

SENATO DELLA REPUBBLICA

————— V LEGISLATURA —————

(N. 857 *Urgenza* e 361-A)

RELAZIONE DELLA 5^a COMMISSIONE PERMANENTE

(FINANZE E TESORO)

(RELATORE BELOTTI)

SUI

DISEGNI DI LEGGE

Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare (n. 857)

presentato dal Ministro del Tesoro

dal Ministro delle Finanze

dal Ministro di Grazia e Giustizia

di concerto col Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato

NELLA SEDUTA DELL'8 OTTOBRE 1969

E

Disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare (n. 361)

d'iniziativa dei senatori BELOTTI, COLLEONI e SEGNANA

COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 5 DICEMBRE 1968

Comunicata alla Presidenza il 23 gennaio 1970

ONOREVOLI SENATORI. — Nella stesura della presente relazione per l'Assemblea ho ritenuto opportuno seguire lo stesso metodo adottato per lo schema di relazione introdotto alla discussione in sede referente in Commissione legislativa Finanze e Tesoro; metodo apprezzato da tutti i colleghi della Commissione, pur nella diversità delle valutazioni politiche, come utile alla disamina della situazione ambientale, all'approfondimento dei complessi problemi « a monte » del provvedimento in discussione e alla individuazione delle caratteristiche determinanti per una configurazione, in sede legislativa, dei « fondi comuni di investimento » tale da garantire ad essi, per quanto è possibile nel delicato momento economico-politico che stiamo attraversando, quel minimo di operatività e di efficacia che il legislatore deve responsabilmente perseguire.

Ho inteso cioè far risaltare la necessità di rompere, col provvedimento in discussione, l'immobilismo di attesa di « soluzioni globali », di necessarie ma ritardate riforme di struttura, per così dire, « in controluce », attraverso un esame preliminare dei punti nodali della situazione attuale del nostro mercato finanziario e la disamina approfondita dei maggiori problemi « a monte » dell'istituto che l'iniziativa governativa mira a introdurre e disciplinare. Non è chi non veda, infatti, come l'immobilismo attendistico causato dalla lunghezza pregiudizievole dell'iter parlamentare della duplice riforma del diritto societario e del sistema tributario abbia determinato un clima di incertezza nella nostra economia produttiva, già minacciata da un processo di asfissia finanziaria per carenza di capitali di rischio, a scapito degli investimenti delle imprese, garanti della continuità della produzione e della occupazione, e quindi del saggio di sviluppo economico del paese; immobilismo particolarmente grave, in regime di « economie aperte », di fronte al progresso tecnologico e alla concorrenza internazionale.

Il fatto che — da anni, ormai — l'Italia sia rimasta l'unico tra i paesi aderenti al Mercato Comune tuttora privo, nonostante le sollecitazioni della dottrina e della esperienza

internazionale, dell'istituto per l'investimento fiduciario del risparmio in valori mobiliari di rischio, impone al legislatore di provvedere senza ulteriore indugio a mettere l'Italia in condizioni di parità e di competitività rispetto agli altri paesi dell'area comunitaria.

È fuori dubbio che l'Italia arrivi in ritardo al traguardo dei « fondi comuni ». Questo non costituisce, tuttavia, un valido motivo di rinuncia a competere, soprattutto nell'area comunitaria, nel settore degli investimenti, anche indiretti, del risparmio in valori di rischio, con l'ausilio di strumenti idonei postulati dall'articolo 47 della Costituzione.

La delicatezza del momento economico-politico che stiamo attraversando esige una politica nuova, coraggiosa, coordinata di incentivazione degli investimenti produttivi in proporzioni tali da consentire alle imprese di fronteggiare l'ondata delle rivendicazioni salariali attraverso l'aumento della produttività, perchè le conquiste sindacali in sede di contrattazioni collettive non risultino vanificate, o, peggio, mortificate al livello di una beffa dall'insorgere della spirale inflazionistica, iniqua soprattutto perchè a danno dei lavoratori e dei risparmiatori. Tuttavia, l'aumento della produttività non appare conseguibile se non lungo le direttrici del progresso tecnologico e dell'efficienza organizzativa, le quali a loro volta esigono disponibilità sempre maggiori di capitali di rischio.

In Commissione Finanze e Tesoro alcuni colleghi hanno affacciato il dubbio che l'esigenza — concordemente affermata e ribadita nel Progetto '80 e nel 2° Programma comunitario della CEE — di correggere senza indugio l'attuale forte squilibrio, nell'economia italiana, tra indebitamento di impresa e capitale proprio, o capitale di rischio, abbia assunto un carattere troppo categorico, troppo « dogmatico ». Una tale perplessità non può essere indotta se non da una minore considerazione dei limiti propri dell'indebitamento. Un limite giuridico, anzitutto. Il finanziamento con capitale di terzi sotto forma di emissione di obbligazioni da parte delle società per azioni, secondo il dettato

dell'articolo 2410 del codice civile, non può superare l'importo del capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato (salvo garanzie ipotecarie o di altra natura precisate nell'articolo). Un limite *economico*, inoltre, nel senso che il costo del finanziamento deve essere inferiore al rendimento degli investimenti finanziati. Nel caso dei mutui bancari, il limite economico è anche più rigoroso, dal momento che gli istituti di credito esigono un rapporto più ristretto tra patrimonio sociale ed esposizione debitoria: rigoroso al punto da rendere spesso proibitivo il ricorso al credito bancario, proprio nei momenti critici della vita delle imprese produttive.

Il finanziamento per indebitamento conferisce ai creditori il diritto a un interesse in misura predeterminata, dovuto indipendentemente dal risultato economico dell'esercizio. Con le emissioni obbligazionarie gli azionisti della società emittente assumono, in definitiva, a proprio carico la parte di rischio del capitale degli obbligazionisti, coi riflessi inevitabili sui corsi dei titoli azionari, già influenzati dalle curve di rendimento e dall'andamento del mercato.

In sintesi, il ricorso al capitale di terzi non può aumentare se non aumenta in pari tempo il patrimonio proprio dell'impresa, ed entro i limiti di tale aumento. Infine, il finanziamento — sia obbligazionario che bancario — comporta una scadenza prefissata per il rimborso dei capitali presi a prestito, oltre all'onere fisso per gli interessi: due condizioni rigide che non si verificano nel caso del capitale proprio. L'indebitamento, cioè, « irrigidisce » la gestione amministrativa delle imprese, proprio in epoca in cui lo sviluppo tecnologico — che procede a ritmo vertiginoso — esige continui balzi in avanti degli investimenti produttivi.

Sono queste le ragioni che postulano la priorità delle risorse interne (capitale proprio ed autofinanziamento, o risparmio di impresa) nel finanziamento degli immobilizzi tecnologici. Né può essere sottovalutato il fatto, allarmante — rilevato dall'OCSE a conclusione di particolari indagini sulla situazione dell'economia italiana — che, « nell'ambito dei paesi industrializzati dell'occi-

dente europeo, l'Italia è quello nel quale più basso è il tasso di autofinanziamento delle imprese ».

Altri colleghi hanno sollevato, in Commissione, la grossa questione relativa all'efficacia della manovra monetaria e creditizia nel controllo dell'inflazione e nei riflessi sulla liquidità del sistema.

Esula dai compiti del relatore affrontare una questione del genere, già ampiamente lumeggiata nei suoi aspetti generali dal ministro del Tesoro nelle sue recenti documentate esposizioni al Senato e alla Camera.

È chiaro, comunque, che la stabilità del metro monetario richiede, per sé, un assiduo controllo dell'offerta dei mezzi di pagamento. Ma è altrettanto certo che la leva creditizia, col suo effetto di compressore, agisce sulla liquidità del sistema, e quindi sulla domanda globale (per investimenti e consumi, ma soprattutto sulla domanda per investimenti) in senso deflazionistico: perciò la leva creditizia manovrata energicamente non può non agire negativamente sul livello della produzione e della occupazione. Questa considerazione, ormai pacifica nella prevalente dottrina, acquista particolare rilievo nel caso dell'Italia, ove la politica monetaria e creditizia si è dimostrata piuttosto scarsa di ammortizzatori quando opera in senso restrittivo. Si aggiunga che il compressore è destinato a entrare in funzione proprio nel periodo in cui le imprese, per il sopraggiunto aumento dei costi (in conseguenza dell'aumento dei salari, dello scatto della scala mobile, oltre che degli oneri aggiuntivi imposti dall'operatore pubblico a copertura delle spese di emergenza), avrebbero bisogno di maggiore liquidità: la stenosi della valvola dell'ossigeno bancario non può non influire negativamente sullo sviluppo della loro attività produttiva.

Numerosi colleghi, infine, hanno lumeggiato in Commissione le loro non sempre concordi opinioni e valutazioni sull'assillante problema del deflusso del risparmio interno verso l'estero, espresso in termini giornalistici come fenomeno della « fuga dei capitali ». La divergenza di opinioni in proposito

non è che un riflesso della varietà di opinioni in campo dottrinale e politico-operativo. Si è accesa infatti, in questo periodo, una disputa tra economisti per stabilire se la « fuga dei capitali » abbia in effetti un risultato inflazionistico o deflazionistico. C'è chi sostiene che l'esportazione di capitali agisce in senso deflazionistico, perchè riduce la quantità di moneta in circolazione, anche se finisce per incidere più sugli investimenti che sui consumi; e c'è chi — a mio avviso, più concretamente — ritiene comunque rovinosa l'esportazione di capitali in fase di disavanzo della bilancia dei pagamenti, come fattore di compressione del potenziale finanziario interno, come causa di entrata in funzione del compressore creditizio, come impulso all'aumento dei saggi di interesse, dei costi, dei prezzi, e quindi come impulso al processo inflazionistico.

A mio giudizio, non è revocabile in dubbio che un sensibile aumento del costo del lavoro, per se stesso inflazionistico quando non abbia per corrispettivo un aumento proporzionale della produttività globale, abbia un effetto negativo sulla stabilità del sistema assai maggiore quando il sistema stesso è indebolito da emorragie delle risorse finanziarie interne.

D'altra parte, ammesso che la politica di difesa del risparmio non può fare miracoli ove si persistesse, per ragioni politiche, a non consentire, nel quadro di tutta una politica di ristrutturazione e di rianimazione funzionale del nostro mercato azionario, l'introduzione dei « fondi comuni » italiani in condizioni operative e fiscali idonee a garantire ad essi un minimo di competitività, sarebbe inevitabile, in regime di « economie aperte », la continuità del rovinoso fenomeno.

In Commissione Finanze e Tesoro non è mancato il rilievo che l'attrattiva, l'appetibilità dei « fondi » esteri nelle prospettive di investimento del risparmio interno siano da attribuirsi, più che all'intento di sottrarre il risparmio ai rischi politici connessi alla problematica situazione interna dell'Italia, alle prospettive di tassi di remunerazione e di incrementi di valor capitale offerte e stre-

nuamente divulgate dalle agguerrite schiere di produttori, o collocatori, di parti di « fondi » stranieri. È fuori dubbio, infatti, che, mentre i tassi reali di rendimento dei titoli azionari italiani nel triennio 1966-1968 hanno oscillato intorno a una media del 4,2 per cento circa (al lordo della cedolare), con leggera tendenza migliorativa nel corso dell'anno 1969, il tasso medio di rendimento reale complessivo dei titoli azionari registrato, ad esempio, sul mercato mobiliare statunitense nello stesso periodo ha oscillato intorno al 7,5-8 per cento (con « punte » di rendimento, peraltro discontinuo, di titoli azionari singoli, che hanno toccato l'11, il 13, il 15 e persino il 19 per cento). Il divario nei parametri di rendimento sul piano competitivo internazionale pone il problema della possibilità di acquisire ai « fondi » italiani aliquote (in proporzioni superiormente stabilite, di volta in volta, in relazione al momento congiunturale ed alle esigenze strutturali della nostra economia) di titoli azionari esteri avvedutamente selezionati, nel duplice intento di migliorare le prospettive di remunerazione delle singole quote di partecipazione, e soprattutto di agevolare — in un mercato mobiliare ristretto ed asfittico come quello italiano — quella vasta distribuzione degli impieghi con la conseguente attenuazione dei rischi che rappresentano la migliore garanzia per i risparmiatori-investitori. Si tratta, in concreto, di elevare — mediante acquisizione di aliquote di titoli azionari esteri più solidamente affermati — il tasso medio di rendimento effettivo delle « parti » di « fondi » italiani dal 4,2 al 6 per cento: a un livello, cioè, sufficiente ai fini della competitività interna (cioè nei confronti degli altri possibili impieghi nell'ambito nazionale) ed esterna (cioè sul piano comunitario). È proprio questo l'obiettivo da perseguire. I piccoli e medi risparmiatori non chiedono di più: nè vogliono affrontare, coi loro risparmi frutto di lavoro, l'alea di avventurose partecipazioni a giochi d'azzardo condotti da organismi speculativi di rango internazionale che operano fuori controllo nell'interesse presunto di ignari risparmiatori-investitori soprattutto stranieri.

Va infatti richiamato e ribadito che non i grossi capitalisti, ma i piccoli e medi risparmiatori, non sottratti ai richiami e alle suggestioni della martellante propaganda dei « fondi » stranieri, hanno bisogno dei « fondi comuni » nazionali: i grossi operatori già sistematicamente inseriti nel mercato internazionale anche in virtù dell'entità della componente estera nella nostra economia produttiva, dispongono di un potenziale organizzativo tale da consentire ad essi di provvedere direttamente a quella selezione degli impieghi ed attenuazione dei rischi che costituiscono il servizio reso dai gestori dei « fondi » ai risparmiatori che investono per loro tramite.

Sono i piccoli e medi risparmiatori che hanno bisogno di operatori intermediari altamente qualificati per gli investimenti in valori di rischio: è, infatti, ad essi particolarmente difficile provvedervi direttamente, proprio per l'impossibilità di un vaglio ponderato degli elementi di giudizio che in sede competente valgono a determinare la scelta di un investimento del genere. È, pertanto, incongruo l'assillo dei « giustizieri fiscali » di sacrificare, nella disciplina tributaria dei « fondi », i piccoli e medi risparmiatori col pretesto di colpire i grossi capitalisti: come se questi potessero essere indotti a desistere dai loro affari nell'ambito internazionale dalla prospettiva di lucrare, in sede fiscale interna, dei benefici relativamente modesti partecipando ai « fondi comuni ».

Il problema delle rettifiche da apportare (mediante idonea ripartizione, anche geografica, degli impieghi e dei rischi di portafoglio) ai tassi medi di rendimento azionario, allo scopo di rendere competitivi gli istituendi « fondi comuni » ai livelli interno ed internazionale, non è un problema di facile soluzione. Esso comporta tutta una politica di interventi regolatori affidati ai pronti riflessi della « mano pubblica » nelle mutevoli situazioni congiunturali; una politica di equilibrio dinamico nella ripartizione del risparmio tra impieghi pubblici e privati secondo gli indirizzi della programmazione e le esigenze connesse all'andamento della bilancia dei pagamenti. L'introduzione dei « fondi comuni » rende pertanto più acuta l'esigenza

di una revisione accurata dei poteri e degli strumenti propri della vigilanza pubblica sui canali collettori del risparmio per l'investimento in capitali di rischio, perchè essa sempre meglio risponda a quei requisiti di agilità, di aderenza, di tempestività, in difetto dei quali la tutela del risparmio riuscirebbe, di fatto, vanificata.

Il problema del miglioramento delle prospettive di remunerazione delle « parti » degli istituendi « fondi comuni » è, anzitutto, complicato dal fatto che il tasso reale di rendimento medio dei titoli azionari italiani (4,2 per cento circa) figura conseguito in tempi di quotazioni di borsa alquanto depresse, proprio in relazione al perdurante sottosviluppo della borsa valori in Italia: auspicabili massicce acquisizioni di titoli italiani da parte di « fondi » sia nazionali che stranieri (in relazione al criterio di reciprocità della percentuale di investimento), provocando consistenti rialzi dei corsi azionari italiani, influirebbero in senso diminutivo del tasso medio di rendimento azionario. (Né può, ragionevolmente, prevedersi un adeguato influsso compensativo in proposito, derivante da prospettive di sostanziosi aumenti del livello dei dividendi distribuiti dalle aziende italiane).

In secondo luogo, il recente vigoroso rilancio del « reddito fisso » (attuato, tra l'altro, con emissione di obbligazioni IMI al tasso di reddito effettivo del 7,90 per cento; e col prestito obbligazionario lanciato dalla Banca Nazionale del Lavoro ad analogo tasso di rendimento effettivo) ha finito per acuire, di riflesso, i problemi congiunti dell'equilibrio tra reddito fisso e reddito variabile, tra indebitamento e capitale di rischio.

Terzo e più immediato fattore di complicazione del problema è rappresentato dalle spese di gestione del « fondo » (spese di amministrazione, oneri per analisi aziendali, per ricerche di mercato, per consulenze esterne utili ad orientare il processo decisionale della scelta degli investimenti; provvigioni di compravendita dei titoli, costi dei servizi della banca depositaria, eccetera) e dalle perdite eventuali sui movimenti di portafoglio. Tutti questi elementi in giuoco rendono pressochè impossibile riprodurre in termini di

remunerazione ai partecipanti la media ponderata dei tassi reali di rendimento dei vari titoli azionari inclusi nel « ventaglio ».

Il fattore compensativo di maggiore portata alle remore imposte dagli oneri di gestione alla massimizzazione del reddito in termini di « dividendi » da erogarsi ai partecipanti, è comunque rappresentato, nella esperienza dei « fondi comuni » sul piano mondiale, dagli incrementi del valore capitale degli investimenti (*capital gains*), al punto da giustificare l'esistenza di « fondi » cosiddetti « di accumulazione », che, di regola, non distribuiscono utili ai partecipanti (sotto forma di dividendi e di lucri di negoziazione) fino a che le riserve contabili palesi non abbiano raggiunto una data proporzione rispetto al capitale della società di gestione, o rispetto alla consistenza globale del « fondo »: secondo una priorità di valori che antepone la stabilità, la sicurezza del valor capitale degli impieghi ai parametri della redditività immediata.

Per concludere queste premesse, suggerite dalla discussione generale in Commissione Finanze e Tesoro, il relatore deve riconoscere di non avere constatato, negli stessi interventi dei colleghi dell'opposizione di sinistra, un rifiuto aprioristico dell'istituto dei « fondi comuni »: anche se alcuni di essi hanno voluto amplificarne la portata e distorcerne la funzione al punto di ravvisarvi, secondo la loro consueta ottica politica, un nuovo centro di potere eretto sul privilegio fiscale.

Condivisa da tutti è sembrata la preoccupazione che la maggiore distribuzione di reddito a favore dei lavoratori, connessa agli aumenti salariali concordati nell'autunno sindacale, non risulti vanificata da un incontrollato aumento dei prezzi, indotto da una caduta degli investimenti (e quindi della produttività), da un accelerato deflusso dei capitali verso l'estero, da nuove « strette creditizie » con effetti recessivi sulla produzione e sulla occupazione.

Già nel secondo semestre del 1969 (più esattamente dal settembre in poi), il forte disavanzo della bilancia dei pagamenti (che ha toccato gli 850 miliardi contro un saldo

attivo di 437 miliardi nel corrispondente periodo dell'anno precedente) è avvenuto in coincidenza col più alto aumento dei prezzi all'ingrosso registrato dal 1951 in poi e con un vuoto di produzione industriale senza precedenti (valutabile in circa 1.000 miliardi) per ore di lavoro perdute in seguito agli scioperi ed alla sopraggiunta epidemia influenzale: tensioni di vario genere che hanno inciso negativamente sul processo di formazione del reddito nazionale e sulle prospettive di sviluppo economico.

Il fatto che il disavanzo considerevole della bilancia dei pagamenti sia dovuto in larga parte al saldo passivo dei movimenti di capitale, ripropone in termini drammatici il problema della crescente esportazione di capitali, in un momento in cui gli effetti negativi congiunti della rallentata produzione e dei maggiori oneri salariali imporrebbero come salvaguardia contro la recessione e le insidie inflazionistiche una piena ripresa della espansione competitiva, non realizzabile senza i capitali necessari agli investimenti di ogni tipo.

Bene a ragione, dunque, il ministro del Tesoro, dopo una diagnosi realistica della situazione, ha rappresentato al Parlamento la necessità di una terapia immediata, chiara e coraggiosa, fatta di scelte politiche ineludibili.

Per ridurre il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti attraverso una sensibile riduzione della esportazione netta di capitali, non servono le « grida » di manzoniana memoria: occorre tutta una politica di rimedi organici (e non solo contingenti e di ridotta portata) e di strumenti organici, massimi tra i quali l'esperienza internazionale ha, da decenni ormai, ravvisato i cosiddetti « investitori istituzionali », e, tra essi, i « fondi comuni di investimento ».

L'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, derivata dalla OEEC), nel suo rapporto sul mercato dei capitali pubblicato a Parigi nel 1967, dopo aver posto in evidenza il fatto che la « politica del risparmio » costituisce l'architrave di una sana politica di sviluppo, al punto che il tasso di sviluppo con relativa lievitazione dei redditi *pro capite*, in regime di

stabilità monetaria, non può non essere subordinato alle caratteristiche quantitative e qualitative del risparmio in via di accumulazione, ha tracciato il quadro comparativo delle politiche, sul piano mondiale, intese a incoraggiare il risparmio e ad orientare gli investimenti con l'ausilio delle strutture finanziarie specializzate. Non si può dire che l'Italia figuri, nel rapporto dell'OCSE, in materia di politica del risparmio e degli investimenti, in una situazione pari al suo posto di sesta potenza industriale del mondo. Il ritardo dell'Italia in materia di incentivazione del risparmio e di propulsione degli investimenti è riconducibile al fatto — lamentato a chiare note dal professor Dell'Amore nel suo discorso del novembre 1968 celebrativo della Giornata Mondiale del Risparmio — che « il nostro paese non è ancora riuscito ad organizzare efficientemente il proprio mercato finanziario, benchè siano stati da tempo individuati i provvedimenti suscettibili di rianimarli e di permettergli di esercitare le essenziali funzioni che esso svolge nei paesi economicamente evoluti ».

La precarietà delle intese politiche di maggioranza ha finora costretto al rinvio sistematico delle maggiori riforme di struttura senza le quali è vano sperare nella efficacia della programmazione; riforme di struttura previste come impegnative nei manifesti elettorali dei partiti di maggioranza e nei programmi dei governi di centro-sinistra.

L'incertezza del momento politico, che aggrava gli ostacoli allo sviluppo del reddito e incide sulla fiducia nella stabilità del sistema, deve al più presto essere superata col contributo volenteroso e responsabile di tutte le forze autenticamente democratiche, perchè, perdurando, costituirebbe l'ostacolo maggiore alla instaurazione di un clima psicologico favorevole al risparmio e all'investimento.

Gli osservatori stranieri meglio informati sono concordi nel ritenere che l'Italia, fortemente progredita nello sviluppo industriale, è rimasta gravemente arretrata nelle strutture finanziarie. Il posto dell'Italia tra le potenze industriali del mondo deve indurre a profondi mutamenti nelle nostre strutture tradizionali. Bisogna aprire gli oc-

chi sulle nuove realtà nell'ambito comunitario e nel più vasto ambito mondiale; bisogna superare, con chiare assunzioni di responsabilità politiche, la vecchia visione nazionale dei problemi per aprirsi alle esigenze di competitività connesse al nostro inserimento in un regime di « economie aperte »; bisogna evitare la celebrazione, a parole, del valore economico e morale del piccolo e medio risparmio familiare ed auspicarne, sempre a parole, l'investimento diretto e indiretto in capitali di rischio a garanzia della continuità della produzione e della occupazione, per poi costringerlo, in definitiva, all'esodo, o alle tosature monetarie, o alla ghigliottina fiscale.

L'esempio della *soziale Marktwirtschaft* instaurata dal 1959 in poi dalla Repubblica Federale Tedesca dimostra come una politica di effettiva incentivazione del risparmio familiare in regime di sviluppo del reddito e di stabilità dei prezzi, pur nella controversa efficacia di talune singole provvidenze, abbia potuto contribuire a un livello di investimenti superiore ad ogni altro nell'area comunitaria. Una politica del genere apparirà tanto più consigliabile anche in casa nostra, in relazione alle previsioni formulate dagli esperti, in base alle quali a partire dal 1970 l'incremento generale dei consumi prevarrà ulteriormente su quello dell'accumulazione (con intuibili ripercussioni sul processo di sviluppo); e in relazione all'altro fatto, più determinante, che negli anni prossimi il nostro, come gli altri paesi dell'area comunitaria, dovrà fare assegnamento per i fabbisogni di capitale solo sulle proprie risorse di risparmio, dal momento che i flussi di fondi provenienti da oltre oceano non saranno più disponibili, a causa delle misure adottate dalle autorità statunitensi a difesa della propria bilancia dei pagamenti.

Tutte queste ragioni e considerazioni devono indurre il Parlamento a rompere l'immobilismo di attesa di « soluzioni globali », sempre auspicabili ma non più oltre invocabili a remora del provvedimento in discussione.

Un pericolo si profila, contro il quale il relatore sente il dovere di mettere in guardia fin dall'inizio: quello di considerare i

« fondi comuni » come una specie di « vangelo dell'azionariato popolare »; e, nel contempo, come una panacea per tutte le imperfezioni del nostro mercato finanziario.

I « fondi comuni », isolatamente considerati, rischierebbero di essere come gracili fiori di serra che accendono illusioni e provocano delusioni: la loro efficacia sarà tanto più sicura se la loro introduzione non andrà disgiunta da tutta una politica, ardua e coordinata, di ristrutturazione e di animazione funzionale del nostro mercato finanziario.

Perciò, è parso al relatore opportuno far precedere all'esame dei capisaldi dello schema governativo e degli emendamenti di rilievo maggiore proposti dalla Commissione all'Assemblea un esame obiettivo dei punti nodali della situazione attuale del nostro mercato finanziario e la disamina approfondita dei maggiori problemi « a monte », che condizionano le prospettive di successo, nell'area nazionale, degli istituendi « fondi comuni di investimento ».

I

PUNTI NODALI DELLA SITUAZIONE ATTUALE DEL NOSTRO MERCATO FINANZIARIO.

Il ministro del Tesoro e le autorità monetarie che collaborano con lui hanno da tempo espressa la loro preoccupazione per il sottosviluppo del mercato interno dei valori di rischio, coi suoi riflessi negativi sulle possibilità di finanziamento degli investimenti delle imprese produttive, e quindi sulla continuità della produzione e della occupazione, aggravati dalle esigenze connesse allo sviluppo tecnologico e alla concorrenza internazionale.

A loro giudizio, la carenza di capitale di rischio è indotta congiuntamente dall'inaridimento del risparmio di impresa (autofinanziamento) e dall'atrofia dei canali di finanziamento azionario, a sua volta attribuibile alla mancanza in Italia di robuste schiere di « investitori istituzionali » e alla ritrosia del risparmio individuale nei confronti dell'investimento diretto in titoli azionari.

La diagnosi governativa del preoccupante fenomeno, riflesso nel funzionamento asfittico delle nostre borse valori e nel fenomeno rovinoso del deflusso del risparmio verso l'estero, attribuisce la grave strozzatura a due cause principali: « i disincentivi fiscali e la carenza di strumenti finanziari ». E chiama in causa il Parlamento, per indurlo a contribuire senza indugio, nella sua alta competenza legislativa, alla attenuazione, se non alla rimozione, delle cause di inefficienza del nostro mercato mobiliare attraverso l'adozione — con idonee provvidenze legislative — di rimedi organici, e non solo contingenti e di ridotta portata (peraltro, in parte, già messi in atto sul piano amministrativo).

Due, quindi, sono le cause principali della situazione abnorme venutasi a creare in Italia nel mercato dei capitali di rischio (cause che il Parlamento è chiamato a considerare per contribuire alla loro attenuazione, se non addirittura alla loro rimozione): la presenza di disincentivi fiscali e la carenza di strumenti finanziari.

La diagnosi governativa è seguita dalla prognosi: « Condizione necessaria perchè si riduca il deflusso verso l'estero del risparmio interno è la introduzione nella legislazione italiana delle "azioni di risparmio" e dei "fondi comuni di investimento", con l'applicazione alle une e agli altri di un regime tributario analogo a quelli vigenti nei mercati con i quali il nostro ha più diretti contatti ».

Non va dimenticato infatti che, sul piano europeo, viviamo in regime di « economie aperte » nell'ambito della economia di mercato: il che fa assumere carattere determinante alla esigenza della competitività.

Il ministro del Tesoro onorevole Colombo, lamentando nella passata legislatura « il mancato accordo politico sul tema specifico dei "fondi comuni" e su quello, più generale, della riforma delle società per azioni », ne ha ravvisato la causa nel « contrasto fra una concezione legislativa prevalentemente ancorata a una visione nazionale e l'esigenza, fattasi più pressante, di aprirsi, anche sotto questo profilo, a una concezione più ampia, che tenga conto del nostro inserimento più organico nel sistema internazionale ».

A sua volta, l'Assonime (Associazione fra le società italiane per azioni), nella relazione all'assemblea del 26 giugno 1969, ha lumeggiato la situazione densa di pericoli involutivi, causata da « un processo, in atto, di asfissia finanziaria » che si ripercuote soprattutto sulle « possibilità di finanziamento degli investimenti delle imprese produttive ». La « strozzatura », resa più grave dallo sviluppo tecnologico e dalla concorrenza internazionale, è dovuta a carenza di capitale di rischio, ed è indotta congiuntamente dall'inaridimento del risparmio di impresa (autofinanziamento) e dall'atrofia dei canali di finanziamento azionario. Le stesse provvidenze dirette a incentivare gli investimenti (come quelle recate dal decreto-legge n. 918 del 1968), pure apprezzabili e perfino inevitabili, con le loro agevolazioni finanziarie e fiscali intese a facilitare il reperimento di capitali di credito, si risolvono in definitiva nel peggioramento dello squilibrio tra indebitamento e capitali propri, costituendo un indiretto incentivo all'indebitamento, senza rendere meno difficile il reperimento di capitali di rischio.

L'Assonime, nella relazione citata, mette in evidenza i risultati concordanti delle indagini svolte dall'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, derivata dall'OECE) e dalla Banca d'Italia, secondo i quali, *nell'ambito dei paesi industrializzati dell'occidente europeo, l'Italia è quello nel quale più basso è il tasso di autofinanziamento delle imprese.*

Rimane quindi nel cielo delle astrazioni il complesso dei richiami contenuti nel « Progetto '80 » (« Rapporto preliminare al Programma economico nazionale 1971-1975 ») alla « importanza essenziale dell'autofinanziamento nel quadro globale delle esigenze basilari del nostro sistema economico » e alla « necessità di tenere sotto controllo i fattori strutturali che tendono a contrastarlo ».

