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi », già approvata, in un testo unificato, dalla VI Commissione permanente del Senato nella seduta del 4 agosto 1988, e dei deputati Piro ed altri: « Istituzione e disciplina dei fondi di investimento mobiliare chiusi »; Borghini ed altri: « Istituzione di fondi comuni di investimento in società non quotate in Borsa, nonché norme volte a razionalizzare l'imposizione su redditi da capitale, unificare le aliquote di imposta e disciplinare la tassazione dei guadagni da capitale realizzati sui valori mobiliari »; Bodrato ed altri: « Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e norme sull'intermediazione finanziaria »; Pellicanò ed altri: « Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi »; Visco ed altri: « Istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi a rischio, e regime fiscale dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio ».

Ricordo che nella seduta del 7 marzo il relatore ha presentato un testo unificato delle proposte di legge in esame e lo ha proposto come base per il seguito della discussione.

Dichiaro aperta la discussione sulle linee generali.

VINCENZO VISCO. Signor presidente, desidero svolgere un intervento breve e schematico, anche perché la discussione su questa materia si è protratta a lungo in più fasi ed ha comportato una nuova stesura del testo da parte del relatore e del Governo. Oggi, quindi, parliamo sulla base di una proposta del tutto diversa da quella approvata dal Senato, la quale aveva provocato numerose iniziative par-

lamentari contrapposte, fra cui la mia proposta di legge n. 3698 il cui scopo essenzialmente era quello di evidenziare come il testo del Senato fosse completamente sbagliato nella radice e nella concezione.

Il fatto che il Governo e la maggioranza abbiano presentato un nuovo articolato molto simile, e in alcune parti addirittura identico alla mia proposta, non può che confortarmi e trovarmi d'accordo. Sui fondi chiusi si è sempre determinato un equivoco: anche nella scorsa legislatura furono presentate una serie di proposte relative a questa materia che si ponevano il problema di procurare capitali alle piccole e medie imprese e concepivano quindi i fondi chiusi come un mezzo per finanziare attività minime. Si tratta, invece, di uno strumento per far affluire alle imprese non quotate il capitale ad altissimo rischio, poiché riguarda il *venture capital;* lo scopo, quindi, non è di finanziare le imprese con dieci addetti, ma quelle particolarmente innovative che possono avere un successo clamoroso oppure fallire. Questo è il compito dei fondi chiusi negli altri paesi.

Se è così, il problema della regolamentazione legislativa di tale strumento è essenzialmente quello di assicurare ai potenziali investitori le più ampie garanzie su ciò che faranno i fondi e su come funzioneranno. È questo un caso tipico nel quale non si pongono tanto i problemi tradizionali dei mercati finanziari relativi alla stabilità quanto problemi di trasparenza della gestione.

Fatta questa premessa, desidero muovere alcune osservazioni specifiche al testo presentato dal relatore. In primo luogo, concordo sul fatto che l'attività di gestione sia riservata a società per azioni con capitale non inferiore a 5 miliardi (tale limite era previsto anche dalla proposta di legge n. 3698); non è chiaro, però, se tra queste siano comprese anche le società costituite *ex* delibera CICR del 6 febbraio 1987, come veniva esplicitamente indicato nella mia proposta, poiché, trattandosi di *merchant banks* che svolgono attività di confine, potrebbero anch'esse essere autorizzate. Ho qualche perplessità, invece, sulla norma che attribuisce al ministro del tesoro la facoltà di concedere questa autorizzazione: nel momento in cui si disciplina un'attività, non dovrebbe esservi autorizzazione, poiché la discrezionalità è sempre pericolosa – e comunque è estranea alla mia filosofia – tanto più che è stabilito che sia sentita solo la Banca d'Italia. Questa è un'altra questione filosofica su cui torneremo più avanti.

Il comma 2 dell'articolo 1 prevede semplicemente che la società puo essere autorizzata a gestire più fondi, mentre nella proposta di legge n. 3698 era specificato che doveva trattarsi di fondi diversificati, cioè specializzati, altrimenti non vi è motivo per gestirne più di uno. È stata invece accolta la norma che prevede che la società di gestione per ogni nuovo fondo deve versare un capitale pari almeno al 5 per cento dell'ammontare del fondo che intende lanciare; si tratta di una norma di garanzia che mi trova pienamente d'accordo.