Già il « Programma economico nazionale per il quinquennio 1966-1970 » ha visto naufragare nella realtà i suoi moniti contro i pericoli « di inaridire le fonti della formazione del risparmio volontario e di scoraggiare le prospettive di investimento » con « una pressione pubblica sul risparmio spinta al

di là di certi limiti » (paragrafo 48) e di comprimere « gli investimenti pubblici e privati a causa di una abnorme lievitazione delle spese correnti, che vanno rigorosamente contenute, per non essere costretti ad esercitare, anche a causa di esse, una pressione eccessiva sul mercato finanziario » (paragrafi 45, 251).

« In contrasto con queste direttive — commenta l'Assonime —, il ricorso pubblico al mercato del risparmio ha raggiunto nel frattempo livelli imponenti, di un ordine di grandezza ben superiore al livello medio annuo previsto nel Programma ».

Il fatto poi che il Progetto '80 non abbia ribadito quelle direttive, e non abbia comunque preso posizione su un tema così cruciale, potrebbe essere interpretato come manifestazione implicita di rinuncia ad ogni azione di contenimento del fenomeno.

Il 2° Programma comunitario di politica economica a medio termine, recentemente approvato dal Consiglio dei ministri della CEE (capitolo VI, paragrafo 19), mette realisticamente in luce la grave menomazione concorrenziale (che si risolve in una sostanziale preclusione) delle imprese private sul mercato dei capitali, rispetto agli emittenti pubblici:

« L'inferiorità competitiva delle imprese « private sul mercato dei capitali, rispetto « agli emittenti pubblici, deriva, oltre che « dalla minore sensibilità di questi ultimi al « fattore "costo" del finanziamento, anche « dal fatto che essi vengono a beneficiare di « vantaggi (esoneri fiscali, posto privilegiato « nel calendario generale delle emissioni, garanzia di inserzione automatica nei portafogli degli investitori istituzionali) che ne « facilitano il collocamento; oltre, naturalmente, a quelli derivanti dalla maggiore « sicurezza offerta e dalla politica di controllo dei tassi di interesse ».

La presa di posizione del 2° Programma comunitario, relativa alla radicale discriminazione a favore dei titoli emessi dalle pubbliche amministrazioni è valida anche e soprattutto per l'Italia, ove la carenza di autofinanziamento e le menomate possibilità di ricorso al mercato obbligazionario acui-

scono l'esigenza di rianimazione del mercato azionario, dalla cui atrofia attuale discende la « strozzatura » degli investimenti per anemia di capitale di rischio.

Per avere un'idea della forte contrazione dei volumi delle emissioni azionarie in Italia nel settennio 1962-1968 basti precisare che, secondo le rilevazioni della Banca d'Italia e considerando gli aumenti singoli di capitale non inferiori a 20 milioni di lire, per le società non quotate in borsa la contrazione è stata del 64 per cento circa (dai 536 miliardi del 1962 ai 193 miliardi del 1968); per le società quotate in borsa la contrazione degli aumenti di capitale si è aggirata attorno all'83 per cento (dai 539 miliardi del 1962 agli 87,5 miliardi del 1968). [Il divario di comportamento nei due settori aziendali è, probabilmente, dovuto al fatto che le società non quotate, avendo proprietà azionarie tendenzialmente concentrate ed attuando aumenti di capitale di minori dimensioni rispetto a quelli delle aziende di grandi dimensioni — tipicamente quotate in borsa —, sono meno esposte, nelle loro emissioni, alle alee di mercato].

I risultati dell'indagine trovano conferma nelle rilevazioni della Mediobanca, relative all'ammontare globale del danaro fresco richiesto agli azionisti da 130 società quotate nelle borse italiane: dai circa 180 miliardi richiesti nel 1962 si è passati agli 11 miliardi e 500 milioni nel 1967. Nel periodo considerato, gli aumenti di capitale gratuito, per le aziende quotate in borsa, sono discesi dai 222 miliardi del 1962 ai 21 miliardi del 1968.

Per contro, secondo le rilevazioni della Banca d'Italia, i titoli mobiliari a reddito fisso (capitali di indebitamento) sono passati da 6.846 miliardi di valore nominale complessivo nel 1961 a 21.835 miliardi nel 1968, pari al 70 per cento circa del valore nominale del materiale mobiliare complessivamente in circolazione.

Basta un quadro ambientale come quello dianzi tracciato a grandi linee, per rendersi conto della fondatezza del rilievo formulato da un osservatorio internazionale obiettivo e autorevole come l'OCSE nel suo « Rapporto generale sui mercati dei capitali » recentemente pubblicato. « Il trattamento cui so-

no soggetti in Italia i redditi azionari — afferma l'OCSE — finisce per scoraggiare la sottoscrizione delle emissioni azionarie ».

La discriminazione di trattamento, con effetti distorsivi sul mercato italiano dei capitali, è stata rilevata anche dalla Commissione esecutiva della CEE, nel suo *Memorandum* del 5 marzo 1969 sul mercato comunitario dei capitali, come causa precipua di « movimenti abnormi, in contrasto con i postulati fondamentali della integrazione comunitaria ».

Il Progetto '80 sostanzialmente recepisce i rilievi e i moniti formulati in sede comunitaria sulla precarietà e l'atrofia del mercato italiano dei capitali di rischio, a danno della espansione degli investimenti produttivi postulata dallo sviluppo tecnologico e dalla concorrenza internazionale. Infatti, dopo avere sottolineato la necessità di evitare il flusso a senso unico del risparmio interno verso l'estero, determinato dalla disaffezione del risparmio verso i valori azionari nazionali (n. 147), richiama l'urgenza di *rimedi organici*, e non solo contingenti e di ridotta portata, dal momento che « la scarsità di un'adeguata offerta di strumenti del mercato finanziario, che corrispondano alle preferenze del pubblico, pone seri problemi di controllo della bilancia dei pagamenti in una situazione di integrazione internazionale dei mercati di capitale ».

Tra i rimedi « per loro natura contingenti » vanno comprese le misure restrittive del collocamento di titoli esteri (azioni e parti di fondi di investimento straniera), adottate dalle nostre autorità monetarie in attesa che il Parlamento vari la disciplina dei « fondi comuni » italiani, che lo stesso Progetto '80 considera come il maggiore e il più urgente dei « rimedi organici ».

Concordi, dunque, la diagnosi e la prognosi delle nostre autorità monetarie, dell'Assonime, dell'OCSE, della CEE e dello stesso Progetto '80 nel ravvisare nella carenza di strumenti finanziari e nella menomazione concorrenziale, sotto il profilo fiscale, dei valori azionari rispetto ai titoli di indebitamento pubblici e privati, le cause prime dell'anemia dei capitali di rischio e del deflusso verso l'estero del risparmio interno.

C'è chi ritiene, invece, che l'esodo (legale o clandestino) dei capitali sia da attribuirsi, più che a remore di ordine psicologico (paura del fisco), più che ad allettamenti di tassi altamente remunerativi acquisibili con un « giardinetto » di titoli stranieri, più che ai fattori di vischiosità operanti nel mercato finanziario interno per carenza di strumenti finanziari e debole impulso da parte di investitori istituzionali, al precipuo intento di effettuare investimenti sottratti ai rischi politici connessi alla problematica situazione interna dell'Italia.

Potrebbe essere questo, comunque, un *alibi* comodo per coprire l'ingiustificabile, e cioè il mancato allineamento dell'Italia sulle posizioni da tempo raggiunte, in fatto di strumenti stimolatori degli investimenti di risparmio in capitali di rischio, da tutti gli altri paesi aderenti al Mercato Comune.

C'è anche chi ritiene che un incentivo troppo marcato agli investimenti in valori azionari promossi dai fondi di investimento otterrebbe il solo risultato di un travaso delle azioni già potenzialmente « di risparmio » (cioè non destinate a finalità di controllo aziendale) nei « fondi » stessi, a detrimento dell'elasticità del mercato azionario e senza un nuovo apprezzabile apporto del risparmio al fabbisogno di capitale di rischio (tutto ciò si ridurrebbe, in parole povere, a un banale giuoco di bussolotti). Chi così ragiona, non tiene conto di due dati di fatto non trascurabili, e precisamente:

1) che l'istituto fiduciario di tipo « aperto » che gli schemi legislativi in discussione mirano a introdurre e disciplinare, nella sua politica di promozione dell'impiego mobiliare, è destinato a convogliare verso detto impiego non solo quote di risparmio individuale e volontario che altrimenti troverebbero altre destinazioni, ma anche aliquote più considerevoli di disponibilità esistenti presso i cosiddetti « investitori istituzionali » in senso stretto (imprese private di assicurazione, fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma), i quali, per la loro propensione verso gli investimenti immobiliari e per l'esistenza di pesanti vincoli di legge all'impiego in canali obbligati dei fondi a disposizione, non sono

stati finora in grado di esercitare, da noi, quella funzione di sostegno e di sviluppo del mercato borsistico che appare evidente, e spesso determinante, nella pluridecennale esperienza straniera;

2) che il nostro Paese ha già l'esperienza, con la penetrazione degli *investment trusts* stranieri, di quale capacità di rottura di abitudini tradizionali e di superamento di remore psicologiche sia suscettibile, anche nelle nostre regioni economicamente meno evolute, un'azione capillare di agganciamento e di persuasione dei piccoli risparmiatori, proprio in aree caratterizzate da una scarsissima propensione agli investimenti mobiliari in genere ed azionari in specie.

Agguerrite schiere di collettori, o produttori, al servizio di *investment trusts* stranieri, vanno da tempo usando ed abusando, in terra italiana, del metodo operativo cosiddetto « porta a porta »: nelle nostre stazioni termali più rinomate, anche del Mezzogiorno, si può assistere allo spettacolo indecoroso di produttori di « fondi » esteri che esercitavano la vendita ambulante della loro merce.

È recente l'iniziativa lanciata dai cosiddetti « paradisi fiscali » delle Bahamas, di Panama, delle Bermude, delle Antille Olandesi, di offrire ai sottoscrittori di parti dei « fondi » rispettivi, anche nella ridotta misura di poche centinaia di dollari, un viaggio gratuito ai Tropici (neppure spiacevole, tra l'altro): di « fondi », beninteso, *off-shore*, ossia fuori controllo, che si prestano a tutte le avventure.

Lo sforzo crescente di penetrazione da parte dei collocatori di titoli esteri, europei ed extra-europei, è arrivato a tal punto da indurre la Banca d'Italia a consentire alle banche italiane di inserirsi nel vasto mercato, partecipando non solo ai consorzi di emissione, ma anche all'amministrazione dei fondi comuni esteri e al collocamento di loro parti presso risparmiatori italiani e stranieri. In questo modo la destinazione dei capitali nazionali, sia pure entro determinati limiti, viene decisa con l'intervento di banche italiane.

Va peraltro rilevato che la presenza di queste ultime nell'amministrazione dei « fondi comuni » può agevolare, come in linea di fatto è avvenuto, l'investimento in azioni di società italiane. Inoltre, il collocamento attraverso le nostre aziende di credito avviene nell'osservanza delle norme vigenti nel nostro Paese: i titoli esteri, infatti, vengono immessi nei depositi in conformità di esse. Occorre, però, avvertire che si tratta più spesso di parti di « fondi di accumulazione », che cioè, di regola, non distribuiscono dividendi.

Queste misure transitorie non hanno, comunque, una tale portata da sopperire alla mancanza di una disciplina che autorizzi anche in Italia la costituzione di « fondi comuni ».

A giudizio delle nostre autorità monetarie, « i disincentivi fiscali esistenti nei confronti dei capitali di rischio hanno peggiorato la funzionalità del mercato dei capitali, accresciuto il ricorso all'indebitamento da parte delle imprese e provocato distorsioni nella loro struttura patrimoniale, probabilmente agendo in senso limitativo sul volume e sulla qualità degli investimenti produttivi. In pari tempo, col crescere del numero delle famiglie munite di redditi monetari destinabili in parte all'acquisto di titoli, si è accentuata la dissociazione tra la formazione del risparmio e il suo investimento.

« D'altra parte, quando il mercato nazionale non sia in grado di offrire titoli a reddito variabile atti a soddisfare le preferenze dei risparmiatori, è inevitabile che, in regime di economie aperte, essi siano acquisite all'estero.

« I tempi per l'attuazione della riforma tributaria, di quella delle società per azioni e per la istituzione di fondi comuni italiani si sono manifestati in una lunghezza inattesa e pregiudizievole. Frattanto, organizzazioni sempre più agguerrite offrivano a risparmiatori medi e piccoli, anche nelle regioni economicamente meno evolute, forme di investimento della ricchezza mobiliare più gradite, o, comunque, rese più attraenti

« da una propaganda al tempo stesso massiccia e capillare.

« Gli interessi del Paese richiedono invero — ha affermato il governatore della Banca d'Italia — la sollecita approvazione non solo della disciplina civilistica e fiscale dei fondi comuni italiani, ma anche delle norme riformatrici dell'ordinamento societario. Il successo dei fondi comuni dipenderà in larga misura dal regime fiscale che ad essi e ai portatori di parti verrà riservato. A questo proposito, vorremmo reiterare il nostro convincimento che i redditi tassabili del fondo non dovrebbero comprendere le plusvalenze di borsa né i proventi derivanti dalla vendita dei diritti di opzione; e che al singolo portatore dovrebbe essere lasciata la scelta tra il pagare un'imposta cedolare secca e il farsi riconoscere dagli uffici fiscali, fruendo in questo caso di un credito di imposta in sede di accertamento del tributo personale.

« Affinchè i fondi comuni possano svolgere durevolmente la loro utile funzione a favore del mercato interno, è necessario non solo che sia assicurata una più ampia possibilità di scelta dei titoli nazionali da acquistare, ma anche che le imprese societarie siano disposte a finanziarsi emettendo azioni. Ad entrambi i fini può essere di aiuto un'accorta politica fiscale, che conceda facilitazioni a quelle aziende le quali chiedono la quotazione in borsa, e alleggerisca i pesanti oneri che colpiscono i capitali di rischio. Inoltre, la disposizione dei fondi comuni a immettere nei propri portafogli titoli italiani sarà stimolata da una riforma delle società per azioni che ne accresca gli obblighi di informazione e disciplini meglio i poteri degli organi di controllo ».

Nel frattempo, sotto la spinta di esigenze interne e di esperienze comunitarie, in assenza di una particolare disciplina giuridica in materia, sono nate per generazione spontanea anche da noi iniziative concrete intese a realizzare, con soluzioni più o meno felici, le finalità tipiche dei « fondi chiusi d'investimento », attraverso idonea applica-

zione delle norme del nostro codice civile in materia di comproprietà, di mandato e di titoli di credito. Si tratta però di « fondi » del tipo *statutory*, nei quali gli aderenti al *trust* sono soci azionisti, e non semplici portatori di « parti » non aventi alcun diritto di ingerenza nè di rappresentanza nella società di gestione (come nella forma, più evoluta e diffusa, dei « fondi aperti »). Lo sforzo dei giuristi in appoggio alle spinte della tecnica finanziaria e societaria non poteva andare oltre. I fondi del tipo « aperto », o a capitale variabile, configurati sui paradigmi offerti dalle normative straniere e dalle esperienze comunitarie, richiedono una disciplina giuridica particolare, troppo radicalmente innovatrice rispetto alle norme tradizionali del nostro diritto societario. L'inesistenza nel nostro sistema giuridico dell'istituto del *trust*, proprio dei sistemi anglosassoni, impone deroghe sostanziali all'istituto della *comunione* così com'è configurato nel nostro codice civile. Il nuovo istituto della « comunione tra i partecipanti » ai fondi comuni (una « comunione » di tipo nuovo) che consenta una autonomia patrimoniale senza attribuzione di personalità giuridica (quindi senza farne soggetto passivo di imposta) non può essere introdotto che con legge. Si aggiunga che la particolare natura dei « fondi aperti » esige una speciale disciplina, atta ad assicurare ai risparmiatori-investitori adeguate garanzie di corretta e competente gestione, oltre che un trattamento appropriato sotto il profilo fiscale.

È fuori dubbio che la preventiva riforma delle società per azioni armonizzata in sede comunitaria avrebbe reso meno incerta e problematica la disciplina degli istituendi « fondi comuni ». Intanto però nell'area europea i « fondi » operano con successo, da anni; e i 240 fondi comuni nordamericani hanno superato nel 1968 i 52 miliardi di dollari (pari a 33 mila miliardi di lire), al servizio di oltre 5 milioni di partecipanti anche europei; e costituiscono un aspetto non trascurabile della cosiddetta « sfida americana all'Europa ».

II

I MAGGIORI PROBLEMI « A MONTE » — LORO RIFLESSI NELLE PROSPETTIVE DI SUCCESSO DEI « FONDI COMUNI ».

1. — CARENTE APPORTO DEGLI « INVESTITORI ISTITUZIONALI » ALLA RIANIMAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO.

Un'organica politica di ristrutturazione e di rianimazione dei canali di finanziamento azionario non può prescindere, soprattutto in Italia, da un'ampia e attiva partecipazione dei cosiddetti « investitori istituzionali ».

Investitori istituzionali in senso lato sono anche i « fondi comuni »: quelli invece il cui apporto intendo qui considerare sono gli investitori istituzionali in senso stretto, cioè le compagnie di assicurazione, gli enti previdenziali, i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma.

Il 2° Programma di politica economica a medio termine elaborato dalla CEE, nel capitolo dedicato all'« Accrescimento del ruolo degli investitori istituzionali » (cap. VI, paragrafi 11-15), non manca di tracciare, con chiarezza e con vigore, le direttrici per l'apporto degli investitori istituzionali alla necessaria evoluzione del mercato dei capitali di rischio nell'area comunitaria.

« Un impianto solidamente stabilito — è scritto nel Programma della CEE — e il fatto che i servizi che essi offrono al pubblico rispondono a bisogni in sviluppo, danno agli investitori istituzionali la possibilità di favorire la costituzione di risorse « *addizionali di risparmio*, e di contribuire così a migliorare l'offerta di capitali sul mercato. L'estensione delle operazioni degli investitori istituzionali potrà permettere di ridurre gli squilibri di struttura del mercato dei capitali, consentendo di almentarlo in maniera più regolare (garantendo maggiore continuità nel finanziamento degli investimenti) e consentendo in pari tempo di rianimare il mercato dei titoli a reddito variabile. Senza dubbio, l'uso di stimolanti finanziari potrebbe contribuire

« a ridurre le reticenze dei risparmiatori individuali nei riguardi di detti titoli. Tuttavia, per raggiungere il risultato perseguito, converrà puntare soprattutto sullo sviluppo delle operazioni di partecipazione degli investitori istituzionali ».

A sua volta, il *Memorandum* 5 marzo 1969 presentato dalla competente Commissione al Consiglio dei ministri della CEE sulla « Necessità e modalità di un'azione nel settore dei capitali », ribadisce che « alla mancanza d'intervento degli investitori istituzionali sui mercati dei capitali è dovuta, in gran parte, l'estrema instabilità delle quotazioni dei valori mobiliari, che ne rende difficile, all'occorrenza, la liquidazione; ed ha, a sua volta, una cospicua incidenza sul disinteresse del pubblico per gli investimenti finanziari a lungo termine ». Già nel 1967, il Rapporto CEE sulla « formazione di un mercato europeo dei capitali » (noto come « Rapporto Segrè ») metteva in rilievo come l'ampiezza grandiosa e l'intenso ritmo funzionale dei mercati mobiliari nordamericano e britannico rispetto all'angustia strutturale e al modesto fervore operativo di gran parte dei mercati europei di valori a reddito variabile fossero da ascrivere principalmente al ben diverso apporto degli investitori istituzionali, assolutamente carente nell'area continentale europea.

Il 2° Programma elaborato dalla CEE non limita la disamina alla semplice constatazione del fenomeno, ma ne lumeggia cause e rimedi:

« In molti paesi membri, gli organismi di assicurazione e di previdenza — e in particolare le compagnie di assicurazione sulla vita — vedono ancora i loro impieghi in valori a reddito variabile limitati da regole di gestione che, fondate sulla ricerca necessaria della protezione del risparmiatore, privilegiano, tuttavia, eccessivamente gli impieghi in valori a reddito fisso e limitano, di conseguenza, le possibilità dell'arbitraggio che gli organismi considerati potrebbero utilmente effettuare tra i diversi settori del mercato finanziario. Tenuto conto che questa protezione non sembra sempre assicurata nel modo migliore da tali

« impieghi, per quanto solidi essi siano, converrebbe introdurre una maggiore elasticità in tali regole di gestione » (cap. VI, n. 13).

Il nostro Progetto '80 non sorvola sul fondamentale problema: si limita però ad enunciare la portata determinante « per una canalizzazione capillare e flessibile dei risparmi dei cittadini alle imprese e agli altri operatori che investono », senza precisare — come fa il 2° Programma CEE — che, per rendere « operativo » l'auspicio, è necessaria un'organica e risoluta azione legislativa che renda più « elastiche » le regole tradizionali di gestione fissate dal legislatore agli investitori istituzionali.

È troppo noto infatti che, da noi, gli investitori istituzionali, doverosamente sottoposti a vigilanza dei pubblici poteri, sono soggetti a particolari norme restrittive in materia di impieghi finanziari, intonate a criteri tradizionali di investimento in forme di impiego mobiliare « al sicuro » (al sicuro da tutto, meno che dalle tosature per effetto della inflazione monetaria) come i titoli di Stato e assimilabili.

Il Progetto '80 (al n. 147) afferma che « l'istituzione dei fondi comuni di investimento dovrebbe consentire alle compagnie di assicurazione, ai fondi pensione ed altri investitori istituzionali » — peraltro non precisati — « di impiegare risparmi in azioni, conservando quelle garanzie di sicurezza, di non speculatività e di non partecipazione al controllo che sono inerenti alla natura di questi istituti ».

E difatti, il progetto di legge governativo in discussione prevede (art. 6) la facoltà per le compagnie di assicurazione private e per i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma di partecipare, in deroga alle vigenti norme restrittive in materia di impieghi finanziari, alla sottoscrizione di quote dei « fondi comuni ».

Quali siano, in concreto, i limiti d'impiego delle riserve assicurative in « parti » dei « fondi comuni » lo schema legislativo non precisa, nè può precisare se non in sede più pertinente. Mentre però la vigilanza governativa sulla istituzione e la gestione dei « fon-

di comuni » è, ovviamente, affidata alla Banca d'Italia secondo le direttive del ministro del Tesoro, la vigilanza sulle compagnie di assicurazione è di competenza del ministro dell'Industria; e la vigilanza sulla gestione dei fondi previdenziali è di competenza del ministro del Lavoro e della Previdenza sociale.

Appare, quindi, quanto mai necessaria una politica *concertata* degli organi pubblici preposti alla vigilanza sulle varie categorie di investitori istituzionali; e non meno necessaria un'organica riforma legislativa che armonizzi il complesso delle norme settoriali in vigore, accordandolo sulla nuova lunghezza d'onda stabilita dalla deroga prevista all'articolo 6 dello schema governativo in discussione.

Il nostro Programma per il quinquennio 1966-1970, dopo aver riconosciuto l'opportunità di consentire alle compagnie di assicurazione l'investimento azionario di una quota delle loro riserve (n. 254), affacciava una prospettiva molto interessante: « Dovrebbero essere sviluppate forme di assicurazione sulla vita che prevedano la rivalutazione delle polizze sulla base del valore degli investimenti effettuati (in titoli azionari), in modo da conferire nuovo impulso a questa forma di assicurazione a lungo termine ». Proposta concreta questa, accolta nel 2° Programma CEE (cap. VI, n. 13), ove è affermato il convincimento che « l'apporto degli organismi di assicurazione e di previdenza al mercato dei valori a reddito variabile potrebbe verosimilmente essere accresciuto se si autorizzassero questi organismi a offrire, in aggiunta alle formule attuali, contratti legati ad investimenti in azioni o in quote di fondi comuni di investimento ».

L'ancoraggio del capitale assicurato alla evoluzione dei corsi dei titoli azionari come dispositivo di rafforzamento del mercato azionario, di promozione dell'attività assicurativa e di salvaguardia dalla erosione monetaria, è già in atto da tempo con successo in Inghilterra, in Francia, nei Paesi Bassi. In Inghilterra detto ancoraggio ha favorito prospettive di sviluppo dell'istituto del « risparmio contrattuale » nato da un'idea del Keynes.

Perchè, da noi, l'afflusso sul mercato azionario di cospicue risorse di capitale assicurativo attraverso il canale dei « fondi comuni » acquisti davvero il carattere di una leva potente di rianimazione, è necessario che tutto non si riduca alla « deroga » prevista nello schema governativo in discussione, ma venga affrettata quella normativa organica e coordinata a cui ho in precedenza accennato.

Quanto agli organismi che compongono il nostro sistema previdenziale, il discorso diventa più complesso.

È ben vero che nei paesi anglosassoni l'apporto degli istituti previdenziali al mercato azionario è perfino superiore a quello delle compagnie di assicurazione. Tuttavia, da noi, la *struttura prevalentemente pubblicistica* del sistema previdenziale, riflessa in una politica di integrale utilizzazione delle entrate per la copertura delle spese correnti (cosiddetto « metodo della ripartizione »), viene a restringere in limiti marginali la formazione di capitale investibile; a differenza di quanto avviene nei sistemi anglosassoni a gestione privatistica, ove le prestazioni dei fondi pensione sono garantite in via esclusiva dai patrimoni degli enti, con la conseguente applicazione del criterio della capitalizzazione e relativi corollari (diversificazione dei rischi di investimento, difesa nel tempo del potere d'acquisto iniziale).

È questa la ragione per la quale lo schema governativo in discussione limita ai « fondi di quiescenza, previdenza e assistenza *gestiti in forma autonoma* » la facoltà di investire in « parti » dei « fondi comuni »: proprio perchè si tratta di fondi sostanzialmente operanti in regime di capitalizzazione, sia pure con incentivi pubblici. Già il Programma per il quinquennio 1966-1970 fissava la direttiva di agevolare l'afflusso delle risorse di detti fondi verso gli investimenti azionari (n. 254).

L'Italia non solo è rimasta l'unico tra i paesi aderenti al Mercato comune finora privo dell'istituto dei fondi comuni di investimento; ma è anche, di riflesso, nell'area comunitaria, *il paese ove più carente si è rivelato l'apporto degli investitori istitu-*

zionali alla rianimazione del mercato azionario.

Perchè, con l'avvento dei « fondi comuni », venga finalmente spezzato il circolo vizioso del sottosviluppo del nostro mercato azionario, è però opportuno che il legislatore non ignori nè sottovaluti l'importanza di altri grossi problemi « a monte », la cui soluzione costituisce in certo modo il presupposto e la garanzia di un maggiore successo dell'istituto.

I « fondi comuni » come gli altri investitori istituzionali (compagnie di assicurazione, fondi previdenziali), per poter adempiere con successo al proprio impegno, debbono poter reperire sul mercato una vasta gamma di titoli azionari, proprio per le loro specifiche esigenze di selezione degli impieghi e di ripartizione dei rischi; debbono fare costante riferimento alle quotazioni del mercato; debbono poter disinvestire e modificare liberamente la composizione dei portafogli senza remore di turbativa del mercato. Debbono, in sintesi, poter contare su un mercato di borsa ampio, efficiente ed elastico.

2. — SOTTOSVILUPPO DELLA BORSA VALORI IN ITALIA.

La borsa valori italiana, depressa nelle dimensioni, nel numero dei titoli quotati, nel volume delle contrattazioni e nello *standard* operativo per l'ermetismo informativo delle imprese quotate (dovuto a ragioni di concorrenza e a ragioni fiscali), non è in condizioni di contribuire da sola a una migliore ossigenazione del mercato mobiliare, nè a correggere l'anemia progressiva dei capitali di rischio, largamente sostituiti dai capitali di indebitamento.

D'altra parte, le borse valori d'ogni paese, come sezione specializzata del mercato mobiliare, non sono idonee a sollecitare all'investimento consapevole la massa dei piccoli risparmiatori: in assenza di organismi intermediari, di enti fiduciari specializzati, le borse finiscono fatalmente col favorire solo i cosiddetti *blue cheaps*, cioè le grosse imprese già affermate, garantendo ad esse il flusso di gran parte dell'offerta di capitali.

Per avere un'idea chiara dello scarso numero (ridotto ventaglio) dei titoli azionari quotati alla Borsa valori di Milano (la maggiore in Italia), basti precisare che, a fine 1968, su 40.888 società per azioni esistenti in Italia, solo 136 (cioè lo 0,33 per cento) figuravano quotate nel listino, per un capitale nominale di circa 3.552 miliardi su circa 9.759 miliardi di capitale nominale complessivo (pari al 36,3 per cento). Di questi 136 titoli azionari quotati, 21 ebbero quotazioni solo nominali; 7 furono i titoli ammessi alla quotazione nel corso dell'annata; 3 furono i titoli depennati.

Presso la *Borsa di Parigi* (che domina il complesso delle altre 7 borse valori francesi: Bordeaux, Lilla, Lione, Marsiglia, Nancy, Nantes, Tolosa), i titoli quotati verso la metà degli anni '60 erano 2.858, di cui 2.420 nazionali e 438 esteri; il volume globale annuo delle contrattazioni a termine e a contanti superava i 25 miliardi di nuovi franchi (oltre 20 miliardi per titoli azionari; 5 miliardi circa per titoli di Stato e altre obbligazioni).

Presso le *Borse valori della Germania Federale* (Francoforte/M., Monaco, Düsseldorf, Amburgo, Berlino Ovest, Brema, Hannover, Stoccarda: 8 borse, elencate secondo l'ordine di importanza in relazione al numero dei titoli quotati e al volume globale annuo delle contrattazioni) figuravano quotati all'epoca indicata 579 titoli azionari di società tedesche e straniere; inoltre, 1.338 prestiti obbligazionari figuravano quotati a Francoforte, 850 a Monaco, 826 a Düsseldorf, 670 a Berlino, 335 a Hannover.

Presso la *Borsa di Londra* (« London Stock Exchange »), che domina il complesso imponente delle altre 22 borse valori inglesi (in ordine alfabetico: Aberdeen, Belfast, Birmingham, Bradford, Bristol, Cardiff, Cork, Dublino, Dundee, Edimburgo, Glasgow, Greenock, Halifax, Huddersfield, Leeds, Liverpool, Manchester, Newcastle-upon-Tyne, Nottingham, Oldham, Sheffield, Swansea), sempre all'epoca predetta figuravano quotati ben 9.134 titoli (di cui 859, titoli di fondi pubblici; 4.173, titoli obbligazionari ed azionari preferenziali; 4.102, titoli azionari ordinari).

Presso la *Borsa di Bruxelles*, che primeggia sulle altre 3 borse valori del Belgio (Anversa, Gand, Liegi), figuravano quotati 991 titoli (di cui 559 titoli azionari di società private nazionali, comprese quelle del Congo ex belga e del Ruanda Urundi; 100 titoli azionari di società straniere; 10 fondi comuni di investimento; 239 titoli di Stato, garantiti dallo Stato, obbligazioni comunali e provinciali; 63 titoli a reddito fisso di aziende private o parastatali; 20 titoli obbligazionari esteri).

Presso la *Borsa di Amsterdam*, la più importante delle 3 borse valori olandesi (le altre due, quelle de L'Aia e di Rotterdam presentano dimensioni minime), figuravano quotati, sempre all'epoca indicata, 2.238 titoli, così suddivisi: 648 azioni ordinarie olandesi, 216 certificati al portatore di azioni U.S.A., 123 azioni di società straniere, 59 fondi comuni di investimento, 882 titoli obbligazionari olandesi, 303 titoli obbligazionari stranieri, 7 titoli di obbligazioni statunitensi.

Presso la *Borsa del Lussemburgo* figuravano quotati 136 titoli, di cui 59 nazionali e 77 stranieri, così suddivisi: 36 titoli azionari di società nazionali ed estere; 42 titoli di Stati esteri o garantiti da Stati esteri; 26 titoli di Stato, comunali e garantiti dallo Stato lussemburghese; 12 titoli di organismi internazionali; 5 fondi comuni di investimento; 15 titoli obbligazionari di società nazionali e straniere.

Presso la *Borsa di Zurigo*, la maggiore delle tre borse valori svizzere a carattere internazionale (Zurigo, Basilea, Ginevra), dominatrice, a più forte ragione, sulle altre 5 borse svizzere di importanza puramente locale (Berna, Coira, Losanna, Neuchâtel, San Gallo), figuravano quotati 808 titoli, così suddivisi: 106 titoli azionari di società svizzere, 72 titoli azionari di società estere, 324 titoli obbligazionari di società svizzere, 91 titoli obbligazionari di società straniere, 71 titoli dei governi cantonali, 19 titoli del governo federale, 50 titoli comunali e provinciali, 75 titoli obbligazionari emessi da Stati e città straniere e da organismi internazionali.

Ora, se si considera il fatto che la Borsa di Milano, di gran lunga la più importante rispetto alle altre 9 borse valori operanti in Italia (Roma, Genova, Torino, Trieste, Ve-

nezia, Bologna, Firenze, Napoli, Palermo), oltre ai 136 titoli azionari quotati più o meno nominalmente, non ha quotato saltuariamente che poco più di 300 titoli obbligazionari pubblici e privati (15 titoli di Stato; 167 titoli obbligazionari garantiti dallo Stato e assimilati, cartelle fondiarie ed equiparate, titoli comunali e provinciali; 157 titoli obbligazionari di società private), si può avere un'idea abbastanza chiara, sul piano comparativo europeo, del sottosviluppo della nostra borsa valori.

Quanto al volume complessivo delle negoziazioni di titoli azionari nel 1968, sempre alla Borsa di Milano, vennero scambiate circa 425 milioni di azioni su 4 miliardi e 83 milioni di azioni in circolazione delle società quotate alla borsa stessa (pari al 10,4 per cento), per un valore nominale complessivo pari al 16,5 per cento del valore globale di dette azioni in circolazione.

Se si pensa che, nel 1968, il volume delle negoziazioni alla Borsa di Milano ha raggiunto il 71,60 per cento dei titoli azionari negoziati nelle borse italiane (contro il 15,22 per cento toccato dalla Borsa di Roma), si può avere un'idea abbastanza precisa del ritmo funzionale piuttosto asfittico delle borse valori in Italia.

Si aggiunga che la tipologia del classamento dei titoli ammessi alla quotazione ufficiale è talmente ridotta da non consentire un adeguato « flottante »: per cui, contrattazioni anche modeste rispetto al volume dei titoli emessi dalle imprese quotate possono far leva sulle quotazioni, al rialzo o al ribasso.

Il clima di irrazionalità in cui opera la borsa valori nel nostro paese è indubbiamente appesantito dalla mancanza pressochè assoluta di notizie precise sulle condizioni di efficienza, di redditività delle gestioni, note solo a pochi iniziati (spesso ai soli componenti gli esecutivi dei consigli di amministrazione delle imprese societarie), col risultato che le congetture degli operatori in borsa, basate sui fenomeni di mercato di maggiore rilievo (andamento dei prezzi delle materie prime, aperture o chiusure di correnti di scambi con l'estero, fusioni o trasformazioni di imprese, variazioni dei trattamenti fiscali applicati al settore produttivo, eccetera), cioè

sulle più vistose circostanze esterne, o ambientali, nelle quali si svolgono le gestioni d'impresa, finiscono spesso col provocare, in anticipo sui risultati di gestione e sulle reali possibilità di remunerazione dei capitali azionari, drastici crolli di corsi che talvolta mettono in crisi l'intero mercato mobiliare.

Per forza di cose, a colmare i vuoti lasciati dall'ermetismo informativo delle imprese quotate, non resta che il ricorso al fiuto degli operatori professionisti (agenti di cambio), più o meno dotati di occhio clinico nel vaglio delle « voci » che circolano tra iniziati, i quali procedono come possono, spesso in base a congetture semplicistiche, a interpretazioni soggettive, in mancanza di una razionale piattaforma informativa.

Ovè si pensi che, altrove, il processo decisionale delle scelte nel mercato borsistico avviene in base ai dati elaborati dai calcolatori elettronici (*computers*), il cui utilizzo presuppone, tra l'altro, un alto grado di informazione e di elaborazione sistematica (spinto, negli USA, fino alla elaborazione di indici famosi, barometri autentici del mercato azionario nordamericano), si ha l'idea della struttura meno che artigianale del nostro mercato borsistico.

La recente decisione governativa di promuovere l'ammissione alle quotazioni di borsa, previo aumento di capitale, di grandi imprese a partecipazione statale, come l'Alfa Romeo, la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e il Banco di Roma (tre banche d'interesse nazionale già quotate nel cosiddetto mercato ristretto), pure apprezzabile nel suo intento di allargare il ventaglio delle scelte operative nelle borse valori italiane, non può costituire che un primo passo concreto, ovviamente non limitabile alle imprese a partecipazione statale, le quali peraltro a loro volta in genere non brillano in fatto di informazioni societarie attendibili come piattaforma razionale delle decisioni operative.

L'iniziativa governativa è, comunque, apprezzabile per tre ordini di considerazioni; e precisamente:

1) perchè la valutazione del libero mercato mobiliare resta, nonostante le sue molte

imperfezioni, il migliore banco di prova della efficienza delle gestioni, siano esse sotto controllo pubblico o privato, sotto il profilo della economicità;

2) perchè, col contributo del « capitale di rischio » privato (semprechè si tratti di imprese ove il controllo pubblico non venga esercitato in forza di maggioranze azionarie tali da rasentare la totalità del capitale), l'ente pubblico può ottenere il reperimento dei fabbisogni d'investimento e di esercizio delle imprese controllate contenendo il ricorso all'indebitamento (in periodo di espansione preoccupante del volume dei titoli di debito pubblico in circolazione);

3) perchè l'ammissione alla quotazione di borsa di titoli azionari di buone aziende sotto controllo pubblico contribuisce ad arricchire il listino di borsa, ad ampliare il ventaglio dei titoli quotati, a far crescere l'entità dei volumi scambiati e a rendere meno difficile quella saggia diversificazione del portafoglio titoli che deve caratterizzare gli istituendi fondi comuni di investimento.

In regime di « economie aperte » nell'ambito dell'economia di mercato, il duplice obiettivo (congiunto da rapporti di interdipendenza) di migliorare lo *standard* operativo delle borse valori in Italia e di preconstituire le condizioni necessarie alla vitalità dei « fondi comuni », non può essere conseguito senza lasciare la strada aperta ad acquisizioni di valori mobiliari stranieri; senza la possibilità di integrare gli investimenti nei pochi titoli azionari italiani disponibili sul mercato, con sostanziosi impieghi in titoli esteri « di prima qualità », la cui gamma di scelta è amplissima. Detta fondamentale esigenza è postulata non solo dalla duplice finalità, caratteristica dei « fondi comuni », di minimizzare i rischi (attraverso la saggia diversificazione e la rapida mobilità degli investimenti) e di massimizzare i rendimenti (in dividendi e in plus-valori di capitale, o *capital gains*), la quale comporta, nel quadro di una oculata politica gestionale, una presenza continua su un ampio mercato dell'investimento e del disinvestimento; non solo dalla crescente importanza della componente estera nel nostro processo di sviluppo

economico; ma altresì da quella osmosi dei capitali mobiliari postulata dai trattati in vigore, concernenti la integrazione non solo economica, ma anche finanziaria sul piano europeo.

Opportunamente, tuttavia, il disegno di legge governativo in discussione non fissa in partenza alcun limite rigido all'investimento in titoli esteri, demandando alle autorità preposte alla politica finanziaria e monetaria di fissare di volta in volta detto limite massimo, senza effetto retroattivo, « in funzione della programmazione, delle esigenze del mercato finanziario interno e dell'andamento della bilancia dei pagamenti ».

A proposito di impieghi di risparmio italiano in titoli azionari esteri, va pur rilevato il perdurare nell'area comunitaria di discipline discriminatrici e di preclusioni all'ammissione alle quotazioni nelle borse nazionali di titoli societari di altri paesi partecipanti al Mercato Comune, a causa della mancata armonizzazione in sede comunitaria delle condizioni e formalità relative.

Sta di fatto che l'Italia è, tra i paesi europei, quello in cui i listini di borsa maggiormente brillano per l'assenza di titoli azionari esteri.

Può avere il suo peso nel determinare la singolare lacuna (probabilmente non involontaria nè imposta da altri paesi dell'area comunitaria) l'inopportunità della coesistenza, nelle nostre quotazioni di borsa, di azioni straniere al portatore e di azioni italiane rigidamente nominative; come può avere peso negativo il vigente regime di deposito obbligatorio dei titoli stranieri presso le banche autorizzate. Sarebbe in ogni caso puramente illusoria e controproducente una giustificazione dettata da finalità di protezione dei titoli nazionali dalla concorrenza estera. Infatti — com'è stato opportunamente osservato —, « la mancata quotazione di titoli esteri nelle borse italiane non impedisce ai residenti di acquistare detti titoli, ma rende solo l'operazione più difficile e più costosa, a tutto vantaggio degli intermediari esteri. La quotazione nelle borse italiane di alcuni titoli esteri potrebbe almeno servire da guida nella scelta, per i risparmiatori orienta-

ti ad investire all'estero, e li incoraggerebbe, nel contempo, ad operare attraverso i canali ufficiali. Le società ammesse alla quotazione sarebbero infatti, ovviamente, grandi società internazionali degne della massima fiducia e con grossi interessi in Italia. Senza tale guida, invece, i risparmiatori orientati verso l'investimento in titoli esteri possono più facilmente cadere preda di intermediari senza scrupoli, ed essere anche tentati di agire al di fuori delle disposizioni valutarie ».

A complicare gli arbitraggi nei paesi dell'area comunitaria concorrono anche i differenti sistemi di quotazione: in alcuni è praticata la quotazione in percentuale del valore nominale, in altri la quotazione in unità monetarie: il divario nei sistemi di quotazione, ostacolando la comparazione dei corsi, pregiudica l'avvio all'auspicato mercato comune dei capitali, rendendo difficoltosa anche agli specialisti la lettura e l'interpretazione delle quotazioni estere, al punto che pochi operatori sono capaci di fare il calcolo preciso dei rendimenti effettivi.

Discende anche da queste particolari difficoltà di vaglio ponderato degli elementi di giudizio per la scelta di investimenti in titoli esteri la necessità di garantire al risparmio, nei « fondi comuni », l'apporto di competenze professionali altamente qualificate e non legate in alcun modo agli interessi di determinati gruppi finanziari interni ed esteri.

L'Assonime (Associazione fra le società italiane per azioni), nella citata relazione all'assemblea del 26 luglio 1969, pur ritenendo apprezzabile il lavoro della commissione ministeriale incaricata di predisporre un progetto di riforma della legislazione sulle borse valori, giudica tuttavia essenziali alcune esigenze di riforma non considerate dalla commissione, la cui soluzione potrebbe fungere in grado preminente come elemento catalizzatore della fiducia e dell'operosa collaborazione di tutte le forze interessate alla ripresa del nostro mercato finanziario.

Dopo aver dato atto alla Banca d'Italia della opportunità del recente provvedimento inteso a subordinare — nel quadro dell'azione di contenimento dell'esodo dei capitali verso l'estero — il collocamento in Italia di quote di fondi comuni stranieri alla condi-

zione che questi impieghino in valori italiani almeno la metà delle risorse corrispondenti, l'Assonime soggiunge tuttavia che « c'è da temere che la divisata capacità potenziale di incremento della domanda di valori azionari italiani non giunga a tradursi in atto, in assenza di un sostanziale allargamento della cerchia dei valori azionari quotati dalle borse italiane ». « Ci sono seri motivi per temere — così l'Assonime — che, in mancanza di un sostanziale infoltimento dei listini delle borse italiane, i fondi esteri non ravvisino la possibilità tecnica o la convenienza pratica di imboccare la via di un così cospicuo impegno in valori italiani, e si trovino quindi nella necessità di rinunciare alla realizzazione di quella condizione ». Anche sotto questo profilo, quindi, appare di portata determinante una ulteriore azione degli organi legislativi e di governo intesa a promuovere e favorire l'ammissione alle quotazioni di molte imprese che ne avrebbero i requisiti. Alcuni incentivi al più ampio accesso alle quotazioni sono già stati messi in atto dal ministero del Tesoro (temporanee esenzioni o riduzioni dei cosiddetti « diritti di quotazione »), altri (anche più incisivi) sono stati preannunziati (facoltà di detrarre dall'importo del patrimonio imponibile gli aumenti di capitale effettuati, entro un certo tempo, dalle società quotate e da quelle che, entro un certo termine, abbiano avviato la procedura di ammissione). L'Assonime affaccia, in proposito, proposte particolarmente ardite: « Tenuto conto che, in certi casi, società che detengono la totalità o quote cospicue dei pacchetti azionari di altre società non quotate sarebbero forse propense, per meglio diversificare il proprio portafoglio, a smobilizzare in tutto o in parte tali partecipazioni, ma ne sono dissuase dalla prospettiva del fortissimo prelievo fiscale sulle plusvalenze, in parte monetarie, che verrebbero in tal guisa realizzate, si potrebbe ipotizzare una temporanea esenzione di tali plusvalenze, a condizione che i titoli oggetto dello smobilizzo siano stati previamente introdotti alla quotazione; e si potrebbe altresì ipotizzare, subordinatamente alla stessa condizione, la riduzione del limite minimo delle partecipazioni azionarie che le società

finanziarie debbono avere in portafoglio per beneficiare della riduzione dell'imposta sulle società. Va da sé che queste ed altre possibili forme di incentivazione dovrebbero essere accompagnate dalle cautele necessarie per evitare abusi ».

Ai fini dell'auspicata ristrutturazione ed animazione del nostro mercato finanziario, l'Assonime giudica insufficienti le misure progettate dalla commissione ministeriale per la riforma della legislazione sulle borse, soprattutto per quanto attiene alla necessaria evoluzione — in sintonia con quella già in gran parte realizzata sul piano internazionale — del vigente *sistema di intermediazione* nel mercato di borsa.

In particolare, l'Assonime ritiene che, da noi, la scarsa *espressività* delle quotazioni di borsa ed i *bruschi squilibri* — spesso ingiustificati — *dei corsi*, siano imputabili soprattutto al ridotto volume delle contrattazioni, a sua volta determinato dal fatto, notissimo, che gran parte delle contrattazioni di titoli quotati si svolge, attraverso i canali bancari, al di fuori della borsa. Si tratta, dunque, di un fenomeno a spirale: la disaffezione del risparmio crea l'atrofia del mercato azionario ufficiale; questa atrofia a sua volta aggrava il disinteresse del pubblico ed il timore verso i « misteri della borsa ».

Come rimedi alla preoccupante situazione involutiva, l'Assonime indica:

1) la necessità di una nuova disciplina dei rapporti tra banche e agenti di cambio, in modo da ridurre l'area delle compravendite mobiliari fuori borsa;

2) la necessità di riforma della struttura antiquata delle aziende intermediatrici dei nostri agenti di cambio, in modo da favorire il graduale passaggio dall'attuale moltitudine di aziende individuali verso organizzazioni più ampie ed attrezzate. « Una evoluzione strutturale in tal senso è stata adottata, con recente provvedimento legislativo, dal mercato di borsa francese: l'unico nell'area comunitaria che fosse rimasto, come il nostro, ancora fermo a una concezione artigianale, anacronistica, del lavoro dell'agente di cambio ».

3. — DIFFICOLTA' NASCENTI DALLA RITARDATA RIFORMA DELLE SOCIETA' PER AZIONI.

L'esigenza indifferibile di precedere la laboriosa e complessa riforma dell'istituto delle società per azioni pone, senza dubbio, il legislatore di fronte a una grossa problematica, concernente soprattutto gli aspetti innovativi che caratterizzano il dispositivo strutturale, la natura dei certificati di partecipazione all'*investment trust* e l'introduzione delle « azioni di risparmio » (per essere più precisi, di un tipo nuovo di « azioni », che restano « con voto », ma con diritto di voto esercitabile non dal singolo azionista, ma dalla società di gestione del « fondo comune »).

È fuori dubbio che il lungo protrarsi dell'*iter* delle riforme del diritto societario e del sistema tributario abbia avuto riflessi negativi: non solo per l'auspicata evoluzione del nostro diritto societario in sintonia con quella realizzata, da anni, dai sistemi giuridici nell'area comunitaria; ma anche per il clima di incertezza in cui si muove la nostra economia produttiva e funzionano i nostri meccanismi di finanziamento degli investimenti. Le incognite suscitate dalla lunga stasi della duplice fondamentale riforma si sono tradotte in una specie di immobilismo attendistico, particolarmente pregiudizievole in regime di « economie aperte », in cui lo sviluppo tecnologico e la concorrenza internazionale hanno fatto salire in primo piano la esigenza della *competitività*.

Autorevoli giuristi hanno, da tempo, auspicato l'accoglimento, nel nostro sistema giuridico, dell'istituto del *trust*, di origine anglosassone. Ma è chiaro che tale accoglimento — con la conseguente duplice proprietà dei « fondi comuni »: della società emittente e gerente (*at law*) e dei sottoscrittori di quote (*at equity*) —, proprio per le sue implicazioni profondamente innovative, non poteva essere configurato *sic et simpliciter* in una legge settoriale sia pure importante: la sede idonea per una innovazione del genere era e resta la riforma del nostro diritto societario.

Gli stessi giuristi hanno fatto rilevare che il nostro sistema giuridico, di spiccata derivazione romanistica, già accoglie la separazione dei diritti reali di godimento dalla nuda proprietà. Il rinvio recettizio al diritto anglosassone rappresenterebbe un passo avanti, una esigenza di adeguamento del « diritto vivente » ai nuovi istituti introdotti di continuo nel mondo economico dalla tecnica finanziaria in perenne sviluppo. È comunque altrettanto chiaro che l'istituto del *trust* come fondamento della disciplina giuridica dei fondi comuni di investimento, pur rappresentando una evoluzione, più che uno sconvolgimento, del nostro sistema giuridico, comporta una serie di innovazioni e di revisioni che non possono essere introdotte e coordinate se non in sede di riforma dell'istituto delle società per azioni.

La necessità di precedere la riforma, delineando un congegno sostitutivo dell'istituto del *trust*, ha imposto il ricorso all'istituto della *comunione* (una comunione *sui generis* rispetto alla disciplina prevista nel codice civile) e alla formula giuridica del *mandato*: duplice soluzione senz'altro accettabile, già accolta in altre legislazioni.

Il problema più delicato concerne la natura dei certificati rappresentativi di « quote » del « fondo », cioè di quote-parti del portafoglio titoli azionari, i quali sono sostanzialmente azioni « di risparmio », anche se formalmente restano azioni « con voto »: con diritto di voto esercitabile dalla società di gestione del « fondo comune », ma non certo dalla massa dei risparmiatori partecipanti all'investimento comunitario, i quali vengono pertanto a fruire di una tutela assai più limitata di quella garantita dal codice civile agli obbligazionisti (artt. 2415-2418), ai quali sono riconosciuti poteri deliberativi assembleari e diritti di rappresentanza per la tutela degli interessi comuni.

Proprio nel duplice intento di limitare i rischi economici attraverso una vasta differenziazione negli investimenti e di neutralizzare la possibile influenza, nelle scelte di gestione, delle imprese finanziate dal « fondo comune », lo schema governativo in discussione propone di limitare al 5 per cento del

valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto emesse da una stessa società il valore nominale complessivo delle azioni della stessa società acquisibili al « fondo comune »; come propone di limitare, in ogni caso, l'acquisizione al « fondo » di titoli emessi da una stessa società alla misura massima del 10 per cento del valore netto complessivo del « fondo » stesso.

Il secondo limite del 10 per cento appare senz'altro incomprensibile, perchè comporterebbe la possibile esistenza di un « fondo » dotato di titoli di dieci sole società, mentre il principio della ripartizione dei rischi di portafoglio esige in concreto un ben maggiore frazionamento degli impieghi.

Il primo limite del 5 per cento è, da taluno, ritenuto eccessivo (anche se è, invece, pacifico nella prevalente dottrina e nella prassi straniera), perchè si pensa, evidentemente, alla possibilità di utilizzazione del « fondo » come *holding* al servizio di società di enormi dimensioni, il cui capitale risulti estremamente disperso tra i risparmiatori azionisti. Se però venisse ridotto (come nel disegno di legge n. 361 d'iniziativa parlamentare) dal 10 al 5 per cento il secondo limite sopraddetto, il pericolo paventato diverrebbe quanto meno improbabile, specie se rapportato alle prevedibili dimensioni del « fondo » in relazione alla situazione del mercato mobiliare italiano.

Comunque, il doppio limite del 5 per cento ha ottenuto, su piano internazionale, l'assenso della dottrina e il collaudo dell'esperienza.

Nel disegno di legge governativo (n. 763) presentato al Senato nella passata legislatura e riprodotto integralmente nello schema legislativo concernente la riforma delle società per azioni, il limite massimo delle azioni con diritto di voto acquisibili al « fondo » era fissato nella misura del 2 per cento del capitale della società emittente (artt. 69 e 79). Il CNEL, nel suo parere sul progetto di riforma del diritto societario (pubblicato l'8 febbraio 1966) ha ritenuto « eccessivamente drastico » detto limite. « Lo scopo di evitare — afferma il CNEL nel suo parere — che la società gerente possa pervenire a situazioni di controllo o di potere decisionale è

certamente da perseguire; ma sembra altrettanto certo, ed è confermato dal riferimento alle legislazioni estere (nessuna delle quali fissa un limite massimo inferiore al 5 per cento), che a quelle situazioni non potrà mai pervenirsi in virtù di aliquote di capitale inferiori al 5 per cento ».

La tesi obiettiva del CNEL va condivisa anche in relazione alla esigenza di consentire l'acquisizione ai « fondi » di quantitativi non del tutto esigui di azioni di « piccole » società e di favorire nel contempo lo sviluppo di imprese relativamente « nuove », attenuando la necessità di investire quasi esclusivamente in quei « titoli guida » che già ottengono facile collocamento sul mercato finanziario. È, d'altra parte, evidente che, mentre è sicuramente impossibile « dominare » una piccola società manovrando il 5 per cento delle azioni con voto, sarebbe d'altronde irrisorio, sotto il profilo della ripartizione dei rischi di portafoglio, l'acquisto di azioni di piccole società nel limite massimo del 2 per cento. Il pericolo, tuttavia, di manovra del « fondo » in funzione di *holding* si profila soprattutto nei riguardi delle partecipazioni a « grandi » complessi, ove la polverizzazione dell'azionariato è, in generale, notevole, e un'aliquota del 5 per cento delle azioni con voto potrebbe, al limite, favorire manovre di controllo o interferenze nel potere decisionale. Perciò, non manca chi, ritenendo pacifica l'aliquota massima del 5 per cento delle azioni con voto emesse da società con capitale inferiore, ad esempio, ai 30 miliardi di lire, proporrrebbe che l'aliquota venisse abbassata al 2 per cento per le società dai 30 ai 50 miliardi di capitale; all'1 per cento per le società con capitale da 50 a 100 miliardi; e al mezzo per cento per le società con capitale superiore ai 100 miliardi.

Va pur detto, tuttavia, che tale proposta non trova corrispondenza alcuna nelle legislazioni vigenti all'interno e fuori dell'area comunitaria.

Infatti, i sistemi che le diverse legislazioni sui fondi comuni di investimento hanno adottato, al fine di evitare che questi si trasformino in strumenti di controllo sulle società di cui possiedono, in portafoglio, i titoli, sono generalmente basati sulla fissa-

zione di un limite massimo indifferenziato (in rapporto all'entità del capitale della società emittente), oltre il quale il fondo di investimento non è autorizzato a detenere, pena la decadenza, azioni con diritto di voto emesso da una stessa società.

Detto limite massimo indifferenziato è del 5 per cento in Francia, nella Germania Federale, in Svizzera, in Austria: elevato al 10 per cento in Francia per le società di investimento a capitale fisso, cioè per i « fondi chiusi »; analoga elevazione è prevista in Svizzera (art. 7 della legge federale del 1966) per le società che gestiscono due o più fondi comuni; elevabile al 7,5 per cento in Austria con l'autorizzazione del ministro delle Finanze. Detto limite è invece del 10 per cento in Spagna, nel Canada e in altri Paesi extra-europei.

Sistemi (in tutto o in parte) diversi risultano adottati soltanto nel Belgio e negli Stati Uniti.

L'articolo 2 della legge belga del 27 marzo 1957 (paragrafo 4) dichiara « nulla ogni clausola inclusa nel regolamento che abbia lo scopo di attribuire un potere permanente alla società di gestione di rappresentare i titolari dei certificati alle assemblee generali nelle società belghe e congolese i cui titoli sono inclusi nel portafoglio del fondo ». Questo sistema è stato oggetto, nella dottrina, di critiche sostanziali, e precisamente:

a) il divieto non si applica alle società di gestione che abbiano la sede sociale all'estero, sicchè si sono verificati casi di acquisizione di posizioni di controllo da parte di società aventi la sede in Olanda e nel Lussemburgo;

b) se il legislatore intendeva di non adottare il divieto di votare in ogni caso, il suo scopo è fallito, poichè riesce praticamente assai difficile se non impossibile, per la società gerente, ricevere la delega da parte di tutti i partecipanti, come richiesto dall'articolo 43 della legge belga sulle società per azioni;

c) rimane aperto il dubbio se sia valido un mandato permanente non incluso nel regolamento della società di gestione; e così

pure se il voto possa essere delegato a un soggetto diverso dalla società di gestione.

Negli Stati Uniti il sistema per impedire il controllo da parte della società di investimento è complesso e ad azione indiretta.

La *Regulated Investment Company* è in regola con la disciplina vigente, e può usufruire di vantaggi fiscali, se adempie a varie condizioni, tra cui:

a) non possedere azioni di una stessa società per oltre il 25 per cento del capitale azionario della società medesima;

b) almeno il 50 per cento del patrimonio della *Company* deve essere rappresentato da denaro o da altre forme di liquidità, da titoli di Stato e da azioni di altre *Companies*.

In deroga al limite minimo di cui alla lettera b), la RIC può computare nel 50 per cento del suo patrimonio ogni altro titolo da essa posseduto, ma a condizione che la sua partecipazione ad una stessa società non ecceda il 10 per cento delle azioni con diritto di voto emesse dalla medesima. Ne consegue che la RIC può possedere azioni con diritto di voto emesse da una stessa società per un ammontare superiore al 10 per cento (e fino al 25 per cento); ma in tal caso non può computare i titoli azionari che possiede ai fini di raggiungere quel 50 per cento del suo patrimonio che la legge espressamente vincola alle forme di investimento precisate alla lettera b).

In definitiva, si deduce dall'esame comparativo dei sistemi adottati dalle diverse legislazioni sui fondi comuni di investimento che il limite indifferenziato del cinque per cento del capitale votante è il più basso tra quelli previsti nelle legislazioni estere; al punto da essere ritenuto inutilmente drastico nella generalità dei casi, nei quali percentuali limitative anche meno rigorose non sarebbero sufficienti a consentire posizioni di controllo.

La soluzione radicale del problema — affacciata anche da studiosi di casa nostra — potrebbe consistere nella esclusione dal diritto di voto stabilita dal provvedimento legislativo in discussione per le azioni incluse nei « fondi comuni ». Si tratterebbe,

più esattamente, di una « sospensione » del diritto di voto, in analogia ad altre ipotesi previste nel codice civile, naturalmente accompagnata dalla incomputabilità delle azioni acquisite ai « fondi » ai fini della regolare costituzione dell'assemblea societaria e della validità delle sue deliberazioni.

È una soluzione, questa, che presenta i suoi « pro » e i suoi « contro » (con netta prevalenza dei « contro » sui « pro »). Al riguardo, va rilevato anzitutto che la introduzione di esclusioni soggettive dal diritto di voto non sarebbe conforme ai principi fondamentali del nostro sistema giuridico. Una cosa, infatti, è consentire azioni oggettivamente prive di voto (come le « azioni di risparmio » nel progetto governativo di riforma delle società per azioni), altra cosa è stabilire che il diritto al voto viene meno quando le azioni siano possedute da certi soggetti (indipendentemente dal conflitto di interessi che costituisce l'unica ipotesi prevista nel nostro codice civile). A parte questa considerazione generale di principio, l'esercizio del diritto di voto connesso alle azioni acquisite ai « fondi comuni » — semprechè non serva ad eludere il divieto di controllo di diritto o di fatto nelle società emittenti, stabilito al terzo comma dell'articolo 9 del progetto governativo in discussione — può costituire un utile strumento di normalizzazione delle assemblee e di autotutela dei piccoli azionisti.

Si è tanto parlato, anche di recente, delle difficoltà e del non corretto funzionamento delle assemblee societarie, nascenti dall'assenteismo dei piccoli azionisti, obiettivamente non indotti a una partecipazione attiva per ragioni di insufficiente competenza e di esiguità degli interessi propri; si è tanto parlato delle carenze della vigente legislazione societaria in materia di tutela delle minoranze azionarie. Ecco i « fondi comuni », invece, capaci di esercitare con competenza il diritto di voto e gli altri diritti sociali; e di esercitarli istituzionalmente nell'interesse esclusivo dei partecipanti, sotto il controllo della vigilanza pubblica, nel quadro di precise responsabilità civili e penali stabilite per gli amministratori della società di gestione.