L'innovazione maggiore rispetto al testo approvato dal Senato è comunque contenuta nell'articolo 2, laddove si stabilisce che l'ammontare del fondo va raccolto in un'unica soluzione, mentre il Senato concepiva il fondo come un medio credito nazionale, cioè come una banca. Sarebbe però necessario stabilire che le quote sottoscritte devono essere di eguale valore, anche se probabilmente questo è implicito nella lettera *e)* dello stesso articolo dove si prescrive la pubblicazione mensile del valore unitario della quota. Si tratta di un elemento importante per prodotti così rischiosi. Concordo anche con la previsione dei 180 giorni, di cui al punto *a)*, quale indicazione del termine massimo di sottoscrizione per raccogliere l'ammontare del fondo.

Ritengo, invece, che la previsione contenuta alla lettera *c)*, cioè che l'ammontare minimo di ogni singola sottoscrizione non debba comunque essere inferiore a 50 milioni di lire, sia troppo bassa considerata la natura del prodotto, tant'è che la cifra che indicavo nella mia proposta

di legge n. 3698 era di 200 milioni. Credo, pertanto, che in questo caso la tutela del risparmio debba essere fatta prevedendo quote di sottoscrizione minima rilevanti, per cui se la cifra da me indicata fosse eccessiva sarebbe comunque opportuna una soluzione intermedia.

Sempre all'articolo 2 non risulta specificato il numero minimo di soci facenti parte del fondo, che nella mia proposta risultava fissato a non più di cinque unità. Non è possibile immaginare un fondo costituito da pochissimi soci, in quanto risulterebbe in contrasto con la logica di un prodotto finanziario rivolto al pubblico.

Alla lettera *d)* dell'articolo 2, è detto che la durata del fondo non potrà superare i dieci anni, mentre nella proposta da me presentata era previsto che la durata minima non potesse essere inferiore ai dieci anni. Probabilmente, i limiti di tempo da me previsti erano eccessivi, ma credo che quelli stabiliti nel testo al nostro esame siano eccessivamente bassi, considerata la natura economica e la durata delle attività a cui il fondo in questione è riferito. A mio avviso, è pericoloso prevedere un obbligo di liquidazione del fondo trascorsi dieci anni, in quanto ciò può avere effetti negativi sulle quotazioni di borsa. Pertanto, ritengo che sarebbe corretto stabilire un periodo minimo, anche se – ripeto – i dieci anni da me previsti possono essere eccessivi.

Per quanto riguarda la previsione contenuta alla lettera *e)*, e cioè l'indicazione dei giornali a diffusione nazionale sui quali dovrà essere pubblicato con cadenza mensile il valore unitario della quota, nonché ogni altro fatto di interesse per i partecipanti al fondo, la mia impressione è che sarebbe stato sufficiente prevedere tale tipo di pubblicazione due volte all'anno, in quanto, in pratica, ciò che è importante conoscere è l'ammontare di risorse accumulate nel fondo.

Concordo con la previsione della lettera *g)*, la quale prevede i criteri per l'individuazione dei proventi da definire eccezionali, in quanto superiori ad un limite convenuto. In particolare, condivido le modalità del loro ripartizione tra la società di gestione, cui potranno essere attribuiti, alla scadenza, nella misura massima del 20 per cento, e i partecipanti al fondo stesso.

Ho qualche perplessità, invece, circa l'opportunità di rinviare ad una legislazione delegata norme che potrebbero già essere definite in questa sede.

Passando all'articolo 3, che sostanzialmente dichiaro di condividere, vorrei che il Governo mi spiegasse per quale motivo non è stato indicato il limite di tempo per gli investimenti, dal momento che rientra nella logica del fondo il fatto che un soggetto sottoscriva quote entro sei mesi, provvedendo poi ad investirle, entro tre anni, in attività non quotate. Nel caso in cui si utilizzino soldi per investimenti, è necessario prevedere un termine, così come credo accada nelle legislazioni straniere.