Anche sotto il profilo pratico operativo, l'esclusione dal voto delle azioni acquisite ai « fondi comuni » potrebbe incoraggiare manovre di vario genere, con effetti di alterazione e sbandamento nella stessa formazione delle maggioranze: basti pensare che i detentori della maggioranza azionaria possono trovarsi improvvisamente in minoranza in seguito alla vendita di azioni della società, già di pertinenza di « fondi comuni »; come a possibili collusioni dei « fondi », indotti all'acquisto di azioni « sterilizzate » per consentire a minoranze di diventare maggioranze. Si può obiettare che risultati del genere possono ottenersi anche attraverso l'esercizio del diritto di voto da parte delle società di gestione dei « fondi »; ma appare quanto meno preferibile che essi derivino da un comportamento aperto e responsabile, piuttosto che costituire il risultato più o meno automatico di una « sterilizzazione » delle azioni di pertinenza di « fondi comuni ».

Per quanto concerne, infine, le altre questioni di fondo, relative al minimo di capitale azionario della società di gestione, al non accoglimento dell'istituto del comitato di gestione ed ai compiti e responsabilità della banca depositaria (coi loro riflessi sulla esigenza fondamentale di rigorosa tutela dei risparmiatori partecipanti), ritengo opportuno rinviarne la trattazione al titolo III, dedicato all'esame dei capisaldi dello schema governativo e degli emendamenti di rilievo maggiore proposti dalla Commissione Finanze e Tesoro all'Assemblea nel corso della lunga proficua discussione preparatoria del dibattito in Aula.

4. — LA *vexata quaestio* DEL TRATTAMENTO FISCALE DEI « FONDI COMUNI ».

Il lungo differimento dell'*iter* delle riforme del diritto societario e del sistema tributario, aggravato dalla mancata armonizzazione, in sede comunitaria, delle legislazioni societarie e dei sistemi fiscali, mette il legislatore nella necessità di affrontare e risolvere senza ulteriore indugio il problema

nevralgico del nuovo istituto dei « fondi comuni »: quello della disciplina fiscale.

Già ho riferito con ampiezza circa la messa a punto e la presa di posizione contenute nel 2° Programma di politica economica a medio termine, approvato dal Consiglio dei ministri della CEE (cap. VI, par. 19) relative alla necessità di porre rimedio allo stato di patente inferiorità competitiva delle imprese produttive sul mercato dei capitali, rispetto agli emittenti pubblici, a causa di esenzioni e agevolazioni fiscali concesse in esclusiva ai titoli emessi dallo Stato, dagli enti pubblici e dagli enti di gestione delle partecipazioni statali; radicale discriminazione perdurante, sia pure in proporzioni minori, tra i due stessi canali per la provvista dei mezzi di finanziamento degli investimenti nel settore privato (obbligazioni e azioni, indebitamento e capitale di rischio).

Il governatore della Banca d'Italia, nella sua relazione del 31 maggio 1967, ribadiva la necessità di « un trattamento fiscale idoneo a favorire l'equilibrio tra il comparto dei titoli a reddito fisso e quello dei titoli a reddito variabile ».

Il Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro (CNEL), nei suoi « pareri » sul progetto di riforma tributaria e su quello di riforma delle società per azioni, esprimeva a sua volta l'avviso che si dovesse, con decisione, perseguire l'obiettivo « di attrarre « tutta la ricchezza mobiliare sotto un unico regime fiscale, non per sottoporla a « una rigida nominatività, ma, al contrario, « per estendere la sua diffusione attraverso « titoli al portatore: dal che discenderebbe « un più ragionevole equilibrio tra capitale « di rischio e capitale di credito attraverso « una più massiccia destinazione del risparmio privato verso investimenti azionari, « determinando in tal modo una fisiologica « ripresa delle attività delle borse; e, d'altra parte, si supererebbe quel motivo di « inferiorità in cui il nostro paese si trova « rispetto ai paesi del MEC, nei quali vige « una legge di circolazione tutta diversa « dalla nostra ».

A conclusione dei suoi « pareri », il CNEL ha proposto formalmente che, in attesa della soluzione generale del problema della

nominatività azionaria (con « schedatura » relativa) in sede di riforma del sistema tributario e della legislazione societaria, il legislatore introduca almeno una deroga immediata alla nominatività per le « azioni di risparmio » acquisite dai « fondi comuni di investimento », per quanto attiene ai certificati di partecipazione emessi dai « fondi » stessi.

Anche il Progetto '80 riconosce che, nel quadro degli incoraggiamenti selettivi da adottare per modificare l'attuale ritrosia del risparmio all'investimento in valori di rischio, « è necessaria l'adozione di un nuovo regime fiscale ».

Però rimane nel vago, non chiarendo *quali* dovrebbero essere i capisaldi del nuovo regime fiscale; a meno che li ritenga circoscritti al nuovo istituto del « credito di imposta » previsto dal progetto di riforma tributaria (il quale istituto, secondo il documento programmatico, « dovrebbe eliminare la discriminazione in atto, a danno del finanziamento azionario in confronto a quello obbligazionario »). L'Assonime, nella citata relazione, dimostra quanta dose di ottimismo sia racchiusa in quel « dovrebbe », sulla base di considerazioni ineccepibili di natura tecnico-economica. Lo stesso Progetto '80, tuttavia, sembra consapevole della inadeguatezza del « credito di imposta » (cioè della facoltà consentita all'azionista di portare in diminuzione del suo debito d'imposta una quota proporzionale del 30 per cento dell'imposta pagata dalla società sugli utili distribuiti) a sciogliere il « nodo » psicologico della nominatività, che sta alla radice della riluttanza del risparmio verso gli impieghi in valori azionari e della discriminazione di trattamento tra dividendi e interessi da obbligazioni; e lascia intravedere una soluzione alternativa molto caldeggiata ma giuridicamente assurda: quella della deducibilità del monte dividendi dal reddito imponibile della società, in analogia alla consentita deducibilità degli interessi sulle obbligazioni. Ma il dividendo non « è spesa di produzione del reddito », nè un *prius* rispetto a questo: è semplicemente erogazione, o distribuzione, del « reddito prodotto ». Tale soluzione appare perciò in contrasto

con i principi giuridici ed economici che presiedono alla tassazione delle società: non solo giuridici, ma anche economici, perchè, subordinando il beneficio fiscale alla entità dei dividendi distribuiti, essa agirebbe — tra l'altro — in senso negativo su quel tasso di autofinanziamento di cui l'Italia registra, nell'area comunitaria, il più basso livello.

Sotto la spinta di prementi esigenze di funzionalità, in nome di presunti irrinunciabili principi di etica fiscale, si tende ad aggirare, pur mantenendolo in essere, il masso erratico della nominatività azionaria, uno degli *idola fori* di baconiana memoria.

La nominatività azionaria, infatti, non è da noi solo un principio di tecnica impositiva in funzione del criterio di progressività dell'imposta previsto nel dettato costituzionale: è, o vorrebbe essere, un'*etica*: un'*etica* già largamente e palesemente compromessa nel settore obbligazionario e nelle regioni a statuto speciale.

Avviene, press'a poco, per la nominatività azionaria quello che si verifica attualmente a proposito delle case da gioco, dei *casinò*, che sono moralmente tollerabili a Campione, a Venezia, a S. Remo, a Saint-Vincent; e diventano immorali — anche per pressioni della concorrenza — in altri centri termali o balneari che ne hanno chiesto la riapertura.

Così per l'«*etica*» della nominatività: è valida per i titoli azionari, meno che nelle regioni a statuto speciale; non è valida per i titoli di stato e assimilabili; non è valida per i depositi bancari e per le obbligazioni emesse dalle società per azioni.

Il regime di nominatività obbligatoria dei titoli azionari, introdotto con R.D.L. 25 ottobre 1941, n. 1148 (convertito, con modifiche, in legge 9 febbraio 1942, n. 96) appariva intonato, all'origine, più che a criteri di giustizia fiscale e di progressività della imposizione, alle circostanze eccezionali caratterizzate dal ritmo produttivo per gli armamenti e dalla crescente spesa pubblica nella congiuntura bellica; ed in particolare alla necessità di controllo dei capitali stranieri in Italia, oltre che alle imperiose esigenze di porre un freno alla speculazione e di favorire il collocamento dei titoli del de-

bito pubblico in momenti di grave tensione inflazionistica.

Dopo la promulgazione della Costituzione repubblicana, la nominatività obbligatoria dei titoli azionari ha avuto ripetute conferme in sede legislativa, tutte ispirate al dettato dell'art. 53 della Costituzione, concernente i «*criteri di progressività a cui deve essere informato il sistema tributario*». È divenuta in tal modo definitivamente inoperante la norma del codice civile concernente la libera alternativa tra circolazione al portatore e circolazione nominativa (art. 2355).

La nominatività obbligatoria dei titoli azionari, che dura ormai da ventisette anni, si è consolidata al punto che nello stesso progetto governativo di riforma delle società per azioni essa è riaffermata come postulato intangibile (art. 5), senza eccezione alcuna, nemmeno per le «*azioni di risparmio*» (art. 8).

Ad onta di tante rigorose conferme su piano nazionale, le regioni a statuto speciale hanno proceduto a scatto libero, con leggi proprie, a far rientrare dalla finestra quella circolazione azionaria al portatore che era stata messa fuori dalla porta principale, motivando le deroghe introdotte, sotto il profilo della legittimità costituzionale dalle competenze previste negli statuti regionali (che fanno parte integrante della Costituzione), e sotto il profilo del «*merito*» da ragioni connesse alle esigenze di sviluppo economico dei rispettivi comprensori regionali.

Così, la legge regionale siciliana 8 luglio 1948, n. 32; la legge regionale sarda 12 aprile 1957, n. 10; la legge regionale del Trentino-Alto Adige 8 agosto 1959, n. 10, hanno aperto breccie sostanziali nel monolitismo della nominatività obbligatoria in campo azionario.

La Corte Costituzionale, dopo aver negato la illegittimità della nominatività obbligatoria sotto il profilo costituzionale, ha messo in dubbio, invece, la costituzionalità delle leggi regionali recanti deroghe alla norma generale.

All'opposto, l'Alta Corte per la Regione Siciliana, alla quale il Governo centrale aveva fatto ricorso, ha invece riaffermato, con sentenza 17 agosto 1948, n. 1, la piena costi-

tuzionalità della deroga in questione, invocando il dettato dell'articolo 14 lettera *d*) dello statuto regionale (competenza esclusiva della Regione in materia di industria e commercio).

La polemica sulla nominatività obbligatoria limitata ai soli titoli azionari come garante dei criteri di progressività dell'imposizione è in crescendo, non solo per le eccezioni introdotte dalle leggi regionali, ma soprattutto perchè, in regime di « economie aperte » sul piano europeo, il sistema di controllo azionario adottato dall'Italia *non è condiviso da alcuno degli altri cinque paesi della Comunità Economica Europea*: il che ostacola e pregiudica in partenza il coordinamento delle legislazioni nazionali in materia societaria e tributaria previsto nel Trattato di Roma; come allontana la prospettiva di una *società per azioni europea*, nel quadro di una economia integrata a dimensioni continentali, postulata dallo sviluppo tecnologico e dalla concorrenza sul piano mondiale.

Esula dai limiti della presente relazione una disamina, anche rapida, del fallimento delle esperienze germaniche e francesi in materia di nominatività obbligatoria dei titoli azionari; come esula un esame comparativo delle ragioni di vario genere che hanno indotto tutti gli altri paesi dell'area comunitaria a ritenere negativa l'esperienza di una rigida nominatività.

L'Italia è l'unico paese del mondo in cui sia previsto (anche se non ancora del tutto funzionante) uno « schedario centrale per il controllo della proprietà azionaria » ai fini fiscali.

In nessun paese dentro e fuori dell'area comunitaria l'imposizione fiscale sui redditi mobiliari si avvale di strumenti tecnici di controllo nominativo della proprietà mobiliare: gli stessi *Registrars* di tipo inglese o statunitense non hanno né la natura né le finalità di schedari fiscali.

In Inghilterra e negli Stati Uniti d'America i titoli azionari sono prevalentemente, ma non necessariamente, nominativi. La forma azionaria nominativa non è prescritta nei due paesi di avanguardia da norme legi-

slative; quando è attuata, è liberamente voluta:

— da organizzazioni di mercato (come ad esempio negli Stati Uniti, ove lo Stock Exchange di New York regola con norme proprie le modalità dei trasferimenti azionari allo scopo di assicurare rapidità e snellezza alle operazioni di borsa);

— dagli stessi azionisti (per cautelarsi da rischi di furto, smarrimento, distruzione, falsificazione dei titoli);

— dagli statuti delle società emittenti (più frequentemente dagli statuti delle aziende di credito e delle compagnie di assicurazione, per agevolare il controllo della base azionaria, ossia della distribuzione delle azioni e degli spostamenti dei pacchetti costitutivi delle maggioranze azionarie).

In Italia, lo « Schedario generale dei titoli azionari », concepito non solo come un registratore di intestazioni e di disintestazioni, ma anche come uno strumento di contabilizzazione delle operazioni mobiliari e di tutti i componenti positivi e negativi che concorrono a formare il reddito mobiliare complessivo dei singoli contribuenti, non presenta, tuttavia, il carattere di « pubblico registro » secondo la qualificazione stabilita nel nostro codice civile con riferimento alla proprietà immobiliare. Perciò, lo Schedario non produce effetti giuridici riguardo alla proprietà dei titoli; e le sue risultanze sono contestabili: anche se, nella fattispecie, le contestazioni espongono gli oppositori e gravosi e fastidiosi oneri di prove.

L'opposizione allo Schedario è, da noi come altrove, di natura soprattutto psicologica, anche se irrazionale; e non è esatto che l'avversione allo Schedario sia una caratteristica esclusiva dei grossi capitalisti, peraltro particolarmente abili e ferrati nell'aggirare tutti i posti di blocco della nominatività: è comune anche ai piccoli e medi contribuenti percettori di redditi mobiliari.

Negli U.S.A. è solo vigente l'obbligo, per le società, di denuncia dei nominativi ai quali vengono corrisposti redditi azionari; e l'obbligo per le banche di denuncia dei nominativi dei beneficiari di redditi azionari a cui le banche stesse abbiano corrisposto dividendi su azioni loro fiducia-

riamente intestate, o ricevute a riporto, o acquistate con patto di rivendita, o ricevute in deposito o a comodato irregolari. Sistema, questo, che il prof. Ascarelli, inserendosi nel luglio 1957 in una polemica dottrinaia insorta tra il prof. Graziani e il prof. Visentini, riteneva consigliabile anche per l'Italia, onde evitare la macchinosità di uno « schedario » di difficile aggiornamento e la paralisi funzionale delle borse valori per eccesso di inceppi burocratici.

La rivista fiorentina « Il Ponte », fondata da Piero Calamandrei (una rivista non sospetta di conservatorismo, e, tanto meno, di involuzioni reazionarie) pubblicava di recente alcune considerazioni malinconiche e garbatamente caricaturali di un collaboratore esperto in materia economico-finanziaria a proposito della puntuale celebrazione solenne della « Giornata del risparmio » in Campidoglio. Commentava, quell'esperto, il triste destino del « risparmio » celebrato in Campidoglio, espresso dall'alternativa: o in balia delle tosature monetarie nei depositi bancari e negli impieghi obbligazionari, o « schedato » — ancora, per fortuna, senza le impronte digitali — nel « ghetto » degli impieghi azionari. Quello che, ardito e smaliato, varca clandestinamente le frontiere, non è il risparmio piccolo e medio, è quello dei grossi *possidentes*, espertissimi nell'aggirare i posti di blocco della nominatività con la stessa organizzazione raffinata che li indirizza a cavarsela bene in ogni settore impositivo.

Questi grossi *possidentes* non hanno certo bisogno dei « fondi comuni » per le scelte d'impiego delle loro disponibilità: il loro potenziale economico e organizzativo li pone in condizioni di provvedere direttamente a quella selezione e diversificazione degli investimenti che costituisce il servizio reso dai gestori dei « fondi » ai risparmiatori che investono per loro tramite.

Il disegno di legge Reale, concernente la delega legislativa al governo per la riforma tributaria, presentato alla Camera il 1° luglio 1969, affronta il grosso « nodo » della nominatività obbligatoria in funzione del criterio generale della progressività dell'imposizione fissato dal dettato costituzionale,

ma in effetti circoscritto nella sua validità ai soli titoli azionari.

Anzitutto, per ragioni di coerenza, prevede (al n. 13 dell'art. 11) « l'abolizione delle deroghe al principio della nominatività obbligatoria dei titoli azionari, previste nelle leggi di regioni a statuto speciale », per la semplice ragione che un principio generale, ispirato, per giunta, a un dettato costituzionale, non può ammettere deroghe territoriali.

Ma, per quanto attiene alla discriminazione di trattamento, sotto il profilo della nominatività obbligatoria come garante dei principi di generalità e progressività della imposizione fiscale, tra dividendi azionari e frutti derivanti a persone fisiche sotto forma di interessi su titoli obbligazionari pubblici e privati e interessi su depositi e conti correnti bancari e postali, la presa di posizione del disegno di legge diventa più cauta e preoccupata. Dopo aver riconosciuto che gli interessi in questione « dovrebbero concorrere, alla stessa stregua degli altri redditi, a formare l'imponibile complessivo di ciascun contribuente »; e che, all'opposto, la tassabilità di detti interessi costituisce attualmente una « finzione » che equivale, in pratica, a una « esenzione », lo schema governativo non manca di mettere in luce i riflessi negativi che un tale favore fiscale comporta, per il fatto che esso rende più acuto « il fenomeno preoccupante e giustamente lamentato del sempre minore ricorso alle emissioni azionarie da parte delle aziende produttive e del sempre maggiore ricorso all'indebitamento ». Tuttavia — soggiunge la relazione che precede lo schema governativo —, « non può essere sottovalutata l'inopportunità di vietare anche nel comparto obbligazionario la circolazione dei titoli al portatore e di abolire il segreto bancario, se non a patto di pregiudicare gravemente lo sviluppo economico del paese. L'accertamento nominativo dei percettori di interessi sulle obbligazioni avrebbe, infatti, effetti negativi sulle emissioni obbligazionarie pubbliche e private, dalle quali principalmente deriva il finanziamento degli investimenti delle aziende pubbliche e private. L'accertamento nominativo dei depositi e

dei conti correnti bancari e postali determinerebbe larghe fughe dei depositi individuali, metterebbe in difficoltà le imprese bancarie e renderebbe difficili i finanziamenti di credito ordinario. Se il sistema di accertamento nominativo venisse esteso anche ai titoli di Stato, anche lo Stato ne avrebbe conseguenze negative. Ma se, di fronte alla gravità di questo pericolo, si escludessero dall'accertamento nominativo i titoli di Stato, e questi soltanto, ne deriverebbe che lo Stato potrebbe bensì continuare ad emettere propri prestiti, ma rischierebbe di essere il solo a poterlo fare, e dovrebbe quindi assumere a proprio carico il finanziamento dei piani di investimento delle imprese pubbliche e private. In questo modo il problema, che all'origine si presenta come puramente fiscale, avrebbe effetti che inciderebbero sulle strutture fondamentali del nostro sistema economico. È facile prevedere che, di fronte a queste prospettive e in presenza delle reazioni che ne deriverebbero, l'autorità politica rinunciarebbe di fatto all'accertamento nominativo delle obbligazioni ».

Primum vivere, quindi. Anche in sede di interpretazione del dettato costituzionale relativo alla progressività delle aliquote impositive sul coacervo dei redditi, bisogna fare i conti con la realtà. Nella relazione illustrativa del proprio schema di delega per la riforma tributaria, i ministri presentatori si dicono confortati dal fatto — peraltro assai discutibile — che, « in Italia, nessuno dei grandi patrimoni e dei grandi redditi individuali è fatto di obbligazioni, di titoli di Stato e di depositi bancari ».

Ma anche se questo fosse vero, quale sarebbe allora, in concreto, il rimedio al « fenomeno preoccupante e giustamente lamentato del sempre minore ricorso alle emissioni azionarie da parte delle aziende produttive e del sempre maggiore ricorso all'indebitamento »?

E quale sarebbe, in concreto, all'infuori del palliativo del « credito di imposta », l'incentivo all'investimento diretto e indiretto del risparmio piccolo e medio in valori di rischio negoziati nel mercato finanziario?

Risponde la relazione premessa allo schema governativo: « In altro modo deve essere

soddisfatta la necessità di introdurre efficaci correttivi al grave fenomeno della rarefazione dei capitali di rischio e della dilatazione dell'indebitamento, fenomeno che può indebolire gravemente l'apparato produttivo del paese ».

L'altro modo è ravvisato, nella relazione, nella introduzione di « strumenti adeguati, da tempo individuati in sede programmatica », cioè a dire le *azioni di risparmio* e i *fondi comuni di investimento*, da istituire con « trattamento fiscale particolare » nel quadro della riforma delle società per azioni.

Dal momento però che la casa brucia, e il « quadro della riforma » è ancora in alto mare, non resta che precedere i tempi dell'iter legislativo della riforma di struttura e mettere l'Italia in condizioni di parità e di competitività rispetto agli altri paesi dell'area comunitaria. La riforma seguirà, confermando o aggiustando e perfezionando, in base all'esperienza acquisita in fase sperimentale. Nulla v'ha in campo legislativo ed economico-tecnico, che non richieda una disciplina iniziale e gradualmente perfezionamenti successivi.

L'esame della disciplina fiscale dei « fondi comuni » proposta nello schema governativo dice subito che non si tratta di radicale abbandono della nominatività dei titoli azionari nei « fondi » stessi, ma di semplici eccezioni alla regola generale, intese ad ottenere, entro certi limiti di reddito, l'assimilazione dei certificati di partecipazione alle « azioni di risparmio », a loro volta assimilabili alle obbligazioni emesse dalle società per azioni, sotto il profilo della circolazione e sotto il profilo tributario.

D'altra parte, l'articolo 47 della Costituzione fissa al legislatore ordinario la direttiva di « favorire l'accesso del risparmio popolare al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese ». È una norma costituzionale alla pari con quella prevista all'articolo 53 della Costituzione, concernente i « criteri di progressività a cui dev'essere informato il sistema tributario ».

Evidentemente, per « favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario diretto e indiretto », il legislatore costi-

tuate non intendeva alludere soltanto alle esortazioni contenute nei comunicati-stampa dei dicasteri governativi. Se poi vogliamo aggiungere i riflessi dell'articolo 11 della Costituzione, relativo all'impegno di promuovere e favorire, con le necessarie limitazioni di sovranità (sempre « in condizioni di parità », ma anche, inevitabilmente, di competitività), la partecipazione dell'Italia a ordinamenti comunitari internazionali, avremo il quadro della legittimità e della doverosità di una equa soluzione della *vexata quaestio*.

Ed eccoci portati nel vivo della controversia sul particolare trattamento fiscale dei « fondi comuni », previsto nello stesso disegno di legge governativo sulla riforma tributaria.

Taluno, dopo avere richiamato i già accennati inconvenienti provocati da una disciplina fiscale di privilegio accordata ai « fondi comuni », avulsa dalla duplice riforma societaria e tributaria (che, con l'introduzione nel sistema delle « azioni di risparmio » e le implicazioni relative sotto il duplice profilo societario e tributario, avrebbe meglio giustificato l'assimilazione dei certificati emessi dai « fondi » alle obbligazioni; e avrebbe meglio consentito un trattamento fiscale diverso da quello delle azioni « con voto »), ha osservato: « La via che creerebbe meno pericoli per l'avvenire e meno pregiudizio per la riforma tributaria, starebbe nella sostanziale assimilazione dei certificati emessi dai "fondi" alle obbligazioni, accompagnata da una robusta cedolare, da un rigoroso limite massimo delle azioni con voto pieno acquisibili dai fondi stessi, e da un più rigoroso limite massimo delle azioni con voto acquisibili, emesse dalla medesima società ».

I due disegni di legge in esame, sia quello governativo che quello d'iniziativa parlamentare, non propongono tuttavia l'abbandono indiscriminato della nominatività attraverso l'applicazione di una « cedolare secca », sia pure « robusta », ai proventi distribuiti senza distinzioni di entità.

Lo schema governativo (il quale sostanzialmente traspone in termini di reddito il limite di applicazione della cedolare secca che

lo schema d'iniziativa parlamentare aveva espresso in termini di capitale nominale) prevede l'applicazione di una cedolare, a titolo di imposta, cioè a dire liberatorio, del 10 per cento sugli utili attribuiti alle azioni nominative incluse nei fondi comuni fino al limite massimo complessivo di 4 milioni di lire, fermo restando l'obbligo della società di gestione di operare il prelievo del 10 per cento su tutti i proventi imponibili.

È su questo punto nodale che la discussione s'è accesa fin dal primo apparire del disegno di legge governativo, frutto di un laborioso « concerto » in sede politica. Si è eccepito che il dettato costituzionale relativo alla necessità di una disciplina fiscale intesa a « favorire l'accesso del risparmio popolare al diretto e indiretto investimento azionario » non può essere equamente interpretato nel senso di privilegiare in sede impositiva una dimensione di reddito tanto vistosa (che può crescere, di fatto, con la pluralità dei « fondi » e il gioco dei prestanome); si è obiettato inoltre che, una volta concesso per i « fondi », analogo trattamento di favore sarà fatalmente preteso per i redditi di lavoro, per le abitazioni e per i fondi rustici.

Per avere una visione obiettiva della *vexata quaestio*, va però tenuto ben presente che i redditi ripartiti fra i partecipanti al « fondo » hanno già scontato l'imposta di ricchezza mobile in sede di tassazione dei singoli bilanci societari. Non va dimenticato che su ogni 2 lire di reddito conseguito, la società per azioni può distribuirne una sola, perchè la seconda va all'erario. Il prelievo del 10 per cento all'origine del tributo (a titolo di imposta fino al limite complessivo di 4 milioni; come cedolare di acconto oltre detto limite), va pertanto considerato, come cedolare secca, cioè come eccezione alla progressività dell'imposizione entro il predetto limite di reddito complessivo distribuito, unicamente nei confronti dei percipienti (persone fisiche, fondi previdenziali; per le persone fisiche non residenti in Italia e per gli enti morali esenti dalla imposta sulle società deve essere effettuata in sede di distribuzione dei

venti o di rimborso delle quote, una ulteriore ritenuta a titolo di imposta del 20 per cento); e va considerato in relazione alla duplice finalità di agevolare ai « fondi comuni » il conseguimento del loro obiettivo economico-sociale in condizioni di competitività rispetto agli istituti similari da tempo operanti nell'area comunitaria, e di rendere meno forte il distacco di trattamento fiscale tra azioni di risparmio e obbligazioni emesse dalle società per azioni.

L'Assonime, nella relazione citata, ha espresso l'avviso che « il divario di trattamento fiscale dei percipienti di redditi conseguiti dai « fondi comuni » e dei beneficiari di redditi provenienti da investimenti mobiliari attuati direttamente » non debba « essere eccessivo », per non « privilegiare troppo » i primi rispetto ai secondi, per non allargare troppo le eccezioni al principio della progressività dell'imposizione e non accentuare in misura non necessaria il distacco dal trattamento dei redditi di lavoro.

Va però rammentato che si tratta, nella fattispecie, di attenuare nei confronti delle azioni di risparmio un divario di trattamento già in atto, in notevole misura, in virtù delle esenzioni e delle agevolazioni concesse agli interessi dei titoli obbligazionari, che hanno ingigantito l'indebitamento delle imprese produttive e provocato l'anemia progressiva dei capitali di rischio.

Se così è, delle due l'una: o si vogliono accogliere, come correttivo del lamentato fenomeno, le indicazioni sostanzialmente concordanti del 2° Programma CEE, del Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro, del Progetto '80 e dei disegni di legge governativi sulla riforma delle società per azioni e della riforma tributaria, o non si vogliono accogliere, consentendo che l'Italia, nonostante la direttiva precisa del dettato costituzionale, continui a rimanere l'unico tra i paesi del Mercato Comune privo dell'istituto per l'investimento fiduciario del risparmio in valori di rischio: di un istituto operante in condizioni di competitività nell'area comunitaria.

Punto focale di orientamento delle polemiche prese di posizione contro le proposte eccezioni alla validità del principio della nominatività azionaria è quello di non com-

promettere in partenza la direttiva della progressività dell'imposta sul coacervo dei redditi personali e familiari, che sta alla base della imposta complementare. « Addirittura patetica — scrive Mario Ferrari nella rivista " Il Ponte " del 31 maggio 1969 — è l'ostinazione con cui si insiste nell'offrire sacrifici sull'altare della " complementare ", dio insensibile che si ostina a non fare miracoli... Nessuna palingenesi è attendibile nella imposizione personale del reddito, il più doloroso, il più evadibile, il più evaso, il più screditato di tutti i tributi, che ci si ostina a considerare la base del nuovo sistema tributario, in nome di una arcaica mitologia impositiva, che né il compianto ministro Vanoni, né il suo predecessore comunista Scoccimarro erano riusciti, coi loro encomiabili sforzi, a rendere efficiente sul piano della giustizia tributaria ».

Infatti, nel 1968, le dichiarazioni per l'imposta complementare sul reddito hanno consentito di accertare un reddito imponibile complessivo di soli 3.840 miliardi, con soli 21.062 redditi superiori ai 5 milioni, dei quali soltanto 648 superiori ai 20 milioni.

Un bilancio senz'altro impressionante e demoralizzante. Non va, tuttavia, dimenticato che, da noi, sono esclusi dalla imposizione personale progressiva tutti i redditi dei titoli non soggetti a nominatività (cioè, all'incirca, il 45 per cento dei redditi mobiliari complessivi: ne consegue che, formalmente, solo il 55 per cento di detti redditi complessivi resta perseguibile ai fini impositivi); inoltre, solo il 40 per cento circa dei redditi dei titoli soggetti a nominatività è perseguibile con successo ai fini della imposta progressiva, perchè interferiscono redditi introitati da istituti parastatali, o incassati da enti tassabili in base a bilancio (che concorrono, quindi, solo indirettamente a formare i coacervi dei redditi personali soggetti ad imposizione progressiva), o introitati da enti morali.

Ora, dato che, matematicamente, il 40 per cento del 55 per cento dà il 22 per cento, ne consegue che *solo il 22 per cento circa dei redditi mobiliari totali* è perseguibile con successo ai fini dell'imposta personale progressiva. La percentuale si abbassa ulterior-

mente se si tiene conto del fatto che la legge concerne particolarmente i redditi dei titoli azionari quotati, i quali costituiscono, in valore nominale, meno della metà dei titoli azionari in circolazione.

In sintesi, i risultati conseguibili in termini di gettito fiscale netto sono singolarmente modesti, non solo per l'incidenza di evasioni al dovere fiscale, ma anche e soprattutto per *la limitata base di reddito mobiliare imponibile*.

Il principio costituzionale della progressività della imposizione tributaria diventa operante solo se vi è completezza di accertamento e di assoggettamento a tributo di tutto il materiale imponibile da imputarsi in via globale al singolo contribuente.