In modo drastico avevo escluso la possibilità di quotare titoli in borsa. Può essere corretto prevedere che il fondo possa anche investire in azioni quotate, ma riterrei comunque opportuna una norma limitativa, perché l'ideale sarebbe disporre di uno strumento finanziario che canalizzi il risparmio su società non quotate. Porre sullo stesso piano azioni quotate o non quotate può essere rischioso, e credo anche necessario prevedere un'eccezione per i titoli acquisiti dal fondo, nel senso di specificare se appartenenti a società quotate o non quotate.

Ho qualche perplessità a proposito del comma 3 dell'articolo 3, laddove è detto che l'investimento del patrimonio del fondo in azioni quotate in borsa o al mercato ristretto non può superare il 20 per cento del valore complessivo del fondo medesimo. La mia impressione è che tale previsione contrasti con quella del precedente comma 2, ma credo che questo punto possa essere approfondito nel prosieguo della discussione. Condivido il contenuto dei commi 4 e 5 dell'articolo 3, i quali riprendono il contenuto della mia proposta di legge, ad eccezione dei limiti di investimento in ciascuna società da parte del fondo. A questo riguardo,

infatti, prevedevo una percentuale del 20 per cento ed un numero di soci non inferiore a cinque.

Non ho osservazioni particolari da avanzare in merito all'articolo 5, nonostante si riproponga il problema dell'autorizzazione da parte del ministro del tesoro.

Il comma 5 dell'articolo 5 stabilisce che il valore della quota è determinato mensilmente secondo i criteri fissati dalla Banca d'Italia. Nella proposta di legge n. 3698 il metodo di valutazione veniva invece fissato direttamente: dato che si tratta di criteri standardizzati ritengo infatti preferibile stabilirli con la legge invece di rinviarli ad un momento successivo.

Un punto su cui forse è necessaria un'ulteriore riflessione è la previsione del comma 7 secondo cui « le quote di partecipazione al fondo chiuso, dopo un anno dalla chiusura delle sottoscrizioni, possono essere ammesse alla negoziazione ». Forse un anno è un limite troppo ristretto perché il fondo possa raccogliere il denaro, immetterlo nelle imprese non quotate e realizzare i programmi di investimento; nell'ottica del Governo non vi è limite, quindi la quotazione è ottenuta dopo che il programma è stato compiuto, mentre a mio parere la fissazione di un termine è necessaria, altrimenti il mercato non è in grado di valutare l'operato del fondo.

L'articolo 6 è quasi identico all'articolo 5 della proposta di legge n. 3698, salvo il fatto che non è previsto l'obbligo di revisione dei bilanci che a mio parere rappresenta uno strumento di tutela a favore dei risparmiatori. Altrettanto può dirsi dell'articolo 7 della proposta del relatore, che recepisce quasi integralmente le norme della proposta di legge che reca la mia firma, fatta eccezione per la lettera *e)* relativa al problema dei controlli incrociati (a proposito della quale anzi vorrei capire se si è trattato di una scelta o di un caso), che estendeva il divieto di investire in azioni emesse « da società delle quali la società di intermediazione finanziaria che gestisce il fondo già detiene azioni o quote nella misura prevista dall'articolo 3, comma 2 », cioè per un valore superiore al 30 per cento del capitale sociale. A mio avviso si tratta di una possibilità di incrocio che andrebbe esplicitamente vietata.

Al comma 3 dell'articolo 7, poi, mancano alcune esplicitazioni: relativamente al divieto di investire il patrimonio del fondo in titoli ceduti da un altro fondo gestito dalla medesima società di gestione, andrebbe precisato « anche indirettamente », come era nel mio testo, per evitare triangolazioni. Si tratta di un punto molto importante poiché si tratta di estendere il più possibile le garanzie per gli investitori.

Prima di passare alle questioni tributarie, vorrei dar notizia di una lettera dell'Assoreti contenente proteste per la possibilità di propagandare questi fondi attraverso le reti di vendita. Ritengo che sia importante prevedere norme di tutela, tuttavia si potrà forse tenere conto più avanti della posizione dell'Assoreti, anche perché il richiamo a prestare attenzione agli aspetti di promozione e di pubblicità di questi strumenti va nella stessa direzione delle norme che stiamo elaborando.