Il gettito dell'imposta complementare, previsto in bilancio per 800 miliardi, è assorbito quasi per intero dall'annuo *deficit* di gestione delle Ferrovie dello Stato. Il Ferrari ritiene — a mio avviso fondatamente — che l'imponenza delle evasioni, totali o parziali, alla « complementare », più che all'entità delle aliquote progressive, sia da attribuirsi alla irrisorietà del minimo imponibile di 960 mila lire, cioè 80 mila lire mensili, meno di quanto guadagna una domestica a ore. Se si tiene conto del fatto che il predetto minimo imponibile viene calcolato cumulando il reddito di tutti i componenti l'unità familiare, si può convenire che l'esenzione è limitata ai redditi familiari al limite dell'indigenza.

Sotto il profilo della *competitività*, va osservato che un regime fiscale troppo accentratamente discriminatorio a carico dei « fondi » italiani rispetto ai trattamenti fiscali vigenti dentro e fuori dell'area comunitaria, sortirebbe l'effetto sicuro di rendere inoperanti, e perciò inutili, i nuovi strumenti per l'investimento fiduciario del risparmio in capitali di rischio. Va anche tenuta presente la opportunità di evitare che i gestori di « fondi » nostri siano, di fatto, costretti ad avventurarsi in ardite scelte speculative in titoli esteri, suggerite proprio dalla esigenza di lucrare proventi (in *dividends* e in *capital gains*) in misure tanto elevate da compensare il divario di trattamento fiscale instaurato dalla disciplina interna rispetto a quelle più favorevoli sul piano in-

ternazionale; e non solo intese ad elevare, entro limiti prudenziali, il tasso medio reale di rendimento dei titoli azionari italiani (che nell'ultimo quadriennio si è aggirato sul 4,2 per cento, al lordo della cedolare): situazione di emergenza sotto il profilo amministrativo, che metterebbe la stessa vigilanza governativa sulla gestione dei « fondi » di fronte all'alternativa: o autorizzare, o ammettere la fine dell'istituto.

Ai fini del necessario allineamento del regime fiscale da adottare per i « fondi » italiani con i regimi vigenti nei paesi dell'area comunitaria, e, in generale, nei paesi i cui « fondi di investimento » godono di un elevato grado di attrazione nell'area comunitaria, è opportuno un breve esame comparativo, attinente sia al problema della nominatività azionaria che a quello del sistema specifico di tassazione dei proventi dei « fondi ».

In *Francia*, fino al 1941, vigeva una piena facoltà di scelta, esercitata dall'azionista, tra la forma azionaria al portatore e quella nominativa: lo statuto della società emittente poteva, tuttavia, prescrivere la forma nominativa. Le leggi francesi del 1941 e del 1943 (promulgate in periodo di congiuntura bellica) introdussero la nominatività obbligatoria dei titoli azionari, che venne nel dopoguerra abolita con legge del 1949. È rimasto in vigore l'obbligo della nominatività per le azioni non interamente liberate; come è fatta salva la facoltà all'azionista di richiedere ed agli statuti delle società emittenti di prescrivere la forma nominativa.

I dividendi sulle azioni e gli interessi sulle obbligazioni sono soggetti a una imposta proporzionale del 18 per cento trattenuta dagli enti pagatori, i quali devono denunciare agli organi fiscali i nominativi dei percettori di tali redditi mobiliari. Interessi e dividendi, al netto del 18 per cento già pagato sotto forma di imposta proporzionale, concorrono poi a formare il reddito globale delle persone fisiche e giuridiche sottoposto all'imposta progressiva sul reddito. Senonché, non essendo esplicitamente richiesto dalla legislazione fiscale francese che il percettore materiale dei redditi mobiliari debba dimostrare di essere anche il proprietario dei titoli relativi, è resa possibile la mimetizza-

zione, ossia la dispersione dei redditi mobiliari su molteplici nominativi, ottenibile attraverso l'incasso delle cedole a mezzo di prestanomi o di società di comodo.

Per quanto attiene, in particolare, al trattamento fiscale dei « fondi comuni », è stabilita una cedolare secca nella misura del 25 per cento per i portatori di « parti » non residenti in Francia (recuperabile nel quadro degli accordi internazionali sulla doppia imposizione).

Nella *Germania Federale* la legge non prescrive l'obbligo della nominatività per i titoli azionari; questi, in prevalenza, sono al portatore. Per i titoli nominativi è prevista la girata in bianco. I redditi mobiliari sono soggetti indiscriminatamente a una imposta cedolare secca del 25 per cento.

Per quanto riguarda il trattamento fiscale dei « fondi comuni », la legge 16 aprile 1967 sulle società di investimento prevede la esenzione degli utili distribuiti dai « fondi » stessi da qualsiasi forma impositiva, come frutti di investimenti attuati « dal risparmio » secondo le direttive programmatiche della *soziale Marktwirtschaft* instaurata dal 1959 in poi. Analoga esenzione è accordata per le plusvalenze di capitale e per gli oneri fiscali sugli atti di sottoscrizione delle « parti ».

Nel *Belgio*, non solo non è prescritta la forma nominativa per i titoli azionari; ma anche i certificati nominativi sono muniti di foglio-cedole al portatore; e in borsa si trattano solo titoli al portatore. I dividendi sono soggetti a una imposta cedolare secca del 30 per cento, trattenuta alla fonte.

Identico trattamento (in virtù della legge 27 marzo 1957 sulla disciplina dei « fondi aperti di investimento » promulgata con carattere sperimentale e convalidata in forma definitiva con legge 28 dicembre 1961) è previsto per i proventi dai « fondi » (con cedolare secca recuperabile, dai partecipanti esteri, nel quadro degli accordi internazionali sulla doppia imposizione).

In *Olanda* la legge non prescrive, per i titoli azionari, la forma nominativa. In grande maggioranza, le azioni sono al portatore. I dividendi azionari sono soggetti a una cedolare secca del 15 per cento, trattenuta

dagli enti erogatori. È in vigore una sovrimposta progressiva sui « superdividendi » applicata alla quota di dividendo che ecceda il 9 per cento sul capitale sociale. Nessun diverso trattamento è previsto per i dividendi distribuiti dai « fondi comuni » (tranne il diritto di recupero, da parte dei partecipanti stranieri, della cedolare secca trattenuta alla fonte, nel quadro degli accordi internazionali sulla doppia imposizione), anche per l'assenza, in Olanda, di una disciplina speciale dei « fondi » stessi che tuttavia, nel loro enorme sviluppo, hanno raggiunto posizioni di primato in Europa.

Nel *Lussemburgo* è in atto una specie di « paradiso fiscale », senza nominatività obbligatoria e con regime tributario che prevede, per i dividendi azionari distribuiti direttamente o attraverso i « fondi comuni », esenzioni e riduzioni che non hanno il corrispondente in alcun altro paese, dentro e fuori dell'area comunitaria. I « fondi comuni » lussemburghesi, trapiantati dalla Svizzera, non sono disciplinati da alcuna legge speciale: le singole norme regolamentari sono suggerite dal diritto comune e dall'esperienza internazionale. Il regime fiscale dei « fondi » operanti nel Granducato è desunto dalla legge 31 luglio 1929 (« sur le régime fiscal des sociétés de participation financière ») ispirata alla finalità di favorire la concentrazione nel Lussemburgo del maggior volume possibile di capitali stranieri.

In sintesi, emerge dall'esame comparato dei diversi « statuti fiscali » dei « fondi comuni » vigente negli altri cinque paesi dell'area comunitaria un quadro di sintonie (o di orientamenti comuni) relative al radicale abbandono del principio della nominatività obbligatoria per i titoli azionari, alla recuperabilità delle ritenute di imposta sulla base di accordi internazionali contro le doppie tassazioni, all'esenzione fiscale dei *capital gains* (onde evitare la doppia imposizione sui redditi conseguiti, sia presso i « fondi » che presso i singoli detentori di quote di partecipazione); ma emerge altresì un quadro di notevoli dissonanze (o disparità di trattamento) relative soprattutto al divario delle aliquote e alla diversità dei congegni

applicativi dell'imposta cedolare (ov'è applicata).

Il che può dare un'idea concreta della difficoltà di accordare lo strumento dei « fondi comuni » su di una lunghezza d'onda europea, allo scopo di consentire che l'offerta ai risparmiatori avvenga nell'area comunitaria in condizioni di assoluta parità.

5. — NECESSITÀ DI UNA SOLUZIONE COMUNITARIA DEL PROBLEMA DEI « FONDI COMUNI ».

A Losanna, nel novembre 1968, in occasione di una « tavola rotonda » sul tema: « Il mercato europeo dei capitali al servizio dello sviluppo economico » indetta dall'Associazione per lo studio dei problemi dell'Europa, studiosi e operatori pubblici e privati hanno discusso ad alto livello il rapporto di base presentato dal prof. Claudio Segrè sulla situazione del mercato finanziario in Europa. « Ci si trova in una specie di circolo vizioso — ha affermato l'autore del rapporto —: le società non possono accrescere, soprattutto nell'area del Mercato Comune, le loro dimensioni produttive perchè non trovano sui mercati finanziari nazionali risorse sufficienti; a loro volta, le istituzioni finanziarie non possono allargare le loro attività perchè non trovano società di statura adeguata ».

Il dibattito tra specialisti ha messo in luce il divario di orientamenti dei poteri pubblici nei Paesi della CEE, più propensi in genere all'apertura di frontiere alla competizione in campo industriale che non alla integrazione finanziaria, garante della mobilità dei capitali su basi di reale reciprocità. Eppure, « le statistiche delle emissioni, o quelle del risparmio nei singoli Paesi europei, danno nel loro insieme una idea impressionante di quello che sarebbe il potenziale straordinario di un mercato finanziario unico ». Che il risparmio non manchi nei Paesi della CEE — e, in rapporto al prodotto lordo, a un livello perfino superiore a quello britannico e statunitense, è dimostrato, tra l'altro, dal fenomeno delle « eurobligazioni », che ha raggiunto dimensioni

imponenti (superando i 3 miliardi di dollari): fenomeno che risale al 1963, quando gli Stati Uniti allontanarono, con apposite tassazioni, dal loro mercato interno i cercatori europei di capitali. Tuttavia, per mancato coordinamento tra enti di emissione e consorzi di collocamento, è prevalsa sul mercato delle eurobligazioni la legge del più forte, in contrasto con le priorità imposte da una meditata e dosata ripartizione in sede nazionale dei capitali fra il settore pubblico e quello privato; priorità superiormente postulate, in più vasto ambito, da un'equa distribuzione dei capitali fra zone sviluppate e paesi in via di sviluppo.

Tra i problemi particolari discussi a Losanna e lumeggiati nel rapporto Segrè, ha assunto rilievo particolare quello connesso alla riluttanza dei risparmiatori piccoli e medi agli investimenti in valori di rischio nei settori produttivi; e, di riflesso, l'altro problema essenziale, ai fini della unificazione dei mercati finanziari nell'ambito della CEE: quello di una legislazione comunitaria sui « fondi comuni ».

L'articolo 67 del Trattato di Roma dispone: « Gli Stati sopprimono, nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni nei movimenti dei capitali; e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti, o sul luogo di collocamento dei capitali ».

L'impegno di eliminare le restrizioni al movimento dei capitali, le discriminazioni tra soggetti appartenenti a differenti Stati membri e le discriminazioni di trattamento fondate sul luogo del collocamento dei capitali, cioè l'impegno di eliminare i divari di ordinamento che siano di ostacolo alla costituzione ed alla vitalità di un mercato integrato dei capitali, comporta evidentemente la uniformazione globale di tutte le discipline legislative, di tutte le strutture istituzionali, di tutti i trattamenti fiscali operanti nelle varie aree nazionali, con particolare riguardo alle operazioni di emissione di valori mobiliari, alla informazione del pubblico dei risparmiatori, al regime di circolazione dei titoli, alla ammissione alle quotazioni delle borse valori, al trattamen-

to fiscale e allo *status* del risparmiatore-investitore.

Ora, dal momento che nell'area comunitaria la forma dell'investimento indiretto del risparmio in valori di rischio, attraverso gli *investments trusts*, ha assunto proporzioni prevalenti rispetto a quella dell'investimento diretto, l'impegno di uniformazione delle discipline giuridico-fiscali dei « fondi comuni » appare essenziale alla formazione di un mercato comune dei capitali.

Ma è chiaro che tale disciplina unificata in sede comunitaria non può prescindere da un sostanziale coordinamento delle legislazioni nazionali in materia di società per azioni. Anche l'idea di una *società per azioni europea*, intorno alla quale si sta lavorando da anni con molte dissertazioni accademiche ma finora con scarsi risultati pratici, dovrà essere portata avanti, nel quadro di una economia integrata a dimensioni continentali, capace di fronteggiare le esigenze poste, su piano mondiale, dallo sviluppo tecnologico, che procede a ritmo vertiginoso.

III

GLI EMENDAMENTI AL TESTO DEL PROGETTO GOVERNATIVO PROPOSTI DALLA COMMISSIONE FINANZE E TESORO ALL'ASSEMBLEA.

Com'era prevedibile, la discussione in sede referente presso la Commissione legislativa Finanze e Tesoro sulla disciplina giuridico-fiscale dei « fondi comuni di investimento » si è svolta, con ampiezza e con vivacità, soprattutto attorno a due punti focali: la tutela dei risparmiatori partecipanti ed il particolare trattamento fiscale.

Gli emendamenti al testo del disegno di legge di iniziativa governativa proposti dalla Commissione all'Assemblea sono numerosi e di varia portata: molti di essi sono, tuttavia, di natura tecnica e sono stati dettati dall'intento — apprezzato e condiviso dai rappresentanti del Governo che hanno partecipato con assiduità e con impegno ai lavori della Commissione — di rendere più perspicuo il dettato dei singoli articoli,

di renderne più incisivo il contenuto e meno incerta la interpretazione in sede operativa.

Per quanto attiene alla valutazione — in complesso, positiva — dei capisaldi dello schema governativo ed ai pochi emendamenti di natura sostanziale suggeriti dalla Commissione in sede referente, la loro fondamentale ispirazione è sembrata riconducibile essenzialmente alla duplice preoccupazione sopra accennata: la maggiore tutela possibile dei risparmiatori partecipanti e la configurazione di una disciplina tributaria tale da garantire agli istituendi « fondi comuni » un minimo di appetibilità e di competitività (nei confronti di altre forme di investimento nell'ambito nazionale e dei concorrenti organismi stranieri operanti nell'ambito internazionale in regime di economie aperte), in ossequio al dettato costituzionale (che non solo autorizza, ma impone al legislatore ordinario di favorire, di facilitare l'investimento anche indiretto del risparmio popolare nei capitali di rischio delle imprese produttive), riducendo peraltro entro limiti ragionevoli ed accettabili le turbative al vigente sistema tributario e i pregiudizi alla sua riforma.

1. — TUTELA DEI RISPARMIATORI PARTECIPANTI.

Le Commissioni legislative Giustizia e Industria e Commercio, nei loro « pareri », hanno sottolineato la fondamentale importanza, nella disciplina dei « fondi comuni », del *sistema delle garanzie* a tutela dei risparmiatori partecipanti.

Il fatto che il « fondo comune » non abbia personalità giuridica, sia « patrimonio comune dei partecipanti » ben distinto dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei singoli partecipanti; e l'altro fatto, non meno rilevante, che lo speciale tipo di comunione configurato in sostituzione dell'istituto del *trust*, di derivazione anglosassone, escluda i risparmiatori condòmini non solo dalla influenza permanente nelle scelte di gestione delle imprese finanziate, ma anche dal diritto di concorrere alla stessa amministrazione della cosa comune (arti-

colo 1105 del codice civile), vengono a porre, sotto il profilo della tutela, i risparmiatori partecipanti (titolari, di fatto, di « azioni di risparmio » e non di azioni con voto) in condizioni meno favorevoli rispetto a quelle garantite dal codice civile agli obbligazionisti, ai quali sono riconosciuti poteri deliberativi assembleari e diritti di rappresentanza per la tutela degli interessi comuni (articoli 2415-2418).

Nasce da questo stato di patente inferiorità l'importanza essenziale del *sistema delle garanzie*.

Nel disegno di legge governativo, la protezione dei partecipanti ai « fondi » appare ispirata a quella stessa visione moderna delle esigenze nascenti dai nuovi rapporti nell'ambito societario che già aveva caratterizzato il progetto governativo di riforma delle società per azioni: quella, cioè, secondo la quale la tutela del risparmio non può essere efficacemente rimessa alle sole azioni individuali promuovibili dai risparmiatori contro chi ha male amministrato i loro capitali, né a forme di difesa organizzata altrettanto inefficaci quanto teorica appare la possibilità di solidarizzare le volontà di numerosi soggetti, il cui comportamento è, in generale, caratterizzato dall'assenteismo.

Secondo l'aforisma famoso, dettato dalla sapienza giuridica dell'antichità classica, *Vigilantibus, non dormientibus, jura succurrunt*; ma la dispersione, la polverizzazione del risparmio nei canali d'impiego escogitati senza posa dalla tecnica finanziaria, dominatrice del mondo contemporaneo, e la complessità e la costosità delle procedure giudiziali sono tali da scoraggiare ogni iniziativa dei singoli *vigilantes*.

È noto infatti che le assemblee degli obbligazionisti, convocate a termini dell'articolo 3415 del codice civile per la nomina del loro rappresentante, vanno regolarmente deserte; e che alla nomina stessa provvedono sistematicamente i presidenti dei tribunali competenti su ricorso delle società emittenti. I rappresentanti comuni così nominati, forniti dalla legge di potere rappresentativo ma non deliberativo, finiscono per esaurire la loro platonica funzione nel rei-

terare inutili tentativi di riunire l'assemblea degli obbligazionisti, la cui deliberazione è necessaria per l'assunzione di tutte le iniziative che non abbiano mero carattere di denuncia o di atto conservativo. L'esperienza, pertanto, dimostra la scarsa utilità della istituzione di un assemblea dei partecipanti e della nomina di un loro rappresentante comune, sul modello di quanto disposto per la tutela degli interessi degli obbligazionisti; come dimostra l'opportunità di surrogare inutili e macchinose forme di tutela privatistica con una protezione di tipo pubblicistico, a salvaguardia degli interessi dei partecipanti contro il pericolo di comportamenti colposi o dolosi, o anche semplicemente non conformi alle norme di legge o di regolamento da parte della società di gestione. Tuttavia, il progetto governativo non esclude, anzi, prevede esplicitamente la possibilità che il singolo partecipante agisca individualmente contro la società di gestione per contestare eventuali inadempimenti alle norme di legge e di regolamento che disciplinano il « mandato » ad amministrare il « fondo », cioè il patrimonio comune dei partecipanti. Opportunamente però, in base a una visione realistica del problema e in base alla preminente considerazione della funzione peculiare dei « fondi comuni » come canali collettori del risparmio per l'investimento in capitali di rischio, il progetto dispone che la istituzione e la gestione dei « fondi » stessi vengano sottoposte, proprio a fini di tutela del risparmio, a una vigilanza sistematica di tipo pubblicistico, analoga a quella vigente sulla gestione delle imprese bancarie; e conseguentemente prevede una azione di responsabilità direttamente esperibile dall'organo pubblico contro la mandataria società di gestione, nei casi di violazione delle norme di legge o regolamentari, o, in genere, in situazioni di irregolarità o di scarsa diligenza nell'espletamento del mandato (trattandosi di mandato oneroso, la responsabilità del mandatario si concreta anche nella cosiddetta « colpa lieve »).

È certo, comunque, che la protezione dei partecipanti attraverso un idoneo *sistema*

delle garanzie non può considerarsi esaurita nelle azioni di responsabilità, di iniziativa pubblica o dei singoli partecipanti.

Dal momento che la migliore garanzia deriva ai risparmiatori-investitori dalla selezione e diversificazione degli impieghi (divisione dei rischi di portafoglio) garantite, per quanto è possibile, da una gestione professionale altamente qualificata degli investimenti, il problema sostanziale di importanza preminente è pur sempre quello dei requisiti soggettivi (dirittura morale, capacità tecnica) degli amministratori della società di gestione del « fondo comune ».

Anche l'Unione Italiana delle Camere di Commercio (Commissione intercamerale per i problemi finanziari e tributari), nella sua mozione del 17 dicembre 1969, ha richiamato l'attenzione del legislatore sull'esigenza che la gestione dei « fondi » venga affidata « a persone sicuramente qualificate per competenza tecnico-professionale », lamentando che « il disegno di legge governativo, contrariamente ad ogni ragionevole aspettativa, non faccia riferimento a requisiti di qualificate capacità tecnico-professionali dei responsabili della gestione, indispensabili per la tutela del risparmio in un esperimento tanta portata ». La mozione intercamerale ha ribadito, in linea deduttiva, l'esigenza del « comitato di gestione ».

Ecco dunque riproposta, in tema di garanzie ai partecipanti, la duplice questione relativa alla prescrizione di requisiti soggettivi per gli amministratori della società di gestione e all'accoglimento dell'istituto del comitato di gestione: duplice questione riconducibile alla fondamentale esigenza di una gestione fiduciaria altamente qualificata.

Il disegno di legge governativo risolve, in sostanza, negativamente entrambe le questioni; e la Commissione in sede referente si è pronunciata, pur con qualche perplessità, in senso favorevole alla tesi governativa.

Infatti, quale portata effettiva, in tema di maggiori garanzie ai partecipanti, potrebbe avere una generica platonica prescrizione, per gli amministratori della società mandataria, di requisiti di correttezza personale

e di capacità professionale, non riferibili a una disciplina specifica di categorie professionali? Per non cadere nell'astratto e nel lapalissiano, il disegno di legge n. 361 di iniziativa parlamentare prevedeva, in materia di requisiti specifici per gli amministratori della società di gestione, il rinvio alle norme concernenti la disciplina della attività degli agenti di cambio. Ma anche una soluzione del genere è stata — e giustamente — ritenuta eccessivamente restrittiva, perchè finiva per rendere i consigli di amministrazione delle società di gestione dei « fondi » appannaggio esclusivo, « riserve di caccia » della categoria degli agenti di cambio. Si è anche soggiunto che i requisiti specifici richiesti dalle norme in vigore per gli agenti di cambio sono riferiti alla loro tipica funzione di operatori per conto altrui, cioè in via meramente esecutiva, senza peraltro renderli automaticamente i soli qualificati a decidere direttamente sulla convenienza delle scelte di portafoglio, sia pure nell'interesse di terzi partecipanti istituzionalmente esclusi da ogni ingerenza nelle scelte di gestione.

La *ratio* del progetto governativo, che attribuisce alla vigilanza dei competenti organi pubblici sulla istituzione e la gestione dei « fondi comuni » il primato nel sistema delle garanzie ai partecipanti, demanda sostanzialmente agli organi stessi il vaglio in partenza e la verifica sistematica successiva della serietà e della capacità degli amministratori della società di gestione, allo scopo di prevenire, prima di reprimere, responsabilità civili e penali nell'espletamento del mandato, causate da inadempienze dolose, o da incapacità tecnica, o da insufficiente impegno.

Più complessa e controversa è la questione relativa alla utilità del « comitato di gestione ». Chiarisce, in proposito, la relazione illustrativa del disegno di legge governativo: « Si sono attribuite al consiglio di amministrazione le funzioni che i precedenti progetti affidavano a un comitato di gestione. La previsione di un organo speciale — quale dovrebbe essere il comitato di gestione —, che si spiega ove la società non abbia

per oggetto sociale esclusivo l'esercizio della attività di gestione dei fondi, non ha più alcuna seria ragion d'essere, e comporterebbe anzi un aggravio di spese per i partecipanti, se, come è stabilito, la società può svolgere soltanto tale attività: basta perciò l'organo di amministrazione tipico ».

Pur consentendo sulla fondatezza della ragione addotta nella relazione governativa per giustificare la soppressione del « comitato di gestione » previsto nei progetti precedenti, sembra al relatore troppo categorica l'affermazione che il comitato stesso, nel caso — come quello ricorrente — di una società che abbia per oggetto sociale esclusivo la gestione di un solo « fondo », rimanga perciò stesso privo di ogni « seria ragion d'essere ». Le residue perplessità nascono proprio da quelle esigenze di specifica competenza tecnica, di alta qualificazione professionale nella politica degli investimenti che sono difficilmente esigibili nei confronti di tutti i componenti un consiglio di amministrazione; nascono altresì dalla ragionevole esigenza di non neutralizzare responsabilità specifiche, corrispondenti a specifiche capacità professionali, nell'ambito di una generica responsabilità collegiale. Non per nulla, nella esperienza internazionale, l'*investment trust* è di regola imperniato sul classico « rapporto a tre »: società emittente (con funzioni amministrative generali), società o comitato di gestione (preposti in piena autonomia operativa alla scelta e alla condotta degli investimenti) e banca depositaria (con compiti di custodia dei titoli e di tesoreria).

Con la soppressione dell'istituto del « comitato di gestione » prevista nel progetto governativo in discussione, l'ente gestore del portafoglio titoli figura assorbito nella società emittente (più propriamente, perciò, denominata « società di gestione »), senza distinzione di compiti e di responsabilità tra la parte amministrativa generale e la politica di portafoglio propriamente detta. Il classico « rapporto a tre » diventa, pertanto, un « rapporto a due », dal momento che restano ben distinti e definiti i compiti e le responsabilità della banca depositaria.

Ci sono, indubbiamente, dei vantaggi in questa semplificazione strutturale e funzio-

nale: anche se, a giudizio del relatore, essi non riescono a dissipare del tutto le riserve e le perplessità in precedenza affacciate. La esperienza concreta fornirà, comunque, il metro di giudizio più sicuro in proposito.

La preoccupazione di non indebolire, con la soppressione del « comitato di gestione », il sistema delle garanzie ai partecipanti, ha indotto gli autori del disegno di legge governativo a elevare — in misura, a giudizio del relatore, eccessiva — il *minimo di capitale azionario* della società di gestione, portato da 1 miliardo (misura prevista nel precedente progetto governativo n. 763) a 5 miliardi di lire.

Anche l'Unione Italiana delle Camere di Commercio, nella citata mozione del 17 dicembre 1969, ha rilevato che « l'ammontare minimo del capitale versato ed esistente, richiesto per la società di gestione nella misura di 5 miliardi di lire, appare eccessivo e causa di minori possibilità di realizzazione di fondi comuni »; e ne ha auspicato, pertanto, l'abbassamento a 3 miliardi di lire.

Evidentemente, un limite tanto elevato, di gran lunga superiore a quello stabilito nelle legislazioni straniere (500 mila DM nella Germania Federale, 20 milioni di nuovi franchi in Francia, 500 mila sterline in Inghilterra, 5 milioni di franchi nel Belgio, 1 milione di franchi in Svizzera, ecc.) è stato suggerito dall'apprezzabile intento di scoraggiare in partenza iniziative non serie e calibrate di avventurieri squattrinati, soprattutto nella fase iniziale di attività dei « fondi », la quale indubbiamente comporta i massimi rischi per i risparmiatori partecipanti (che si affidano a istituti di non ancor provata solidità).

Ho già, però, avuto occasione di richiamare ripetutamente il fatto essenziale che la maggiore garanzia di salvaguardia dei propri interessi (non di *sicurezza* dell'investimento, termine improprio e illusorio) deriva ai risparmiatori partecipanti, non tanto da un minimo di copertura patrimoniale della gestione del « fondo », quanto dalla gestione professionale altamente qualificata del portafoglio titoli, cioè dalla politica degli investimenti, la quale deve garantire l'attuazione

del principio della ripartizione dei rischi, evitando di esporre il « fondo » all'alea di operazioni marcatamente speculative. D'altra parte, per un portafoglio titoli che raggiunga anche solo la dimensione di 100 miliardi, quale effettiva garanzia può offrire, al limite, un capitale di 5 miliardi? Bisogna anche non perdere di vista che il divieto di gestire più di un « fondo », combinato con la prescrizione di un minimo tanto elevato di capitale versato, comportano in concreto un maggiore costo della gestione, ovviamente a carico dei partecipanti: e rimane aperto il problema se, in definitiva, il giuoco valga la candela.

Comunque, la Commissione in sede referente si è espressa in senso favorevole al mantenimento del minimo di capitale azionario della società di gestione nella misura indicata nel progetto governativo.

Non solo: convinta della scarsa efficacia di astratte enunciazioni di principio e di prescrizioni di requisiti soggettivi per gli amministratori della società di gestione, la Commissione ha approvato un emendamento aggiuntivo all'articolo 11 del progetto governativo, stabilendo l'obbligo, per gli amministratori stessi, « di prestare cauzione individuale, anche in forma assicurativa, fissata, in deroga al disposto dell'articolo 2387 del codice civile, nella misura di un centesimo del capitale della società ».

Pertanto, dal momento che, a termini del primo comma dell'articolo 2 del progetto, il minimo di capitale sociale versato ed esistente è stabilito nella misura di 5 miliardi di lire, la cauzione di ogni singolo amministratore, prodotta anche in forma di polizza assicurativa, non potrà essere inferiore a 50 milioni di lire.

La collocazione dell'emendamento aggiuntivo come nuovo secondo comma dell'articolo 11 ha una sua logica: dopo il primo comma, che in materia di responsabilità della società gerente nei confronti dei partecipanti fa esplicito rinvio alle norme del codice civile relative al « mandato », la cauzione dei singoli amministratori viene ad inserirsi nel sistema delle garanzie di corretto espletamento del mandato stesso.

Il problema di rilievo maggiore, non solo nel quadro delle garanzie a tutela dei partecipanti, ma anche sotto il profilo dell'interesse pubblico, che la Commissione ha ampiamente discusso, è quello relativo al pericolo che l'*investment trust* si trasformi, di fatto, in una *holding*, fornendo a gruppi finanziari a indirizzo oligopolistico, pur nello apparente rispetto della disciplina formale, comodi capitali di comando.

La preoccupazione di impedire che, attraverso la gestione del « fondo », si pervenga all'acquisizione di posizioni di controllo nelle società emittenti delle azioni incluse nel « fondo » stesso, ha mosso gli estensori del progetto governativo a concretare tutta una serie di prescrizioni e di limitazioni.

Anzitutto, al terzo comma dell'articolo 9 è fatto divieto alla società di gestione di « utilizzare i titoli inclusi nel fondo comune in modo da esercitare il controllo, di diritto o di fatto, delle società emittenti dei titoli stessi ».

Inibizione in linea di principio, resa più concretamente efficace da un emendamento aggiuntivo al quarto comma dell'articolo 12 approvato dalla Commissione, che dichiara la incompatibilità della funzione di amministratore o di sindaco della società di gestione per le persone che rivestano cariche di amministratore o di sindaco nelle società i cui titoli azionari siano, anche in proporzioni minime, acquisiti al « fondo ». Si tratta, in sostanza, di garantire in partenza, per quanto è possibile, la piena autonomia operativa nella scelta e nella condotta degli investimenti, escludendo interferenze e condizionamenti dettati da interessi, diretti o indiretti, in conflitto con quelli dei mandanti, cioè dei partecipanti al « fondo ».

Altra norma importante, nel quadro delle garanzie ai partecipanti, è quella prevista al secondo comma dello stesso articolo 9 del progetto, relativa al divieto, nell'esercizio dell'attività di gestione del « fondo », di « vendere titoli allo scoperto » e di « venderne o acquistarne a premio o a riporto », dettata dalla finalità evidente di non esporre i partecipanti all'alea di operazioni di borsa a carattere tipicamente speculativo.

A proposito della inclusione, tra le operazioni vietate, della « vendita a premio » di titoli azionari già posseduti, si è accesa in Commissione una discussione sul carattere più o meno pertinente e produttore del divieto specifico.

Si è eccepito che la « vendita a premio » è una operazione che, per sè, risponde alla esigenza di una limitazione del rischio, in quanto, in caso di ribasso dei corsi, assicura una copertura fino a concorrenza del premio; mentre in caso di rialzo dei corsi limita il beneficio alla entità del premio stesso.

Ne consegue che, in ogni caso, la vendita a premio viene effettuata a un prezzo superiore a quello del giorno in cui è stata decisa.

Per queste ragioni, fermo restando il divieto tassativo di vendita o acquisto di titoli a riporto, per quanto attiene alle operazioni « a premio » apparirebbe consigliabile limitarne il divieto al solo caso di acquisto, sostituendo pertanto le parole « nè venderne o acquistarne a premio o a riporto » con le parole « venderne o acquistarne a riporto nè acquistarne a premio ».

Le maggiori garanzie ai partecipanti contro il pericolo che l'*investment trust* si trasformi, di fatto, in una *holding*, precostituendo una situazione di permanente conflitto di interessi, sono concretate nel progetto governativo nelle norme concernenti *i criteri ed i limiti per gli investimenti*.

Anzitutto deve trattarsi, di regola, di titoli quotati nelle borse nazionali o straniere: l'investimento in titoli non quotati, a termini del terzo comma dell'articolo 12, « salvo diversa disposizione del ministro del Tesoro su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, è consentito nel limite complessivo del 5 per cento del valore netto del fondo ». Un limite tanto rigoroso all'investimento in titoli non quotati è in relazione alla necessità di limitare le scelte ai valori di rischio tipicamente negoziati sul mercato finanziario, cioè ammessi alle quotazioni di borsa: senza di che riuscirebbe complesso e difficile determinare, di volta in volta, i prezzi di emissione e

di riscatto dei certificati di partecipazione, senza pregiudizio o vantaggio per nuovi e vecchi aderenti al « fondo comune ».

A proposito della quasi-esclusiva (prevista nel primo comma dell'articolo 12) attribuita ai « titoli pubblici e privati quotati nelle borse nazionali o estere », è stato mosso l'apunto che, in Italia come all'estero, a latere del mercato ufficiale di borsa operano « mercati paralleli », o « mercati ristretti », a carattere non ufficiale: quelli che a Londra e a New York sono denominati *over the counter markets*; e che sembrerebbe opportuno estendere la facoltà di scelta per gli investimenti ai titoli quotati su detti « mercati paralleli ».

In effetti, anche a Milano esiste un « mercato ristretto » a carattere non ufficiale, ove settimanalmente sono effettuati scambi di titoli, non ammessi alla quotazione ufficiale, di circa 160 società, secondo una procedura che ricalca, grosso modo, quella delle riunioni ufficiali di borsa. Tuttavia, il carattere del tutto privato delle contrattazioni e delle quotazioni su detto « mercato ristretto »; e soprattutto le constatazioni e le considerazioni addotte dal relatore (vedi titolo II, capitolo 2 della presente relazione) per lumeggiare il sottosviluppo della borsa valori in Italia, hanno indotto la Commissione a non proporre modifiche al testo del progetto governativo.

Due limiti specifici di notevole portata sotto il duplice profilo della differenziazione degli investimenti (e quindi del frazionamento dei rischi di portafoglio) e della inibizione ad acquisire posizioni di controllo delle società emittenti dei titoli inclusi nel « fondo comune » sono quelli stabiliti al primo comma dell'articolo 13 del progetto governativo: il primo riguarda la percentuale massima di investimento in titoli emessi da una stessa società; il secondo riguarda il limite massimo percentuale dell'investimento in azioni con diritto di voto emesse da una stessa società.

Dati i riflessi della duplice norma limitativa, anche dal punto di vista politico generale, la discussione in sede referente è stata, in proposito, particolarmente ampia.

Il testo governativo stabilisce nella misura del 10 per cento del valore netto complessivo del « fondo » il limite massimo per l'investimento in titoli emessi da una stessa società. Il relatore, ribadendo le considerazioni esposte nello schema di relazione (riprodotta al titolo II capitolo 3 della presente relazione), fece osservare che detto limite del 10 per cento comporterebbe la possibile esistenza di un « fondo » dotato di titoli di dieci sole società, mentre il principio della ripartizione dei rischi esige un ben maggiore frazionamento degli impieghi. Accogliendo la tesi del relatore, che ha avuto l'assenso della dottrina e il coliaudo dell'esperienza sul piano internazionale, la Commissione ha deliberato di proporre la riduzione dal 10 al 5 per cento del predetto limite massimo per l'investimento in titoli emessi da una stessa società.

Sull'altro limite del 5 per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto emesse da una stessa società, il dibattito in sede referente è stato, com'era prevedibile, più vivace.

L'intento di prevenire l'acquisizione di posizioni di controllo attraverso l'esercizio del voto inerente alle azioni incluse nel « fondo », ha indotto la Commissione a considerare particolarmente il caso delle grandi società con capitale azionario caratterizzato da una larghissima diffusione: in questo caso — è stato osservato — la manovra, al limite, del 5 per cento delle azioni con voto in circolazione potrebbe rendere possibili posizioni di controllo o di sostanziale influenza nelle scelte di gestione delle società finanziate.

Allo scopo di rendere, in casi del genere, più incisiva la cautela, è stata affacciata l'opportunità di differenziare il limite massimo delle azioni con voto emesse da una stessa società e acquisibili al « fondo », rapportandolo all'entità del capitale societario. Si è proposto, in concreto, un limite del 5 per cento per le società fino a 50 miliardi di capitale; del 4 per cento per le società con capitale da 50 a 100 miliardi; del 3 per cento per le società con capitale superiore a 100 miliardi.

Si è eccepito, in proposito, che non è costante la corrispondenza tra l'entità del ca-

pitale e il grado di frazionamento della base azionaria, spesso attenuato nelle grandi imprese societarie da forme impropriamente denominate di « sindacato degli azionisti », che servono a garantire soprattutto le posizioni di comando dei gruppi finanziari di maggioranza. Il relatore, a sua volta, ha fatto riferimento alle conclusioni dell'esame comparativo dei sistemi adottati in proposito dalle legislazioni straniere, svolto nello schema di relazione (e riportato al titolo II capitolo 3 della presente relazione), dalle quali risulta che il limite indifferenziato del 5 per cento del capitale votante è il più basso tra quelli previsti da tutte le legislazioni dentro e fuori dell'area comunitaria.

Particolarmente considerando l'incidenza della già approvata riduzione (dal 10 al 5 per cento del valore netto complessivo del « fondo ») del limite massimo per l'investimento in titoli emessi da una stessa società, nonché le condizioni di ristrettezza e di rigidità del mercato mobiliare italiano, la Commissione si è pronunciata per il non accoglimento della proposta di differenziare, rapportandolo all'entità del capitale sociale, il limite massimo del 5 per cento, del valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto emesse da una stessa società.

Sempre in tema di tutela dei risparmiatori partecipanti, è stato discusso in sede dottrinale il problema delle modalità di impiego del capitale della società di gestione.

Il terzo comma dell'articolo 2 del progetto governativo si limita a statuire l'obbligo per la società di gestione di « impiegare il proprio capitale in conformità alle regole stabilite dall'organo di vigilanza ». C'è chi giudica insufficiente una norma del genere, ritenendo preferibile che la materia venisse disciplinata per legge, proprio per i suoi riflessi nel sistema delle garanzie ai partecipanti al « fondo comune », anche per l'evidente analogia con l'impiego delle riserve obbligatorie delle compagnie di assicurazione (che assolvono ad analoga funzione di garanzia verso gli assicurati). C'è infine chi ritiene inadeguata la norma specifica, perchè demanda all'organo di vigilanza la funzione, prettamente legislativa, di collegare stret-

tamente il *potere* della società di gestione (mandataria destinata ad incidere con le proprie scelte nella sfera patrimoniale di terzi) con la *propria responsabilità patrimoniale*. E consiglia al legislatore di emendare il testo governativo, imponendo alla società di gestione di investire l'intero suo capitale in quote del « fondo comune » amministrato, con divieto di recedere dal « fondo » o di alienare le quote obbligatoriamente acquisite in proprio. Una norma legislativa del genere — a giudizio dei giuristi proponenti — varrebbe, oltre tutto, ad eliminare ipotetici conflitti tra l'interesse dei partecipanti e quello della società di gestione in ordine all'amministrazione del patrimonio proprio.

La Commissione, in sede referente, non ha, tuttavia, ritenuto di dovere proporre modifiche, in proposito, al testo governativo.

Notevole rilievo, nel sistema delle garanzie ai risparmiatori partecipanti, hanno le funzioni della banca depositaria.

La relazione che precede il testo del disegno di legge governativo precisa, opportunamente, che i poteri di gestione del « fondo » spettano esclusivamente alla società; e che la banca non ha che funzioni esecutive (custodia dei titoli, compiti di tesoreria). « Da ciò — prosegue la relazione —, l'irresponsabilità della banca verso i partecipanti, che non è una lacuna nella loro tutela, ma un rafforzamento, perchè la comminatoria di una responsabilità alla banca indurrebbe questa ad interferire nella gestione senza quella competenza che è propria degli amministratori delle società di gestione e che (insieme al controllo di un organo pubblico qualificato quale è la Banca d'Italia) costituisce il maggiore presidio degli interessi degli investitori. L'ambito della non-responsabilità della banca è peraltro chiaramente determinato dai principi giuridici generali. Da questi, e precisamente dai principi del deposito, una responsabilità della banca verso i partecipanti deriverà sempre ogni qualvolta, ad esempio, la banca rimborsi ad un partecipante la sua quota senza farsi restituire il certificato corrispondente, oppure consegna un certificato senza aver riscosso il relativo versamento. Questa responsabi-

lità, derivando dai principi generali, non ha bisogno di una espressa sanzione nel caso specifico. La responsabilità che avrebbe invece avuto bisogno di tale sanzione, ma che si è intesa escludere per le decisive ragioni anzidette, è quella per le operazioni di investimento poste in essere dalla banca per ordine della società di gestione. Questa è materia che la legge vuole riservata alla società di gestione, la quale ne risponderà verso i partecipanti; e si vuole evitare che, col motivo di far valere l'esigenza — che sancendo la responsabilità della banca diverrebbe legittima — di tutelarsi da eventuali responsabilità (ad esempio, perchè l'investimento viola il divieto stabilito nell'articolo 12, ultimo comma), la banca depositaria pretenda di influenzare e partecipare alle " scelte " della gestione. Dalla posizione della banca deriva il suo dovere di avvertire l'organo istituzionalmente preposto al controllo della gestione, nell'interesse dei partecipanti, delle irregolarità da essa potute riscontrare; dovere che incombe ovviamente, anche a titolo individuale, sugli stessi sindaci della società di gestione (art. 18, terzo comma) ».

La precisazione dei compiti e delle responsabilità della banca depositaria, addotta nella relazione governativa, appare senz'altro opportuna ai fini di un corretto ed efficace funzionamento del nuovo istituto, che, per essere tale, esige che siano evitate in partenza confusioni di compiti e di responsabilità tra i due termini del rapporto dialettico interno: società di gestione e banca depositaria. Detta precisazione è, però, lacunosa; come non del tutto perspicuo appare il dettato dell'articolo 10 del progetto governativo, dedicato alle funzioni della banca depositaria, o « banca indicata dal regolamento ».

L'articolo 5 del progetto [alla lettera a)] si limita a stabilire che, nel regolamento del « fondo comune », debba essere indicata la banca depositaria, senza fissare alcun criterio di scelta, alcun requisito specifico.

La Commissione, invece, ha deliberato di proporre all'Assemblea un emendamento aggiuntivo, in base al quale la scelta della banca depositaria deve avvenire nell'ambito delle « aziende e istituti di credito che ammini-

strano una massa di depositi per un importo non inferiore a cento miliardi di lire ».

L'articolo 10 del progetto definisce i compiti della banca depositaria (custodia della giacenza di portafoglio; esecuzione delle operazioni relative alla negoziazione dei titoli e all'esercizio dei diritti inerenti disposte dalla società di gestione; esecuzione delle operazioni di tesoreria), mettendo peraltro in evidenza tre grosse lacune, alle quali la Commissione ha ritenuto doveroso porre rimedio.

Anzitutto non risulta ben chiara, nella dizione del primo comma dell'articolo, la precisazione essenziale che le operazioni connesse alla politica di portafoglio sono di competenza esclusiva della società di gestione: alla banca depositaria competono pertanto non funzioni decisionali, ma di mera esecuzione delle decisioni adottate, nella sua esclusiva competenza e responsabilità, dalla società di gestione. In secondo luogo, assegnando alla banca depositaria il compito di eseguire le operazioni relative alla negoziazione dei titoli, il testo governativo probabilmente sottintende ma non precisa esplicitamente che tali operazioni debbono essere effettuate *in borsa*, e non a trattativa privata. La precisazione è importante, non solo perchè investe la funzione stessa della borsa valori, ma soprattutto perchè, in mancanza di essa, le banche potrebbero considerarsi arbitre di negoziare in borsa o fuori borsa, coi riflessi conseguenti nella quotazione dei titoli, la quale potrebbe variare non in relazione al reale andamento del mercato mobiliare, ma a seconda di quanto deciso dalle banche, a loro insindacabile giudizio. Già il relatore ha richiamato l'esigenza fondamentale, ai fini di una rigorosa tutela dei risparmiatori partecipanti, che le quote dei « fondi comuni » siano correttamente valutate in base alle quotazioni del mercato mobiliare ufficiale, e non di para-mercati, o mercati paralleli, o mercati ristretti. Lumeggiando la situazione di sottosviluppo della borsa valori in Italia (titolo II capitolo 2 della presente relazione), il relatore ha, inoltre, messo in evidenza l'assurdità di una certa prassi, vigente anche nel nostro paese, di negoziare fuori borsa i titoli sulla base del valore stabilito nel listino di borsa, col risultato di

rendere detto listino non più rappresentativo dei reali valori di mercato dei titoli in circolazione.

Terza lacuna, nella dizione del primo comma dell'articolo 10 del progetto governativo: quella relativa al divieto alla società di gestione di sostituirsi, anche saltuariamente, alle funzioni della banca depositaria incassando direttamente il controvalore delle sottoscrizioni di quote del « fondo » ed effettuando direttamente le liquidazioni: il che è tassativamente vietato nella pratica estera.

I tre emendamenti al testo dell'articolo 10, proposti dalla Commissione all'Assemblea, sono intesi ad ovviare alle tre lacune dianzi lumeggiate.

Sempre in tema di collocazione della banca depositaria nel sistema delle garanzie a tutela dei risparmiatori partecipanti, la lacuna di maggiore entità rilevata dalla Commissione nel testo del progetto governativo è tuttavia quella relativa alla esigenza di controllo automatico della reale giacenza di portafoglio, attraverso la controfirma, da parte della banca depositaria, dei certificati rappresentativi di quote di « fondi », come condizione essenziale di validità dei certificati stessi.

L'articolo 8 del progetto stabilisce al secondo comma che, per essere validi, i certificati di partecipazione debbono essere « sottoscritti da un amministratore della società di gestione, a norma del secondo comma dell'articolo 2354 del codice civile ». Il che significa che la società di gestione del « fondo » può emettere liberamente i certificati di partecipazione senza alcuna controfirma della banca depositaria; ed è demandato unicamente all'organo di vigilanza il controllo della effettiva corrispondenza tra patrimonio in deposito presso la banca e numero delle « parti » in circolazione. Detto controllo, cioè, non è più automatico, come nel caso in cui la banca depositaria, con la controfirma obbligatoria dei certificati, attesta di avere incassato, per conto del « fondo », il controvalore dell'acquisto delle « parti ».

La Commissione, con apposito emendamento al secondo comma dell'articolo 8, propone all'Assemblea di rendere obbligatoria la controfirma dei certificati di parteci-

pazione da parte della banca depositaria, come condizione essenziale della loro validità, allo scopo di semplificare i controlli e di renderli automatici e continui. Tanto più, dal momento che, a termini dell'articolo 18 del progetto, incombe agli amministratori e ai funzionari della banca depositaria l'obbligo di riferire all'organo di vigilanza sulle irregolarità riscontrate nella gestione del « fondo »; e l'articolo 35 commina speciali sanzioni per inadempienza.

Con la controfirma obbligatoria, da parte della banca depositaria, dei certificati di partecipazione, viene prevenuto il pericolo — purtroppo non ipotetico dopo la dura esperienza delle malefatte dei fondi « fuori controllo » nell'ambito internazionale, favoriti da legislazioni allegre, corsare e aperte a tutte le avventure — di una distribuzione irresponsabile di certificati, dal momento che nessun istituto di credito che goda fiducia e prestigio sarà disposto ad associare il proprio nome a quello di società di gestione che non diano positive garanzie di serietà.

Last but not least, nel sistema delle garanzie a tutela dei risparmiatori partecipanti, la istituzione e la strumentazione della *vigilanza governativa* sulla gestione dei « fondi di investimento », affidata a un organo pubblico qualificato, come la Banca d'Italia, sulle direttive del ministro del Tesoro e del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio.

Il primato della vigilanza pubblica nel sistema delle garanzie è configurato nel progetto governativo in modo drastico e perentorio. A proposito della fitta rete di divieti, di controlli, di sanzioni incombente sulla gestione dei « fondi », messa nelle mani garanti di una pluralità di organi governativi, il professor Di Fenizio si è chiesto: « Non saranno i "fondi" italiani eccessivamente assoggettati alla mano pubblica? Non finirà per dipendere, il loro successo sul piano concorrenziale nell'area comunitaria, anche e soprattutto dall'«arbitrio di sua eccellenza» di manzoniana memoria? ». Un giornalista faceto ha inteso rassicurare il professor Di Fenizio, facendogli osservare che finora, da

noi, il controllo pubblico nei diversi settori operativi è riuscito, di massima, aderente al conforto evangelico: « il mio giogo è soave, il mio peso è leggero ».

In realtà, la vigilanza pubblica sulla gestione dei « fondi » appare configurata nel progetto governativo in analogia al tipo di vigilanza sulle aziende di credito, proprio in vista dell'identica finalità di tutela del risparmio.

Si è accesa, in campo dottrinale, la disputa se si tratti, nella fattispecie, di mero controllo di legittimità (cioè di verifica sistematica della conformità della gestione alle norme legislative e regolamentari), oppure di controllo, oltre che di legittimità, di merito (cioè attinente al diritto-dovere di impartire direttive vincolanti in ordine alle scelte di gestione).

L'articolo 19 del progetto configura, al primo comma, un mero controllo di legittimità; però il complesso delle prescrizioni e delle autorizzazioni è tale da rendere possibile, di volta in volta, il controllo della composizione qualitativa, oltre che quantitativa, del portafoglio titoli.

D'altra parte, i timori di eccessiva « pubblicizzazione » dell'istituto privato possono essere dissipati considerando, nella concreta esperienza, il funzionamento della vigilanza governativa sulle aziende di credito; e considerando nel contempo il fatto che, a differenza degli obbligazionisti, ai titolari di quote dei « fondi comuni » non è consentito di esercitare in assemblea funzioni di controllo sul merito della gestione, nè di avere rappresentanti nel consiglio di amministrazione della società gerente. Un timore, forse, non del tutto infondato, è che il risparmio affluito ai « fondi comuni », trasformati di fatto in strumenti ausiliari per l'attuazione di una determinata politica economica, non venga indirizzato come massa di manovra per puntellare eventuali gestioni pericolanti di imprese a partecipazione statale allergiche alle esigenze di economicità della gestione.

A proposito delle eccezioni mosse, in sede dottrinale, alla prevista facoltà di esperimento diretto dell'azione di responsabilità

da parte di chi, come l'organo di vigilanza, non è titolare dell'interesse a salvaguardia del quale il rimedio è concesso, va rilevato che detto indirizzo è comune a tutti gli ordinamenti giuridici più aperti alle esigenze della socialità.

Si tratta, indubbiamente, di un principio innovativo del nostro diritto processuale, già accolto nel progetto governativo di riforma delle società per azioni, in virtù del quale l'ingerenza dell'autorità pubblica nella sfera privata diviene più penetrante. In proposito bisogna però considerare che la tutela del risparmio non può essere considerata un fatto privatistico, limitabile alle azioni individuali di responsabilità, o a forme di difesa organizzata di privati interessi, difficilmente realizzabili nel mondo contemporaneo.

In merito poi alla prevista facoltà ministeriale di affidare, su proposta dell'organo di vigilanza, il « fondo comune » a una gestione commissariale temporanea (terzo comma dell'articolo 19 del progetto), non sono mancati i sostenitori di una soluzione radicale in partenza, cioè la nomina di un « commissario governativo di controllo » nel consiglio di amministrazione della società di gestione, per un controllo sistematico e concomitante, e non solo *a posteriori*, quando le inerte situazioni negative sono spesso difficilmente riparabili.

La Commissione, dopo attento vaglio degli aspetti positivi e negativi della proposta, ha optato per la nomina, da parte dell'organo di vigilanza, del presidente del collegio sindacale (« da scegliersi tra gli esperti iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti »), ed ha concretato la sua decisione in apposito emendamento da collocarsi come nuovo terzo comma dell'articolo 18.

Il relatore non può concludere questo capitolo dedicato alla discussione in sede referente del fondamentale problema della tutela, nella disciplina dei « fondi comuni », dei risparmiatori partecipanti, senza fare qualche cenno al rovescio della medaglia, cioè ai pregiudizi di varia entità che possono derivare all'interesse legittimo dei partecipanti non da inadempienze dolose, o da

incapacità tecnica, o da insufficiente impegno degli amministratori della società di gestione, bensì da talune norme del progetto governativo, ispirate a ragioni di interesse pubblico.

I due commi dell'articolo 7 del progetto, tanto per cominciare, non potevano non suscitare perplessità: minori perplessità il primo comma; assai maggiori il secondo.

Il primo comma, infatti, stabilisce che il rimborso delle quote di partecipazione è esigibile « in qualsiasi tempo, tranne i giorni di chiusura delle borse nazionali », purchè sia « decorso un semestre dalla sottoscrizione, o il minor termine eventualmente fissato dal regolamento del fondo ». La misura restrittiva è, evidentemente, intesa a prevenire flussi di riscatto delle quote da poco sottoscritte, dettati da leggerezza o da intenti speculativi da parte dei partecipanti.

Non bisogna però dimenticare che si tratta di valori mobiliari che hanno un mercato giornaliero, e perciò stesso debbono essere prontamente realizzabili. È proprio questa la discriminante fondamentale tra i fondi comuni di tipo « aperto » e quelli di tipo « chiuso ». Le perplessità vengono, tuttavia, attenuate dalla valvola di sicurezza rappresentata dalla possibilità che il regolamento del « fondo » fissi in partenza, per il diritto al rimborso delle quote, un termine minore di decorrenza dalla sottoscrizione. Oltre ai riflessi non positivi sul piano della competitività coi « fondi » esteri, rimane pur sempre aperta la prospettiva di una gara concorrenziale tra « fondi comuni » italiani sulle condizioni per il rimborso delle quote di partecipazione.

Il secondo comma dell'articolo 7 affaccia una misura di portata anche meno accoglibile.

Dopo avere precisato che « il rimborso deve essere eseguito in denaro entro otto giorni dalla richiesta », soggiunge: « può essere eseguito mediante assegnazione di titoli inclusi nel fondo comune, quando ciò sia autorizzato o prescritto dall'organo di vigilanza per ragioni attinenti all'andamento del mercato finanziario ». Qui siamo veramente di fronte a un giuoco di bussolotti.

Lo scopo della grave eccezione al diritto al rimborso, in denaro, del controvalore delle quote di partecipazione è, evidentemente, quello di evitare larghi realizzazioni di titoli nei periodi di borsa calante, col conseguente aggravamento del fenomeno di flessione dei corsi. Comunque, a parte il fatto che la società di gestione, dovendo rimborsare in titoli inclusi nel fondo comune anziché in denaro, prenderebbe al volo l'occasione per alleggerirsi dalle tare di portafoglio, quale sarebbe, in prospettiva, il probabile comportamento del partecipante che aveva bisogno di denaro ed è stato rimborsato in titoli? Venderli, evidentemente, venderli subito. Ecco il gioco di bussole, ecco la illusorietà della norma cautelativa.

Per conseguire lo scopo la Commissione ha ritenuto più idonea una norma (come quella prevista dall'articolo 21, n. 4 della legge svizzera del 1966) che stabilisce la facoltà per l'organo di vigilanza di accordare, in circostanze straordinarie, una breve proroga del termine per l'esecuzione dei rimborsi (in denaro), precisandone la durata.

E veniamo al famoso articolo 21, oggetto di tante critiche non del tutto infondate.

Secondo l'articolo 21 del progetto governativo « il Ministro del tesoro, sentito il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, può sospendere o limitare temporaneamente, per ragioni attinenti all'andamento del mercato finanziario e alla stabilità della moneta, l'emissione di nuove quote di partecipazione e il rimborso delle quote emesse ».

L'interrogativo che una moratoria del genere solleva, è questo: perchè mai un trattamento di così grave portata dovrebbe essere riservato a una sola categoria di investitori, quella dei partecipanti ai « fondi comuni », come soli capri espiatori della minacciata stabilità della moneta? D'altra parte, quale efficacia potrebbe avere un provvedimento del genere, non accompagnato da un provvedimento di portata generale, sospensivo della circolazione azionaria ed obbligazionaria?

La Commissione, dopo aver discusso ampiamente in merito al delicato problema,

ha tuttavia ritenuto preminente — anche sotto il profilo della salvaguardia degli interessi dei partecipanti — l'esigenza di difesa della stabilità monetaria. Di conseguenza, si è pronunziata per il mantenimento della norma cautelativa prevista all'articolo 21 del progetto governativo, solo proponendo all'Assemblea un emendamento, inteso a limitare a « circostanze eccezionali » la facoltà governativa di decretare la moratoria temporanea.

2. — TRATTAMENTO FISCALE DEGLI UTILI DI PERTINENZA DEI PARTECIPANTI AI « FONDI COMUNI ».

I problemi di fondo, nascenti sotto il profilo della competitività nell'area comunitaria, dal fondamentale divario tra il sistema tributario italiano e quelli vigenti negli altri Paesi aderenti al mercato comune, sono già stati ampiamente lumeggiati (titolo II, capitolo 4), senza peraltro che la disamina sia stata oggetto di riserve o di contestazioni in sede referente.

Ho già posto nel debito rilievo che il nuovo istituto della comunione tra i partecipanti ai « fondi comuni » (una comunione di tipo nuovo rispetto alla disciplina configurata nel nostro codice civile) consente ai « fondi » stessi una autonomia patrimoniale senza attribuzione di personalità giuridica (quindi senza farne soggetto passivo di imposta). Ne deriva che, agli effetti del dovere tributario, la società di gestione « è soggetta a tassazione in ragione del patrimonio *proprio*, dei redditi derivanti dall'impiego di esso e di quelli conseguiti in proprio in dipendenza della gestione del fondo comune » (articolo 23 del progetto governativo); e i singoli partecipanti (o condòmini di un patrimonio nettamente distinto, a termini del secondo comma dell'articolo 3 del progetto governativo, dal patrimonio della società gerente e da quelli dei singoli partecipanti) restano soggetti all'imposta personale progressiva sui redditi (imposta complementare).

La *ratio* della normativa tributaria relativa alla tassazione degli utili di pertinenza dei singoli partecipanti ai « fondi comuni »

è dedotta dal fatto che i certificati di partecipazione ai fondi stessi si differenziano oggettivamente dai titoli azionari, costituendo un *quid medium* fra le azioni e le obbligazioni; appare logico pertanto che il trattamento fiscale sia determinato in base a criteri oggettivi e non soggettivi, e rappresenti un *quid medium* tra quello delle azioni e quello delle obbligazioni.

Il trattamento fiscale « intermedio » previsto nel disegno di legge governativo si risolve in una tassazione forfettaria, con aliquota proporzionale anziché progressiva, analoga a quella applicata agli interessi delle obbligazioni: con la differenza però che detta aliquota proporzionale è valida solo entro il limite di un determinato ammontare del reddito derivante dalle partecipazioni ai « fondi ».

L'articolo 27 del progetto governativo stabilisce alla lettera a) che il prelievo del 10 per cento sui proventi derivati ai singoli partecipanti (anche se non distribuiti, con esclusione delle plusvalenze dei titoli e di quelle realizzate con l'alienazione dei diritti di opzione, a termini del precedente articolo 25) è fatto a titolo di imposta (cioè liberatorio) « per le persone fisiche, i cui proventi annuali da fondi comuni non superano nel loro complesso 4 milioni di lire ». Va però subito precisato che, allo scopo di evitare duplicazioni impositive, dalla detta aliquota del 10 per cento, trattenuta dalla società di gestione indistintamente su tutti gli utili di pertinenza dei partecipanti, sia a titolo di imposta che « in acconto », va dedotta la ritenuta applicata alla fonte dalle società emittenti dei titoli azionari, a termini della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e del successivo decreto-legge 21 febbraio 1967, n. 22.

A termini dell'articolo 2 della legge n. 1745 del 1962, il versamento in tesoreria del corrispettivo della ritenuta alla fonte del 15 per cento (poi ridotta al 5 per cento in base all'articolo 2 del decreto-legge n. 22 del 1967) da parte delle società emittenti va effettuato globalmente (cioè sull'intero ammontare degli utili) entro venti giorni dalla delibera di distribuzione. Ne consegue, nei riguardi dei « fondi comuni », che le società emittenti non sono in grado di conoscere con precisione, all'epoca del versamento del corrispet-

tivo globale, quali siano in concreto i titoli di propria emissione inclusi nel mutevole portafoglio dei « fondi » stessi: e quindi non sono in grado di operare discriminazioni di sorta.

Il progetto governativo, all'articolo 24, tenta di risolvere la grossa difficoltà, prevedendo la esenzione delle società emittenti dei titoli azionari acquisiti ai « fondi » dal dovere di operare la ritenuta all'origine ed il relativo versamento in tesoreria; ma in effetti non la risolve, proprio per la obiettiva difficoltà dianzi precisata.