Per quanto riguarda le disposizioni tributarie, la mia impressione è che buona parte dei provvedimenti di tipizzazione dei fondi nel nostro paese venga realizzata non tanto sulla base di una valutazione dell'utilità dello strumento quanto con l'obiettivo di prevedere nuovi incentivi fiscali per detassare il risparmio. Ciò è tipico della nostra esperienza: i fondi pensione, per esempio, vengono concepiti esclusivamente come detassazione dei redditi più alti. Ciò ripropone il problema dell'uniformità della tassazione dei redditi da capitale.

Nella mia proposta di legge era previsto un incentivo iniziale ed una situazione a regime corrispondente a quella che dovrebbe applicarsi per le plusvalenze. Il fondo continua ad accumulare, diventa sempre più florido e ad un certo momento deve distribuire gli utili; a questo punto tassare le plusvalenze sulla base del valore nominale può essere eccessivo.

PRESIDENTE. Potrebbe « apparire » eccessivo !

VINCENZO VISCO. Personalmente anch'io sarei contento se mi restituissero il 40 per cento di tasse che mi vengono trattenute sullo stipendio, ma il problema che dobbiamo porci è quale sia la tassazione più opportuna per le plusvalenze. Il relatore ed il Governo hanno scelto di detrarre le plusvalenze tassando il patrimonio, cioè hanno ripetuto la scelta adottata per i fondi aperti, detassando ulteriormente. Considerato che la tassazione dei guadagni da capitale è disastrosa, non credo sia il caso di condurre una battaglia specifica su tale questione, salvo proporre altre soluzioni e votare contro questa proposta.

Vorrei richiamare l'attenzione del sottosegretario De Luca sulla delega conferita al Governo con la legge n. 408 per riordinare i fondi aperti; poiché non sappiamo se e come la eserciterà, potremmo includervi anche il riordino dei fondi chiusi e discuterne complessivamente piu avanti.

Si riproporrà poi il problema di fondo che mi ha sempre visto contrapposto al Governo in materia di mercati finanziari, cioè la questione relativa ai soggetti chiamati a vigilare sulla materia, dal momento che è da escludere nel modo più assoluto che essa sia di competenza della Banca centrale. poiché si tratta di strumenti finanziari che servono ad un gruppo limitato di investitori disposti ad assumersi rischi molto forti, è necessario che sia opportunamente garantita la corretta gestione di quei fondi. Non si tratta, però, di una materia che può essere affrontata con la logica tipica che segue la Banca centrale di controllo sui mercati finanziari. Ritengo, pertanto, che l'articolo 4 vada interamente riscritto.

Nel ringraziare il Governo ed il relatore per aver accolto nel provvedimento in esame molti punti che formavano oggetto della mia proposta di legge, sottolineo la necessità di stabilire i termini per la presentazione degli emendamenti – quasi esclusivamente di carattere tecnico – da esaminare nell'ambito di un comitato ristretto.

STEFANO DE LUCA, *Sottosegretario di Stato per le finanze.* Come è già stato accennato nell'intervento dell'onorevole Visco, voglio far rilevare che la materia che stiamo trattando con il provvedimento in esame risulta disciplinata, e comunque contenuta, in parte nella legge comunitaria n. 428 del 1990, in parte nella legge n. 408 del 1990. Esprimo pertanto la mia preoccupazione per il rischio di eventuali discrasie e sottolineo la necessità di procedere in modo organico e coordinato nell'attività legislativa, senza che ciò comporti la sospensione della discussione dei provvedimenti all'ordine del giorno.

PRESIDENTE. Ritengo anch'io che al termine della seduta si debba procedere alla nomina di un comitato ristretto nell'ambito del quale coordinare le norme del provvedimento in esame sia dal punto di vista degli emendamenti, sia da quello della congruità in ordine all'esercizio della delega che è stata adesso con correttezza richiamata dal sottosegretario per le finanze, onorevole De Luca.

Nessun altro chiedendo di parlare, dichiaro chiusa la discussione sulle linee generali.