La Commissione, in sede referente, ha ritenuto opportuno proporre all'Assemblea un'altra soluzione più realistica. Fermo restando l'obbligo, per le società emittenti, di procedere alla ritenuta e al versamento in tesoreria dell'imposta globale all'origine, nella misura del 5 per cento, anche sugli utili — peraltro non esattamente individuabili — di pertinenza dei partecipanti ai « fondi comuni », in apposito emendamento aggiuntivo al primo comma dell'articolo 26 la Commissione prevede la deduzione del 5 per cento, già corrisposto all'origine, dal 10 per cento di prelievo obbligatorio e indiscriminato sugli utili dei partecipanti ad opera della società di gestione.

Non solo. L'articolo 24 del progetto governativo limita l'esenzione dalla ritenuta all'origine agli « utili attribuiti alle azioni *nominative* incluse nel fondo comune ». Il che può dare luogo a inconvenienti di portata assai grave. È noto infatti che, a termini dell'articolo 5 del decreto-legge n. 22 del 1967 (sostitutivo dell'articolo 10 della legge numero 1745 del 1962), sugli utili attribuiti alle azioni *al portatore* (emesse da società estere, o in base a leggi di regioni a statuto speciale), in luogo della ritenuta all'origine, a titolo di acconto, nella misura del 5 per cento, viene applicata una ritenuta a titolo di imposta nella misura del 30 per cento.

Lasciando immutato il testo dell'articolo 24 del progetto governativo e avendo presenti le disposizioni di cui ai successivi articoli 26 e 28 (prelievo indiscriminato, ad opera della società di gestione, del 10 per cento sui redditi — anche non distribuiti — di pertinenza dei singoli partecipanti; ritenuta a titolo di imposta nella misura del 20

per cento, in aggiunta al prelievo del 10 per cento, sempre operata dalla società di gestione, sui proventi imponibili spettanti alle quote di partecipazione straniera, o comunque derivanti da azioni al portatore acquisite al portafoglio del fondo comune) ci troveremmo di fronte a un caso inammissibile di duplicazione dell'imposta, con aliquota conseguente del 60 per cento (30+30). Dopo lunga discussione, la Commissione ha ritenuto di dover proporre all'Assemblea una deroga all'articolo 5 del decreto-legge n. 22 del 1967, nel senso che la ritenuta all'origine, operata dalla società emittente sugli utili attribuiti alle azioni incluse nei « fondi », sia « in ogni caso » — quindi anche per gli utili derivanti da azioni al portatore — fissata nella misura del 5 per cento « in acconto ». Con detto dispositivo, il grosso problema in sede applicativa, concernente la tassazione delle azioni al portatore può considerarsi risolto; nel senso che anche dette azioni sono allineate a quelle nominative nella identica ritenuta in acconto all'origine del 5 per cento. La società di gestione provvederà nel secondo tempo alla ritenuta sugli utili di pertinenza delle azioni al portatore del rimanente 25 per cento a termini dei successivi articoli 26 e 28.

Com'era prevedibile, il dibattito in sede referente è stato ampio e vivace soprattutto sul punto più delicato e controverso del trattamento fiscale degli utili di pertinenza dei partecipanti ai « fondi comuni »: quello concernente il *limite massimo di reddito derivante dalla partecipazione, ai fini della tassazione forfettaria, con aliquota proporzionale anzichè progressiva*.

È fuori dubbio che una eccezione del genere costituisca una deroga ai principi della progressività tradotti nella scala di progressione delle aliquote stabilite per l'imposta complementare. Si tratta, però, di deroga che già si registra, ed in misura ben più larga, nel comparto obbligazionario. Le ragioni generali di detta deroga sono già state ampiamente illustrate e documentate (al titolo II, capitolo 4, della presente relazione).

Dal momento che una agevolazione di questo tipo si risolve necessariamente in un risparmio d'imposta tanto maggiore (a parità di investimenti in « fondi comuni ») quanto più alta è l'aliquota di imposta complementare applicabile al partecipante, il progetto governativo ha inteso attenuarne i riflessi sul sistema tributario stabilendo che, a differenza del privilegio vigente nel comparto obbligazionario, la tassazione forfettaria con aliquota del 10 per cento non si applica quando i redditi annuali derivanti da « fondi comuni » superano, nel loro complesso, 4 milioni di lire (articolo 27 lettera a).

La dizione « proventi annuali da *fondi comuni*, che non superino *nel loro complesso* 4 milioni di lire », sta ad indicare che non sono le società di gestione dei « fondi » abilitate a stabilire se il prelievo del 10 per cento fino a 4 milioni debba essere inteso « a titolo di imposta », cioè liberatorio, o « a titolo di acconto », bensì l'Amministrazione finanziaria.

Chiarisce, in proposito, la relazione premessa al disegno di legge governativo: « Il prelievo, in linea di principio, ha la stessa funzione della ritenuta cedolare di acconto: viene, cioè, considerato come un acconto dell'imposta complementare (quando si tratta di persone fisiche) o della imposta sulle società (quando si tratta di persone giuridiche) dovute dai partecipanti. Il partecipante è, perciò, tenuto ad includere i proventi imponibili derivanti dalla partecipazione ai vari fondi comuni, in proporzione del numero di quote possedute, nella dichiarazione annuale del proprio reddito, soggetto alla imposta complementare o all'imposta sulle società ». Solo nel caso in cui « i proventi derivatigli da partecipazioni a fondi comuni non superino *complessivamente* l'importo di 4 milioni di lire, il beneficiario non è tenuto ad includere nella propria dichiarazione di reddito i proventi di sua spettanza », dal momento che « l'obbligo fiscale, in tal caso, si considera definitivamente soddisfatto con l'applicazione del prelievo del 10 per cento ».

Si è eccepito, in Commissione, che una facoltà del genere può risolversi in un privilegio i cui limiti appaiono difficilmente controllabili da parte della Amministrazione

finanziaria. Perciò, restando escluso (a termini del terzo comma dell'articolo 14 del progetto governativo) l'obbligo di comunicazione allo Schedario centrale dei proventi di partecipazione ai « fondi comuni » (per le ragioni illustrate al titolo II capitolo 4 della presente relazione), la Commissione ha deciso di sottoporre all'Assemblea una serie di emendamenti al testo governativo, intesi a rendere meno difficile il controllo da parte della Amministrazione finanziaria.

Anzitutto, all'articolo 15 lettera a) del progetto la Commissione propone venga precisato che il libro dei partecipanti al « fondo comune », tenuto dalla società di gestione, rechi la indicazione, *per ogni partecipante*, dei dati anagrafici, della nazionalità e della residenza per le persone fisiche (la denominazione e la sede principale per gli altri partecipanti), del numero delle quote singolarmente sottoscritte, dei trasferimenti, dei vincoli e dei versamenti eseguiti. In secondo luogo, con nuovo testo sostitutivo dell'articolo 23 del progetto, la Commissione propone venga precisato che « agli effetti tributari, le quote di partecipazione ai fondi comuni appartengono, salvo prova contraria, a chi risulta iscritto nel libro dei partecipanti ».

Infine, con emendamenti aggiuntivi all'articolo 32 del progetto, la Commissione propone venga espressamente stabilita la facoltà per l'Amministrazione finanziaria di « chiedere alla società di gestione la comunicazione di dati e notizie concernenti nominativi specificamente indicati », con l'obbligo per la società stessa di rispondere entro trenta giorni dal ricevimento della richiesta; propone inoltre venga stabilito l'obbligo per la Amministrazione finanziaria di riferire all'organo di vigilanza tutte le irregolarità riscontrate nei suoi controlli ispettivi sulla gestione del « fondo comune ».

Per quanto concerne i trasferimenti, mediante girata, dei certificati di partecipazione, con apposito emendamento aggiuntivo al testo dell'articolo 8 del progetto, la Commissione propone che, « per l'autenticazione delle girate dei certificati, debbano essere osservate, da parte dei notai, degli agenti di cambio e delle aziende di credito, le dispo-

sizioni degli articoli 12 e 28 del regio decreto 29 marzo 1942, n. 239, con l'obbligo di comunicare, entro quindici giorni, alla società di gestione gli estremi delle girate da loro autenticate, ai fini dell'aggiornamento nominativo del libro dei partecipanti ».

Ciò premesso, veniamo al punto nodale della lunga discussione: quello concernente il limite di reddito complessivo da « fondi comuni », ai fini della tassazione a titolo di imposta, con aliquota del 10 per cento.

Si è eccepito in Commissione che il limite di 4 milioni, previsto nel progetto governativo, appare eccessivo; e comunque trascende le proporzioni di quel « piccolo risparmio », o « risparmio popolare », di cui il legislatore deve favorire — in ossequio all'articolo 47 della Costituzione — l'investimento diretto e indiretto in capitali di rischio. Si è anche soggiunto che, stabilendo un limite tanto elevato per la tassazione forfettaria, si finisce per consentire un notevole risparmio d'imposta complementare ai medi e grossi capitalisti, capovolgendo la finalità precipua di favorire il piccolo risparmio popolare a vantaggio di una nuova categoria di evasori legalizzati. Si è ribadito infine che, avendo presente il prontuario della imposta complementare, si deve concludere che i piccoli risparmiatori non solo non risulterebbero avvantaggiati dalla prevista applicazione della cedolare secca del 10 per cento, ma ne uscirebbero sensibilmente danneggiati, in quanto le aliquote sui più bassi scaglioni di reddito (fino a 3 milioni) non superano in progressione la misura del 5 per cento.

Obiezioni indubbiamente valide, se l'incentivo a partecipare ai fondi comuni fosse limitato, come nel comparto obbligazionario, ai parametri della redditività immediata. Ma, nel caso dei « fondi comuni », oltre ai livelli di reddito in termini di dividendi da erogarsi ai partecipanti, entrano in giuoco i *capital gains*, ossia gli incrementi del valor capitale degli investimenti, al punto che, nei paesi più evoluti, masse enormi di risparmiatori anche piccoli hanno prescelto, per l'impiego fruttifero del loro risparmio, i fondi cosiddetti « di accumulazione », che di regola non distribuiscono utili ai partecipanti, se-

condo una priorità di valori che antepone la stabilità, la sicurezza del valor capitale degli impieghi ai parametri della redditività immediata.

L'Italia non è, in fin dei conti, un paese dell'Africa Equatoriale: il risparmio familiare sta salendo di livello in relazione al processo, in atto, di diffusione della ricchezza: il risparmio familiare, frutto di lavoro e di probità, sta crescendo anche nelle zone del Mezzogiorno afflitte da una depressione secolare: le statistiche ne fanno fede. E sta crescendo il numero degli operai, degli artigiani, dei lavoratori della terra che hanno imparato, magari a proprie spese, che la redditività immediata può anche dire poco se soggetta alle tosature monetarie; e la stabilità del valor capitale del risparmio investito è spesso da preferirsi, anche col sacrificio di una parte di reddito immediato.

Sono queste le ragioni che non giustificano ipotesi pessimistiche sulle prospettive di successo dei « fondi comuni » nell'area del piccolo e medio risparmio.

Il nostro paese ha già l'esperienza, con la penetrazione degli *investment trusts* stranieri, di quale capacità di rottura di abitudini tradizionali e di superamento di remore psicologiche sia suscettibile, anche nelle nostre regioni finora economicamente meno evolute, un'azione capillare di agganciamento e di persuasione dei piccoli risparmiatori, proprio in aree caratterizzate da una scarsissima propensione agli investimenti mobiliari in genere ed azionari in specie. E i fondi esteri cosiddetti « di accumulazione » non sono usciti battuti dalla gara di accaparramento del piccolo e medio risparmio italiano.

La Commissione, comunque, ha deciso di proporre all'Assemblea l'abbassamento da 4 a 3 milioni di lire del limite massimo di reddito complessivo derivante da partecipazioni ai « fondi comuni », ai fini della tassazione, a titolo di imposta, con aliquota proporzionale del 10 per cento.

In analogia, ha deciso di proporre un emendamento all'articolo 30 del disegno di legge governativo, che riduce da 30 a 25 milioni il limite di valore complessivo delle quote di partecipazione a fondi comuni

ai fini della esenzione di ogni singolo erede o legatario dalla imposta di successione; e riduce da 100 a 75 milioni di lire il limite per la esenzione dalla imposta predetta sul valore globale dell'asse ereditario.

Accogliendo, infine, il voto espresso dalla Unione Italiana delle Camere di Commercio, la Commissione ha deciso di proporre all'Assemblea apposito emendamento aggiuntivo all'articolo 27 del progetto governativo, in virtù del quale viene riconosciuta alle persone fisiche, i cui proventi dai « fondi comuni » non superano, nel complesso, 3 milioni di lire, la facoltà di optare per il normale regime di imposizione in luogo della imposta forfettaria secca del 10 per cento. Il testo dell'emendamento approvato in sede referente è il seguente: « Per le persone fisiche il prelievo ed il versamento del 10 per cento ad opera della società di gestione si considerano fatti a titolo di acconto della imposta complementare progressiva sul reddito, se il percipiente ne faccia richiesta in sede di dichiarazione annuale dei redditi, indicando l'ammontare dei proventi ».

IV

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Possiamo dire, in sintesi, che i grossi problemi *a monte* e quelli attinenti alla disciplina legislativa degli istituendi « fondi comuni di investimento » discussi in sede referente dalla Commissione Finanze e Tesoro sono, direttamente o indirettamente, riconducibili alla fondamentale esigenza di allargare e rafforzare il nostro mercato finanziario, perchè il nuovo istituto, già così largamente sperimentato nell'ambito internazionale, possa trovare l'*humus* adatto al suo fiorire.

Perchè il risparmio affluisca in misura sempre più incoraggiante agli investimenti, anche indiretti, in valori di rischio, è necessario un *ambiente* idoneo come sono necessari *strumenti* idonei. Altrimenti si finisce in un circolo vizioso. Per evitarlo, è perciò indispensabile una *politica nuova e coraggiosa*, che acceleri i tempi delle fondamentali riforme in sede legislativa, che eli-

mini le remore burocratiche tradizionali ed eserciti un'azione stimolante nei confronti degli investitori istituzionali; che promuova un sano e coordinato sviluppo delle borse valori; che riveda gli *idola fori* in materia fiscale; che promuova e concorra, in condizioni di parità e di competitività, alla formazione di un mercato comune europeo dei capitali.

Solo una politica del genere, non solo coraggiosa e lungimirante, ma anche *coordinata*, potrà agire da catalizzatore della fiducia e della collaborazione di tutte le forze interessate alla rianimazione del nostro mercato finanziario.

Intanto, bisogna guardarsi dal pericolo di fare, dei « fondi comuni » isolatamente considerati, la panacea di tutte le attuali imperfezioni del nostro mercato finanziario. Essi costituiscono uno strumento positivo, concretamente utile alla canalizzazione del risparmio piccolo e medio verso gli investimenti in valori di rischio, e quindi a ren-

dere meno difficili gli investimenti delle imprese, garanti della continuità della produzione e della occupazione. Ma guardiamoci dal farne « un mito ». Il loro successo, anche se non strepitoso, sarà tanto più sicuro, se non disgiunto da una politica generale, ardita e coordinata, di ristrutturazione e di animazione funzionale del nostro mercato finanziario.

Guardiamoci però anche dal pericolo opposto: di considerarli in partenza come uno strumento inutile, illusorio, ignorandone o sottovalutandone i risultati conseguiti in campo internazionale, in decenni di positiva esperienza.

La Commissione raccomanda all'approvazione dell'Assemblea il disegno di legge di iniziativa governativa n. 857 nel nuovo testo elaborato dalla Commissione stessa, col conseguente assorbimento del disegno di legge n. 361 di iniziativa parlamentare.

BELOTTI, *relatore*

DISEGNO DI LEGGE (N. 857-Urgenza)

TESTO DEL GOVERNO

TITOLO I.

COSTITUZIONE E FUNZIONAMENTO
DEI FONDI COMUNI

Art. 1.

L'istituzione e la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, salvè le funzioni specificamente attribuite al Ministro del tesoro e al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, sono soggette alla vigilanza della Banca d'Italia, che la esercita secondo le direttive del Ministro del tesoro.

Per quanto attiene all'esercizio della vigilanza si applicano le disposizioni degli articoli 10 e 16 del regio decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375, convertito nella legge 7 marzo 1938, n. 141.

Art. 2.

I fondi comuni di investimento mobiliare possono essere istituiti e gestiti da società per azioni e in accomandita per azioni, il cui capitale sia versato ed esistente per un ammontare non inferiore a cinque miliardi di lire, aventi per oggetto esclusivamente la gestione di un fondo comune.

Le società di gestione non possono costituirsi senza l'autorizzazione del Ministro del tesoro di concerto con il Ministro delle finanze e sono iscritte in apposito albo tenuto a cura del Ministero del tesoro. Alla stessa autorizzazione è sottoposta la modificazione dell'atto costitutivo deliberata da una società già esistente per assumere l'oggetto sociale indicato dal primo comma.

La società di gestione deve impiegare il proprio capitale in conformità alle regole stabilite dall'organo di vigilanza e può svol-

DISEGNO DI LEGGE

TESTO PROPOSTO DALLA COMMISSIONE

TITOLO I.

COSTITUZIONE E FUNZIONAMENTO
DEI FONDI COMUNI

Art. 1.

Identico.

Art. 2.

Identico.

Le società di gestione non possono costituirsi senza l'autorizzazione del Ministro del tesoro di concerto col Ministro delle finanze, sentito il parere del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, e sono iscritte in apposito albo tenuto a cura del Ministero del tesoro. Alla stessa autorizzazione è sottoposta la modificazione dell'atto costitutivo deliberata da una società già esistente per assumere l'oggetto sociale indicato dal primo comma.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

gere soltanto le attività strumentali alla gestione del fondo comune.

L'autorizzazione è revocata e la società è cancellata dall'albo quando sia stata pronunciata la decadenza dalla gestione del fondo comune a norma dell'articolo 20.

I provvedimenti di diniego e di revoca dell'autorizzazione devono essere motivati.

Art. 3.

La società gerente costituisce il fondo comune mediante l'investimento in titoli delle somme versate dai partecipanti e provvede alla sua gestione nel loro interesse a norma dell'articolo 9. Per le obbligazioni inerenti alla gestione del fondo è ammessa azione esclusivamente su di esso.

Il fondo è patrimonio comune dei partecipanti, distinto dai patrimoni della società gerente e dei partecipanti, sul quale è ammessa azione soltanto per le obbligazioni inerenti alla gestione e non sono ammesse azioni dei creditori individuali della società gerente e dei partecipanti.

I diritti e gli obblighi relativi alla comunione fra i partecipanti sono disciplinati dalla presente legge e dal regolamento del fondo comune.

Art. 4.

L'istituzione del fondo comune è deliberata dall'assemblea ordinaria della società di gestione.

La deliberazione istitutiva del fondo ne stabilisce il regolamento.

La deliberazione istitutiva e il regolamento del fondo sono sottoposti all'approvazione del Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro delle finanze, sentito il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. Il provvedimento che rifiuta l'approvazione o la subordina a modificazioni, condizioni o limitazioni dev'essere motivato.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Identico.

Identico.

Art. 3.

Identico.

Il fondo è patrimonio comune dei partecipanti, distinto dal patrimonio della società gerente e da quelli dei partecipanti. Sul fondo stesso è ammessa azione soltanto per le obbligazioni inerenti alla gestione e non sono ammesse azioni dei creditori individuali sia della società gerente sia dei partecipanti. Le azioni dei creditori individuali dei singoli partecipanti sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi.

Identico.

Art. 4.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

Il provvedimento di approvazione, la deliberazione istitutiva e il regolamento sono depositati, affissi e pubblicati a norma dell'articolo 17.

Le disposizioni dei commi precedenti si applicano anche per le modificazioni della deliberazione istitutiva e del regolamento.

Art. 5.

Il regolamento del fondo comune stabilisce, nell'ambito delle leggi vigenti:

a) la denominazione e la durata del fondo e la banca depositaria;

b) le modalità di partecipazione al fondo, le caratteristiche delle quote e dei certificati di partecipazione, i termini e le modalità dell'emissione dei certificati e del rimborso delle quote e le modalità di liquidazione del fondo;

c) i criteri relativi alla scelta dei titoli e alla ripartizione degli investimenti;

d) i criteri relativi alla determinazione dei proventi di gestione, indicando se si tratta di fondo ad accumulazione ovvero con distribuzione totale o parziale dei proventi e in questo secondo caso i criteri relativi alla distribuzione;

e) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione, indicando le specificamente. Le spese di propaganda non possono essere a carico del fondo;

f) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione e degli oneri a carico dei partecipanti per la sottoscrizione e il rimborso delle quote;

g) gli schemi e i criteri per la redazione del rendiconto e dei prospetti di cui all'articolo 16, con l'indicazione delle borse di riferimento per le occorrenti valutazioni;

h) le altre disposizioni eventualmente occorrenti per il funzionamento del fondo.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 5.

Identico:

a) la denominazione e la durata del fondo;

a-bis) la banca depositaria, scelta tra le aziende e gli istituti di credito che amministrano una massa di depositi per un importo non inferiore a 100 miliardi di lire;

b) *identica*;

c) *identica*;

d) *identica*;

e) *identica*;

f) *identica*;

g) **soppressa**;

h) *identica*.

(Segue: *Testo del Governo*)

I prospetti illustrativi e il materiale pubblicitario distribuiti al pubblico devono recare un riassunto del regolamento e riprodurre per esteso le indicazioni di cui alle lettere da a) ad f).

Art. 6.

La partecipazione ai fondi comuni è riservata alle persone fisiche e agli enti morali pubblici e privati diversi dalle società.

Nelle quote di partecipazione possono essere inoltre investiti, anche in deroga al primo comma, i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma, le riserve e le cauzioni di cui agli articoli 27, 28, 33 e 40 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private approvato con decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n. 449.

La partecipazione, salve le limitazioni o condizioni stabilite dal regolamento del fondo, può essere assunta in qualsiasi tempo, tranne i giorni di chiusura delle borse nazionali, mediante la sottoscrizione di una o più quote.

La violazione delle disposizioni di questo articolo non è causa di invalidità. Essa importa l'applicazione delle sanzioni comminate dall'articolo 36.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Identico.

Art. 5-bis.

Entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge vengono stabiliti, con decreto del Ministro del tesoro di concerto col Ministro di grazia e giustizia, col Ministro delle finanze e col Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato:

a) lo schema-tipo del bilancio e del conto perdite e profitti della società di gestione:

b) lo schema-tipo del rendiconto e dei prospetti di cui all'articolo 16.

Art. 6.

Identico.

Nelle quote di partecipazione possono essere inoltre investiti, anche in deroga al primo comma, i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma, purchè all'amministrazione di essi partecipino anche una rappresentanza del personale interessato, nonchè, nel limite del venti per cento, le riserve e le cauzioni di cui agli articoli 27, 28, 30, 33 e 40 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n. 449.

Identico.

La violazione delle disposizioni del presente articolo non è causa di invalidità dei certificati di partecipazione. Essa importa l'applicazione delle sanzioni comminate dall'ar-

(Segue: *Testo del Governo*)

Art. 7.

I partecipanti, decorso un semestre dalla sottoscrizione o il minor termine eventualmente fissato dal regolamento del fondo comune, hanno diritto di chiedere il rimborso delle proprie quote in qualsiasi tempo, tranne i giorni di chiusura delle borse nazionali.

Il rimborso deve essere eseguito in denaro entro otto giorni dalla richiesta. Può essere eseguito mediante assegnazione di titoli inclusi nel fondo comune quando ciò sia autorizzato o prescritto dall'organo di vigilanza per ragioni attinenti all'andamento del mercato finanziario.

Art. 8.

Le quote di partecipazione ai fondi comuni sono rappresentate da certificati nominativi intestati a norma dell'articolo 4 del regio decreto 29 marzo 1942, n. 239, modificato dalla legge 31 ottobre 1955, n. 1064, e dall'articolo 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

articolo 36 e, per i possessori di quote che non abbiano i requisiti previsti dai commi primo e secondo del presente articolo, l'obbligo di cederle entro 15 giorni dalla data della contestazione della violazione. Trascorso tale termine, se le quote di partecipazione non sono state cedute, la società di gestione le annulla, con decorrenza dalla data di scadenza del predetto termine, restando il valore delle stesse acquisito al fondo comune. Dell'annullamento delle quote deve essere data pubblicità secondo le forme previste dall'articolo 17.

I portatori delle quote annullate hanno diritto al rimborso secondo le norme della presente legge. La data di decorrenza dell'annullamento o, se questa cade nei giorni di chiusura delle borse nazionali, quella del primo giorno di riapertura delle stesse, è considerata a questo fine come quella di richiesta di rimborso.

Art. 7.

I partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle proprie quote, tranne che nei giorni di chiusura delle borse nazionali, e fatto salvo il termine di decorrenza dalla sottoscrizione eventualmente fissato dal regolamento del fondo, in misura comunque non superiore a sei mesi.

Il rimborso deve essere eseguito in danaro, entro otto giorni dalla richiesta. Detto termine può essere prorogato fino ad un massimo di venti giorni, previa autorizzazione dell'organo di vigilanza.

Art. 8.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

I certificati di partecipazione sono sottoscritti da un amministratore della società di gestione a norma del secondo comma dell'articolo 2354 del codice civile e recano il testo integrale del regolamento del fondo e gli estremi del decreto di approvazione. I certificati devono avere le dimensioni fissate con decreto del Ministro delle finanze di concerto con il Ministro del tesoro e devono essere predisposti per le girate e per le annotazioni in conformità ad apposito modello approvato con il decreto medesimo.

Le quote di partecipazione possono essere trasferite nei modi e nelle forme previsti per le azioni di società, osservando le disposizioni dei primi due commi dell'articolo 6 e con le conseguenze indicate, per il caso di violazione, dall'ultimo comma dello stesso articolo.

Le quote di partecipazione, ai fini della sottoscrizione e del rimborso, hanno tutto lo stesso valore, determinato in base al prospetto giornaliero redatto a norma della lettera c) dell'articolo 16 nel giorno successivo a quello della richiesta di sottoscrizione o di rimborso ovvero, se la richiesta sia stata fatta in tempo di chiusura delle borse nazionali, nel primo giorno successivo alla riapertura.

Art. 9.

La società di gestione provvede nell'interesse dei partecipanti, osservando le disposizioni del regolamento del fondo comu-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

I certificati di partecipazione, per essere validi, debbono essere sottoscritti, a norma del secondo comma dell'articolo 2354 del codice civile, da un amministratore della società di gestione e da un amministratore o dirigente della banca depositaria. Essi debbono inoltre recare il testo integrale del regolamento del fondo e gli estremi del decreto di approvazione. I certificati devono avere le dimensioni fissate con decreto del Ministro delle finanze di concerto col Ministro del tesoro e devono essere predisposti per le girate e per le annotazioni, in conformità ad apposito modello approvato con il decreto medesimo.

Le quote di partecipazione possono essere trasferite nei modi e nelle forme previsti per le azioni di società, osservando le disposizioni dei primi due commi dell'articolo 6 e con le conseguenze indicate, per il caso di violazione, dai commi quarto e quinto dello stesso articolo.

Per l'autenticazione delle girate dei certificati di partecipazione devono essere osservate, da parte dei notai, degli agenti di cambio e delle aziende di credito, le disposizioni degli articoli 12 e 28 del regio decreto 29 marzo 1942, n. 239, con l'obbligo di comunicare, entro 15 giorni, alla società di gestione, gli estremi delle girate autenticate, ai fini dell'aggiornamento nominativo del libro dei partecipanti previsto dall'articolo 15, lettera a), della presente legge.

Le quote di partecipazione, ai fini della sottoscrizione e del rimborso, hanno tutto lo stesso valore, determinato in base all'ultimo prospetto giornaliero redatto prima della richiesta di sottoscrizione o di rimborso a norma della lettera c) dell'articolo 16.

Art. 9.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

ne, agli investimenti, alle alienazioni e alle negoziazioni, all'esercizio dei diritti inerenti ai titoli e di ogni altro diritto compreso nel fondo comune, alla distribuzione dei proventi, al rimborso delle quote di partecipazione e ad ogni altra attività di gestione.

Nell'esercizio dell'attività di gestione la società non può vendere titoli allo scoperto, acquistarne a credito nè venderne o acquistarne a premio o a riporto e non può assumere nè concedere prestiti in denaro o in titoli sotto qualsiasi forma.

La società di gestione non può utilizzare i titoli inclusi nel fondo comune in modo da esercitare il controllo, di diritto o di fatto, delle società emittenti dei titoli stessi.

Art. 10.

I titoli inclusi nel fondo comune e le disponibilità liquide sono depositati presso la banca indicata dal regolamento, la quale esegue le operazioni relative alla negoziazione dei titoli e all'esercizio dei diritti inerenti ai titoli e di ogni altro diritto compreso nel fondo, le operazioni di riscossione, di distribuzione e di pagamento e le altre operazioni relative alla gestione del fondo disposte dalla società di gestione.

I titoli nominativi sono intestati al fondo comune con l'indicazione della società di gestione e della banca depositaria.

Art. 11.

La società gerente risponde della gestione del fondo comune nei confronti dei partecipanti secondo le norme relative al mandato. Qualsiasi clausola del regolamento del fondo e qualsiasi patto che escludano, limitino o attenuino la responsabilità della società sono privi di effetto.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 10.

I titoli inclusi nel fondo comune e le disponibilità liquide sono depositati presso la banca indicata dal regolamento. La banca depositaria esegue in borsa le operazioni relative alla negoziazione dei titoli ed all'esercizio dei diritti inerenti ai titoli e di ogni altro diritto compreso nel fondo, le operazioni di riscossione, di distribuzione e di pagamento e le altre operazioni relative alla gestione del fondo disposte dalla società di gestione.

Identico.

Art. 11.

Identico.

Gli amministratori della società di gestione sono soggetti all'obbligo di prestare cauzione individuale, anche in forma assicurativa, stabilita, in deroga al disposto dell'articolo 2387 del codice civile, nella misura di un centesimo del capitale della società di cui al primo comma dell'articolo 2.

(Segue: *Testo del Governo*)

Ciascun partecipante può esercitare l'azione di responsabilità verso la società di gestione nei limiti del proprio interesse, a meno che l'azione stessa non sia stata esercitata nell'interesse comune di tutti i partecipanti a norma del quarto comma dell'articolo 19.

Art. 12.

Le disponibilità liquide del fondo comune, derivanti dai versamenti dei partecipanti, dall'alienazione o negoziazione dei titoli e dei diritti di opzione e da ogni altro provento non distribuito, sono investite in titoli pubblici e privati quotati nelle borse nazionali o estere o in titoli dei quali l'ente o la società emittente si impegna nel prospetto di emissione a chiedere la quotazione.

Il Ministro del tesoro, su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, ha facoltà di fissare un limite massimo per l'investimento in titoli esteri, senza effetto retroattivo, in funzione della programmazione, delle esigenze del mercato finanziario interno e dell'andamento della bilancia dei pagamenti.

L'investimento in titoli non quotati, salvo diversa disposizione del Ministro del tesoro su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, è consentito nel limite complessivo del cinque per cento del valore netto del fondo risultante dall'ultimo prospetto trimestrale redatto a norma della lettera *b*) dell'articolo 16.

È vietato l'investimento in quote di partecipazione ad altri fondi comuni.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Identico.

Art. 12.

Identico.

L'investimento in titoli esteri è ammesso nella misura stabilita dal Ministro del tesoro, su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, in funzione della programmazione, delle esigenze del mercato finanziario interno e dell'andamento della bilancia dei pagamenti.

L'adeguamento degli investimenti in titoli esteri alla misura di cui al comma precedente avviene con le modalità e nei termini stabiliti dal decreto ministeriale che determina tale misura.

Identico.

È vietato l'investimento in quote di partecipazione ad altri fondi comuni, in azioni e in obbligazioni emesse dalla società gerente e da società controllate o controllanti, nonchè in titoli emessi da società o enti dei cui organi fanno parte gli amministratori della società di gestione.

(Segue: *Testo del Governo*)

Art. 13.

Nel fondo comune non possono essere inclusi titoli emessi da una stessa società o ente per un valore superiore al dieci per cento del valore netto complessivo del fondo indicato nell'ultimo prospetto trimestrale redatto a norma della lettera *b*) dell'articolo 16, nè azioni con diritto di voto emesse da una stessa società per un valore nominale superiore al cinque per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto emesse dalla società medesima.

I limiti stabiliti dal comma precedente possono essere superati, per un periodo di tempo non eccedente sei mesi, in conseguenza dell'esercizio dei diritti di opzione, delle distribuzioni di azioni gratuite e degli aumenti gratuiti del valore nominale delle azioni.

Art. 14.

I proventi della gestione del fondo comune, dei quali il regolamento preveda la distribuzione, sono distribuiti tra i partecipanti, in proporzione al numero delle rispettive quote, almeno una volta l'anno.

La distribuzione è deliberata dal consiglio di amministrazione della società gerente, che ne dà notizia ai partecipanti e al pubblico con avviso depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

Per il pagamento dei proventi ai partecipanti si applicano le disposizioni degli ar-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 12-bis.

Il Ministro del tesoro, su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, stabilisce una quota riservata all'investimento in titoli italiani a reddito fisso in una misura non inferiore al 5 per cento del valore netto del fondo, quale risulta dall'ultimo prospetto trimestrale redatto a norma della lettera *b*) dell'articolo 16.

Art. 13.

Nel fondo comune non possono essere inclusi titoli emessi da una stessa società o ente per un valore superiore al cinque per cento del valore netto complessivo del fondo indicato nell'ultimo prospetto trimestrale redatto a norma della lettera *b*) dell'articolo 16, nè azioni con diritto di voto emesse da una stessa società per un valore nominale superiore al cinque per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto emesse dalla società medesima.

Identico.

Art. 14.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

articoli 4, 5 e 6 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni, restando escluso l'obbligo di comunicazione all'Amministrazione finanziaria di cui agli articoli 7 e 8 della legge stessa.

Art. 15.

La società di gestione deve tenere, in conformità alle disposizioni dell'articolo 2219 del codice civile ed oltre i libri prescritti dallo stesso codice:

a) il libro dei partecipanti al fondo comune, nel quale devono essere indicati il nome, il cognome, la data e il luogo di nascita, la nazionalità e la residenza delle persone fisiche, la denominazione e la sede principale degli altri partecipanti, il numero delle quote, i trasferimenti e i vincoli ad esse relativi e i versamenti eseguiti. Il libro deve essere aggiornato ai sensi del quarto comma dell'articolo 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745. I partecipanti al fondo comune hanno diritto di esaminarlo e di ottenerne estratti a proprie spese;

b) il libro giornale del fondo comune, nel quale devono essere annotate, giorno per giorno, le operazioni di emissione e di rimborso delle quote di partecipazione e le operazioni relative alla gestione.

I libri suddetti, prima che siano messi in uso, devono essere numerati progressivamente in ogni pagina e bollati in ogni foglio dall'ufficio del registro delle imprese o da un notaio, il quale dichiara nell'ultima pagina il numero dei fogli che li compongono. Devono essere vidimati annualmente entro il primo trimestre dell'anno, dall'ufficio del registro delle imprese o da un notaio.

I libri, le scritture, i documenti e la corrispondenza relativi alla gestione del fondo comune devono essere conservati a norma dell'articolo 2220 del codice civile.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 15.

Identico:

a) il libro dei partecipanti al fondo comune, nel quale devono essere indicati, per ognuno di essi, il nome, il cognome, la data e il luogo di nascita, la nazionalità e la residenza delle persone fisiche, la denominazione e la sede principale degli altri partecipanti, il numero delle quote, i trasferimenti e i vincoli ad esse relativi e i versamenti eseguiti. Per quanto concerne l'annotazione dei trasferimenti e dei vincoli e l'aggiornamento del libro valgono le disposizioni del regio decreto 29 marzo 1942, n. 239, e del quarto comma dell'articolo 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745. I partecipanti al fondo comune hanno diritto di esaminarlo e di ottenerne estratti a proprie spese;

b) *identica.*

I libri suddetti, prima che siano messi in uso, devono essere numerati progressivamente in ogni pagina e bollati in ogni foglio dall'ufficio del registro delle imprese o da un notaio, i quali dichiarano nell'ultima pagina il numero dei fogli che li compongono. Devono essere vidimati annualmente entro il primo trimestre dell'anno, dall'ufficio del registro delle imprese o da un notaio.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

Art. 16.

La società di gestione deve redigere, a cura e sotto la responsabilità del consiglio di amministrazione e osservando le disposizioni dell'articolo 2219 del codice civile:

a) entro trenta giorni dalla fine di ogni anno, o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi, il rendiconto della gestione del fondo comune e una dettagliata relazione illustrativa;

b) entro quindici giorni dalla fine di ciascun trimestre, il prospetto della composizione e del valore del fondo comune, nel quale devono essere indicati i titoli emessi da ogni società o ente ed aventi uguali caratteristiche, i dividendi e gli interessi riscossi o esigibili, le somme acquisite al fondo per alienazioni, negoziazioni e ad altro titolo, i crediti e le altre attività, le passività maturate per diritti di commissione o di provvigione o per altre cause indicate nel regolamento; il valore complessivo dei titoli quotati nelle borse nazionali, quello dei titoli quotati nelle borse estere e quello dei titoli non quotati; il valore netto complessivo del fondo comune, il numero delle quote di partecipazione e il valore unitario di esse. Il valore dei titoli quotati in borsa è determinato secondo le ultime quotazioni di chiusura delle borse di riferimento indicate nel regolamento; il valore dei titoli non quotati e delle altre attività secondo il presumibile valore di realizzazione;

c) giornalmente, tranne i giorni di chiusura delle borse nazionali, un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo netto del fondo comune. Devono essere specificamente indicati il valore complessivo dei titoli quotati nelle borse nazionali, il valore complessivo di quelli quotati nelle borse estere e il valore complessivo dei titoli non quotati e delle altre attività, determinati a norma della lettera b).

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 16.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

Art. 17.

Il rendiconto della gestione del fondo comune, la relazione e i prospetti trimestrali e giornalieri sono depositati e affissi per almeno trenta giorni, a partire da quello successivo alla data di redazione, nelle sedi della società di gestione e della banca depositaria e nelle filiali, succursali e agenzie della banca stessa indicate dal regolamento. I partecipanti hanno diritto di esaminarli e di averne copia a loro spese.

Il rendiconto, un riassunto della relazione e il prospetto trimestrale sono pubblicati, nel giorno successivo alla data di redazione, in un giornale quotidiano della provincia in cui ha sede la società di gestione e in un giornale a diffusione nazionale, indicati dal regolamento. La pubblicazione su due giornali non è necessaria se il quotidiano della provincia in cui ha sede il fondo è a diffusione nazionale. Nello stesso modo viene reso noto il valore unitario delle quote di partecipazione, risultante dal prospetto giornaliero.

Il regolamento del fondo comune può prevedere e l'organo di vigilanza può prescrivere forme aggiuntive di informazione e di pubblicità.

Art. 18.

Gli amministratori della società di gestione devono trasmettere all'organo di vigilanza, entro quindici giorni dalla scadenza dei termini stabiliti alle lettere *a)* e *b)* dell'articolo 16, il rendiconto della gestione del fondo comune, la relazione e i prospetti trimestrali. Devono inoltre trasmettere senza indugio gli atti e le deliberazioni della società soggetti a deposito o ad iscrizione nel registro delle imprese.

L'organo di vigilanza può richiedere al consiglio di amministrazione della società, fissando il relativo termine, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, a spese della società. Può eseguire ispezioni a mezzo di propri fun-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 17.

Identico.

Art. 18.

Identico.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

zionari e di esperti iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti.

I sindaci della società di gestione, anche individualmente, e gli amministratori e i funzionari della banca depositaria devono riferire all'organo di vigilanza sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione della società stessa e nella gestione del fondo comune.

Art. 19.

L'organo di vigilanza può formulare rilievi, osservazioni e prescrizioni relativamente alla redazione del rendiconto, della relazione e dei prospetti nonché osservazioni e prescrizioni dirette ad assicurare la conformità della gestione alle norme della presente legge e al regolamento del fondo comune.

In caso di inosservanza delle prescrizioni formulate e di altre irregolarità nella gestione del fondo comune l'organo di vigilanza invita il consiglio di amministrazione della società gerente ad uniformarsi alle prescrizioni e ad eliminare le irregolarità.

Se il consiglio di amministrazione non ottempera all'invito, il Ministro del tesoro, su proposta fatta dall'organo di vigilanza, previa contestazione degli addebiti, può sospendere la società dall'esercizio delle sue funzioni e affidare temporaneamente la gestione del fondo comune ad un commissario. Il provvedimento deve essere motivato ed è depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

L'organo di vigilanza può esercitare, a spese del fondo comune, l'azione di responsabilità verso la società di gestione nell'interesse di tutti i partecipanti.

Art. 20.

Il Ministro del tesoro, su proposta dell'organo di vigilanza, sentito il Comitato

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

L'organo di vigilanza nomina il presidente del collegio sindacale, da scegliersi tra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti.

Identico.

Art. 19.

Identico.

Art. 20.

Il Ministro del tesoro, su proposta dell'organo di vigilanza, sentito il Comitato

(Segue: *Testo del Governo*)

interministeriale per il credito e il risparmio, può pronunciare la decadenza della società dalla gestione del fondo comune quando l'organo di vigilanza, previa contestazione degli addebiti, abbia accertato gravi e reiterate irregolarità nella gestione medesima, gravi e reiterate violazioni del terzo comma dell'articolo 2 o la violazione del terzo comma dell'articolo 9. La decadenza deve essere pronunciata in caso di fallimento della società.

Contestualmente alla pronuncia di decadenza può essere autorizzata, con il parere favorevole dell'organo di vigilanza, la prosecuzione della gestione del fondo comune a cura di un'altra società.

Il provvedimento di decadenza dev'essere motivato ed è depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

Art. 21.

Il Ministro del tesoro, sentito il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, può sospendere o limitare temporaneamente, per ragioni attinenti all'andamento del mercato finanziario e alla stabilità della moneta, l'emissione di nuove quote di partecipazione e il rimborso delle quote emesse.

Il provvedimento è depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

Art. 22.

Il fondo comune è posto in liquidazione:

a) alla scadenza del termine di durata previsto dal regolamento;

b) quando la società gerente sia stata dichiarata decaduta dalla gestione e la prosecuzione di questa non sia stata affidata ad altra società.

Della messa in liquidazione del fondo comune deve essere data notizia ai partecipanti e al pubblico con avviso depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

La liquidazione è fatta a cura della società di gestione nell'ipotesi prevista alla

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

interministeriale per il credito e il risparmio, pronuncia la decadenza della società dalla gestione del fondo comune quando l'organo di vigilanza, previa contestazione degli addebiti, abbia accertato gravi irregolarità nella gestione medesima, gravi e reiterate violazioni del terzo comma dell'articolo 2 o la violazione del terzo comma dell'articolo 9. Inoltre la decadenza deve essere pronunciata in caso di fallimento della società.

Identico.

Il provvedimento di decadenza dev'essere motivato ed è affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

Art. 21.

Il Ministro del tesoro, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, può sospendere o limitare temporaneamente, per circostanze eccezionali attinenti all'andamento del mercato finanziario e alla stabilità della moneta, sia l'emissione di nuove quote di partecipazione sia il rimborso delle quote emesse.

Il provvedimento è affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17.

Art. 22.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

lettera *a*) del primo comma e a cura di un commissario liquidatore, nominato contestualmente alla pronuncia di decadenza fra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti, nell'ipotesi prevista alla lettera *b*), con l'osservanza, in entrambi i casi, delle prescrizioni dell'organo di vigilanza.

Il rimborso delle quote di partecipazione può essere effettuato in tutto o in parte, se ciò sia previsto dal regolamento ovvero autorizzato o prescritto dall'organo di vigilanza, mediante assegnazione di titoli inclusi nel fondo comune.

Lo stato finale di liquidazione è trasmesso all'organo di vigilanza ed è depositato, affisso e pubblicato a norma dell'articolo 17. Ciascun partecipante può proporre reclamo al Ministro del tesoro entro trenta giorni dalla pubblicazione.

Lo stato finale di liquidazione diviene esecutivo con l'approvazione del Ministro del tesoro.

TITOLO II

DISPOSIZIONI TRIBUTARIE

Art. 23.

Le imposte relative ai proventi conseguiti dal fondo comune sono a carico dei partecipanti secondo le disposizioni dei successivi articoli.

La società di gestione è soggetta a tassazione in ragione del proprio patrimonio, dei redditi derivanti dall'impiego di esso e di quelli conseguiti in proprio in dipendenza della gestione del fondo comune.

Art. 24.

Gli utili attribuiti alle azioni nominative incluse nel fondo comune non sono sog-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

TITOLO II

DISPOSIZIONI TRIBUTARIE

Art. 23.

La società di gestione è soggetta a tassazione in ragione del proprio patrimonio, dei redditi derivanti dall'impiego di esso e di quelli conseguiti in proprio in dipendenza della gestione del fondo comune.

Agli effetti tributari le quote di partecipazione ai fondi comuni appartengono, salvo prova contraria, a chi risulta iscritto nel libro dei partecipanti.

Le imposte relative ai proventi conseguiti dal fondo comune sono a carico dei partecipanti secondo le disposizioni degli articoli seguenti.

Art. 24.

Soppresso (*vedi articolo 25-bis*).

(Segue: *Testo del Governo*)

getti alle ritenute e non sono computati ai fini dei versamenti previsti dalla legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni, fermo restando l'obbligo di comunicazione all'Amministrazione finanziaria a norma degli articoli 7 e 8 della legge medesima.

Art. 25.

I proventi conseguiti dal fondo comune, escluse le plusvalenze dei titoli e quelle realizzate con l'alienazione dei diritti di opzione, costituiscono reddito imponibile dei singoli partecipanti, ancorchè non distribuiti, in proporzione al numero di quote possedute.

I dividendi e gli interessi si considerano acquisiti al fondo comune dalla data in cui sono esigibili.

Art. 26.

La società di gestione opera un prelievo del 10 per cento sui proventi imponibili a norma dell'articolo 25 e versa alla sezione di tesoreria provinciale nella cui circoscrizione ha sede, nel termine stabilito dall'articolo 16 per la redazione del prospetto trimestrale, l'ammontare complessivo dei prelievi operati in ciascun trimestre.

Entro otto giorni dalla scadenza del termine stabilito alla lettera a) dell'articolo 16 per la redazione del rendiconto, la società

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 25.

Identico.

Art. 25-bis.

Gli utili attribuiti alle azioni incluse nel fondo comune sono in ogni caso soggetti alla ritenuta prevista dalla legge 29 dicembre 1962, n. 1745 e successive modificazioni, nella misura del cinque per cento, fermo restando l'obbligo di comunicazione all'Amministrazione finanziaria a norma degli articoli 7 e 8 della legge medesima.

Art. 26.

La società di gestione opera un prelievo del dieci per cento sui proventi imponibili a norma dell'articolo 25 e versa alla sezione di tesoreria provinciale, nella cui circoscrizione ha sede, nel termine stabilito dall'articolo 16 per la redazione del prospetto trimestrale, l'ammontare complessivo dei prelievi operati in ciascun trimestre, previa deduzione della ritenuta applicata sugli utili delle azioni a norma dell'articolo 25-bis.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

di gestione accerta l'ammontare dei proventi imponibili, conseguiti nel periodo cui si riferisce il rendiconto stesso, che spettano a ciascuna quota di partecipazione e ne dà notizia ai partecipanti nei modi indicati dall'articolo 17.

Art. 27.

Il prelievo e il versamento previsti dall'articolo 26 sono fatti a titolo di acconto dell'imposta complementare e dell'imposta sulle società dovute dai partecipanti. Si applicano le disposizioni dei commi primo, terzo, quarto e quinto dell'articolo 3 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni.

Il prelievo e il versamento sono invece fatti a titolo di imposta:

a) per le persone fisiche i cui proventi annuali da fondi comuni, ferma restando l'esclusione delle plusvalenze indicate dall'articolo 25, non superano nel loro complesso quattro milioni di lire;

b) per i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma;

c) per le persone fisiche non residenti in Italia e per gli enti morali esenti dalla imposta sulle società, salvo il disposto dell'articolo 28.

Art. 28.

Sui proventi imponibili di cui all'articolo 25, spettanti alle quote di partecipazione delle persone fisiche non residenti in Italia e degli enti morali esenti dall'imposta sulle società, deve essere operata dalla società di gestione, all'atto del pagamento in sede di

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 27.

Identico.

Il prelievo e il versamento sono invece fatti a titolo di imposta:

a) per le persone fisiche residenti in Italia i cui proventi annuali da fondi comuni, ferma restando l'esclusione delle plusvalenze indicate dall'articolo 25, non superano nel loro complesso tre milioni di lire;

b) per i fondi di quiescenza, previdenza e assistenza gestiti in forma autonoma di cui al secondo comma dell'articolo 6;

c) *identica.*

Per i soggetti di cui alla lettera a), il prelievo ed il versamento si considerano fatti a titolo di acconto dell'imposta complementare progressiva sul reddito, qualora il percipiente ne faccia richiesta in sede di dichiarazione annuale dei redditi, indicando l'ammontare dei proventi.

Art. 28.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

distribuzione dei proventi o di rimborso delle quote, una ritenuta a titolo d'imposta nella misura del venti per cento, in aggiunta al prelievo del dieci per cento. L'ammontare delle ritenute effettuate deve essere versato alla sezione di tesoreria provinciale nei termini stabiliti dal secondo comma dell'articolo 2 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni.

Per le persone fisiche non residenti in Italia si applicano le disposizioni del terzo comma dell'articolo 10 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni.

Gli enti indicati dall'articolo 10-bis della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni sono esonerati dalla ritenuta prevista dal primo comma. Hanno inoltre diritto, quando percepiscono i proventi in sede di distribuzione o di rimborso delle quote, al rimborso del prelievo del dieci per cento già operato sui proventi stessi, limitatamente alle quote di partecipazione sottoscritte direttamente. Si applicano le disposizioni dell'articolo 10-bis della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni e dell'articolo 172 del testo unico delle leggi sulle imposte dirette.

Art. 29.

Entro il 31 marzo di ciascun anno la società di gestione deve dichiarare all'ufficio delle imposte, su apposito modello approvato con decreto del Ministro delle finanze, l'ammontare complessivo dei proventi imponibili di cui all'articolo 25 conseguiti dal fondo comune nell'anno precedente e assoggettati al prelievo del dieci per cento previsto dal primo comma dell'articolo 26, nonché quello dei proventi imponibili, in qualsiasi tempo conseguiti, assoggettati nell'anno precedente alla ritenuta del venti per cento prevista dall'articolo 28.

Alla dichiarazione devono essere allegate le copie del rendiconto o dei rendiconti e dei prospetti trimestrali di cui all'articolo 16, relativi all'anno precedente, sottoscritte dal rappresentante legale della società, dalle per-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 29.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

sone preposte alla direzione generale e alla contabilità e dal presidente del collegio sindacale, nonchè le attestazioni della sezione di tesoreria provinciale comprovanti i versamenti eseguiti.

Art. 30.

Le quote di partecipazione ai fondi comuni sono esenti dall'imposta di successione fino al valore di trenta milioni di lire per ciascun erede o legatario e dall'imposta sul valore globale dell'asse ereditario fino al valore di cento milioni di lire.

Agli effetti del comma precedente il valore delle quote è determinato in base all'ultimo prospetto giornaliero pubblicato prima dell'apertura della successione.

Art. 31.

I certificati di partecipazione ai fondi comuni, in sostituzione dei tributi inerenti all'emissione, alla circolazione e al rimborso delle quote, sono soggetti all'imposta prevista dall'articolo 17 della tabella allegata al decreto del Presidente della Repubblica 25 giugno 1953, n. 492, commisurata al valore di emissione e ridotta alla metà.

Art. 32.

L'Amministrazione finanziaria, fermi restando i poteri ad essa conferiti dalle leggi in vigore, può procedere all'ispezione dei libri, delle scritture e dei documenti relativi ai fondi comuni, con le modalità stabilite dagli articoli 39 e 42 del testo unico delle leggi sulle imposte dirette.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 30.

Le quote di partecipazione ai fondi comuni sono esenti dall'imposta di successione fino al valore di venticinque milioni di lire per ciascun erede o legatario e dall'imposta sul valore globale dell'asse ereditario fino al valore di settantacinque milioni di lire.

Identico.

Art. 31.

I certificati di partecipazione ai fondi comuni, in sostituzione di tributi inerenti all'emissione, alla circolazione e al rimborso delle quote, sono soggetti all'imposta di bollo prevista dall'articolo 17 della tabella allegata al decreto del Presidente della Repubblica 25 giugno 1953, n. 492, commisurata al valore di emissione e ridotta alla metà.

Art. 32.

Identico.

L'Amministrazione finanziaria può inoltre chiedere alla società di gestione la comunicazione di dati e notizie concernenti nominativi specificatamente indicati. La società di gestione è tenuta a rispondere alla Amministrazione finanziaria entro trenta giorni dal ricevimento della richiesta.

L'Amministrazione finanziaria comunica all'autorità di vigilanza tutte le irregolarità riscontrate.

(Segue: *Testo del Governo*)

TITOLO III.

DISPOSIZIONI PENALI

Art. 33.

Gli amministratori della società di gestione che non trasmettono all'organo di vigilanza nel termine stabilito gli atti indicati dal primo comma dell'articolo 18, non ottemperano alle richieste e non si uniformano alle prescrizioni dell'organo di vigilanza o comunque ne ostacolano le funzioni sono puniti con la multa da lire cinquecentomila a due milioni. Nei casi più gravi può essere disposta l'incapacità ad esercitare gli uffici di amministratore e di sindaco di società per un periodo non inferiore a un anno e non superiore a tre.

Gli amministratori sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da lire ottantamila a quattrocentomila se violano la disposizione del secondo comma dell'articolo 9, con la reclusione fino a un anno e con la multa da lire quarantamila a quattrocentomila se violano quella del quarto comma dell'articolo 12.

Gli amministratori che emettono certificati di partecipazione non conformi alle disposizioni del secondo comma dell'articolo 8 sono puniti con l'ammenda da lire cinquantamila a un milione. La stessa sanzione si applica nel caso di inosservanza della disposizione del secondo comma dell'articolo 26.

Se negli atti trasmessi o nelle comunicazioni fatte all'organo di vigilanza sono fraudolentemente esposti fatti non rispondenti al vero o nascosti in tutto o in parte fatti concernenti la gestione e le condizioni del fondo comune si applicano, salvo che il fatto costituisca reato più grave, la reclusione da sei mesi a tre anni e la multa da lire ottantamila a quattrocentomila.

Art. 34.

Agli amministratori della società di gestione che non tengono o non conservano re-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

TITOLO III.

DISPOSIZIONI PENALI

Art. 33.

Identico.

Gli amministratori sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da lire ottantamila a quattrocentomila se violano le disposizioni del secondo e del terzo comma dell'articolo 9; e con la reclusione fino a un anno e con la multa da lire quarantamila a quattrocentomila se violano la disposizione dal quarto comma dell'articolo 12.

*Identico.**Identico.*

Art. 34.

Agli amministratori della società di gestione che non soddisfano alla richiesta di

(Segue: Testo del Governo)

golarmente i libri, le scritture e i documenti relativi al fondo comune, rifiutano di esibirli all'Amministrazione finanziaria o comunque ne impediscono l'ispezione si applica la sanzione stabilita dall'articolo 16 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

Nei casi di omissione totale o parziale del prelievo, della ritenuta e dei versamenti prescritti dagli articoli 26 e 28 e di omissione o incompletezza della dichiarazione prescritta dall'articolo 29 si applicano le sanzioni stabilite, rispettivamente, dal primo e dal secondo comma dell'articolo 12 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

Le violazioni degli obblighi relativi al pagamento dei proventi del fondo comune e all'aggiornamento del libro dei partecipanti importano, nei casi previsti dall'articolo 13 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, l'applicazione delle sanzioni stabilite dall'articolo stesso.

Art. 35.

Ai sindaci della società di gestione ed agli amministratori e funzionari della banca depositaria che omettono di riferire all'organo di vigilanza sulle irregolarità riscontrate nella gestione del fondo comune si applicano le sanzioni previste dal primo comma dell'articolo 33.

Agli ispettori e ai commissari nominati a norma del secondo comma dell'articolo 18, del terzo comma dell'articolo 19 e del terzo comma dell'articolo 22 si applicano le pene stabilite dall'articolo 2622 del codice civile qualora commettano alcuno dei fatti in esso previsti, dal quale possa derivare pregiudizio al fondo comune o alla società di gestione, e si applicano le pene stabilite dall'articolo 2625 del codice civile e dall'articolo 33 della presente legge qualora commettano alcuno dei fatti ivi previsti.

(Segue: Testo proposto dalla Commissione)

cui al secondo comma dell'articolo 32 e che non tengono o non conservano regolarmente i libri, le scritture e i documenti relativi al fondo comune, rifiutano di esibirli all'Amministrazione finanziaria o comunque ne impediscono l'ispezione si applica la sanzione stabilita dall'articolo 16 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

Identico.

Identico.

Art. 35.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

Art. 36.

I sottoscrittori e i cessionari delle quote di partecipazione sono puniti, in caso di violazione delle disposizioni dell'articolo 6, con la reclusione fino a un anno e con la multa da lire quarantamila a quattrocentomila. Le stesse pene si applicano agli amministratori della società di gestione ed ai soggetti che hanno trasferito le quote di partecipazione, se erano a conoscenza della violazione.

TITOLO IV

DISPOSIZIONI VARIE E FINALI

Art. 37.

Gli enti indicati dal primo comma dell'articolo 6 possono effettuare investimenti in quote di partecipazione ai fondi comuni indipendentemente dai divieti e dalle limitazioni degli investimenti in titoli risultanti da disposizioni di legge o di statuto anteriori alla data di entrata in vigore della presente legge.

Ai fini della copertura delle riserve e delle cauzioni di cui al secondo comma dell'ar-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 36.

Identico.

Art. 36-bis.

Coloro che prestano opera di intermediazione nella circolazione delle quote di partecipazione ai fondi comuni sono soggetti, quando si rendano sotto qualsiasi forma fittiziamente intestatari di certificati di partecipazione appartenenti a terzi, alle sanzioni previste dall'articolo 15 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

Ai notai, agli agenti di cambio e alle aziende di credito che non osservano, relativamente ai certificati di partecipazione, gli obblighi di cui agli articoli 12 e 28 del regio decreto 29 marzo 1942, n. 239, si applicano le sanzioni indicate dall'articolo 29 di tale decreto.

TITOLO IV

DISPOSIZIONI VARIE E FINALI

Art. 37.

Gli enti indicati dall'articolo 6 possono effettuare investimenti in quote di partecipazione ai fondi comuni indipendentemente dai divieti e dalle limitazioni degli investimenti in titoli risultanti da disposizioni di legge o di statuto anteriori alla data di entrata in vigore della presente legge.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

articolo 6 le quote di partecipazione sono valutate a norma dell'articolo 2, lettera b), del decreto del Presidente della Repubblica 5 agosto 1966, n. 1265, tenendo conto del valore unitario delle quote, indicato nel prospetto di cui alla lettera c) dell'articolo 16.

Art. 38.

La gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare non importa l'applicazione della disciplina indicata dal secondo comma dell'articolo 6 della legge 23 novembre 1939, n. 1966, e dall'articolo 45 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private approvato con decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n. 449.

Art. 39.

Le disposizioni della presente legge si applicano anche ai fondi comuni di investimento mobiliare istituiti e gestiti da enti, diversi da quelli indicati dall'articolo 2, che vi siano autorizzati da altre leggi.

Art. 40.

Le società e gli enti costituiti all'estero per la gestione di fondi comuni di investimento mobiliare possono essere autorizzati con provvedimento del Ministro del tesoro, di concerto con i Ministri delle finanze e del commercio con l'estero, sentito il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, a collocare in Italia le quote di partecipazione e a svolgervi la relativa attività di collocamento.

Le società e gli enti di cui al primo comma devono istituire in Italia una sede secondaria e osservare le disposizioni degli articoli 2506, 2507 e 2508 del codice civile. Sono inoltre soggetti, per quanto riguarda l'attività svolta in Italia, alle disposizioni della presente legge e alla vigilanza ivi pre-

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 38.

Identico.

Art. 39.

Le disposizioni tributarie concernenti i fondi comuni di investimento mobiliare si applicano anche alle gestioni fiduciarie previste dal regio decreto-legge 13 novembre 1931, n. 1398, convertito, con modificazioni, nella legge 15 dicembre 1932, n. 1581.

Art. 40.

Identico.

(Segue: *Testo del Governo*)

vista. Il provvedimento di autorizzazione stabilisce le condizioni alle quali è subordinata l'applicazione delle agevolazioni tributarie di cui agli articoli 24 e seguenti.

Il provvedimento di autorizzazione e il regolamento del fondo comune sono depositati e affissi nella sede secondaria e pubblicati a norma dell'articolo 17.

L'autorizzazione è revocata, nei modi e nelle forme di cui al primo comma, in caso di violazione delle disposizioni del secondo comma e nelle ipotesi previste dall'articolo 20. Il provvedimento di revoca è pubblicato, a norma del secondo comma dell'articolo 17, a cura dell'organo di vigilanza e a spese della società o ente.

(Segue: *Testo proposto dalla Commissione*)

Art. 40-bis.

Per il periodo d'imposta in corso alla data di entrata in vigore della presente legge e per i due periodi d'imposta successivi, le plusvalenze realizzate da società regolarmente costituite in Italia, mediante cessione di titoli azionari ed obbligazionari, posseduti da