PUBLIO FIORI, *Relatore.* Anzitutto, prendo atto della sostanziale concordanza politica che è venuta a registrarsi sull'impostazione della materia in esame. Mi è parso, infatti, che siano stati manifestati consensi di fondo con osservazioni giuste ed interessanti che il relatore ha intenzione di prendere in considerazione stante il loro significato tecnico e politico. Propongo anch'io la costituzione di un comitato ristretto in seno al quale trasformare in emendamenti, possibilmente unificati, le osservazioni a cui mi sono poc'anzi riferito.

MAURIZIO SACCONI, *Sottosegretario di Stato per il tesoro.* Poiché in sede di comitato ristretto torneremo sulle osservazioni tecniche che sono state avanzate al testo

in esame, mi limito adesso ad osservare, in primo luogo, come con questo provvedimento si intervenga in termini diversi rispetto al precedente, se non altro perché molto tempo è trascorso dall'originale iniziativa in materia. Si è trattato di un tempo nel corso del quale il Parlamento ha poco lavorato su questa specifica materia, ma è anche vero che numerose sono state le occasioni di riflessione sulla stessa, ed è quindi logico che oggi se ne debba tener conto.

In tutti i dibattiti fin qui svoltisi – mi riferisco, in particolare, a quello in cui sono intervenuti i potenziali organizzatori di fondi chiusi – è emerso che non si tratterà di strumenti rivolti alle attività reali ad alto contenuto innovativo, quanto a porre le premesse per rendere più trasparenti le imprese medie e piccole nel senso del superamento della loro dimensione esclusivamente familiare, favorendone la crescita e l'apertura al capitale esterno, in una fase che è già di cambio generazionale.

Il fondo chiuso è assimilabile ad una banca d'affari: raccoglie denaro e lo convoglia verso attività reali svolte da società non quotate. Il problema che abbiamo di fronte è quello di garantire stabilità all'economia reale (da qui la scelta della irredimibilità. delle quote) ed agli operatori finanziari. Vi è poi un problema di trasparenza, nel senso di consentire al risparmiatore di conoscere l'economia reale sottostante, non diversa, però, dalla trasparenza cui ha diritto un risparmiatore che possieda titoli di una società quotata appartenente ad un gruppo del quale, fino a pochi giorni fa, non poteva conoscere il consolidato.

Per quanto riguarda la vigilanza, la scelta di un regime analogo a quello vigente per i fondi comuni mi pare corretta e non sono convinto che debba essere accresciuto il ruolo della CONSOB a scapito di quello della Banca d'Italia; trattandosi di un fondo che non tratta titoli quotati ma agisce essenzialmente con società non quotate, non mi pare si possa pensare ad una soluzione diversa rispetto a quella dei fondi comuni. Anche questo aspetto, comunque, non deve essere ragione di discussioni ideologiche.

Giudico invece interessante la proposta di elevare a 200 milioni l'ammontare minimo della sottoscrizione.

Per quanto riguarda la parte fiscale, vorrei sottolineare che essa effettivamente rappresenta la ragione della norma.

VINCENZO VISCO. Questo è molto grave; io lo avevo affermato in modo polemico !

MAURIZIO SACCONI, *Sottosegretario di Stato per il tesoro*. Il problema fiscale rappresenta la ragione economica di questa normativa volta ad attivare un ulteriore strumento nei confronti dell'economia reale; non dimentichiamo che nei giorni scorsi la Camera ha varato con lo stesso scopo la legge sulle società finanziarie per l'innovazione. Bisogna cercare il modo migliore di coordinare questa normativa con quelle riferite alle agevolazioni in generale ed ai fondi comuni di investimento.

PRESIDENTE. A seguito delle richieste avanzate nel corso del dibattito, propongo la costituzione di un comitato ristretto.

Se non vi sono obiezioni, rimane così stabilito.

(Così rimane stabilito).

Mi riservo di nominare i componenti il Comitato ristretto sulla base delle designazioni dei gruppi.

Il seguito della discussione è rinviato ad altra seduta.

La seduta termina alle 10.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO STENOGRAFIA DELLE COMMISSIONI ED ORGANI COLLEGIALI

DOTT. LUCIANA PELLEGRINI CAVE BONDI

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

DOTT. PAOLO DE STEFANO

Licenziato per la composizione e la stampa dal Servizio Stenografia delle Commissioni ed Organi Collegiali il 22 maggio 1991.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO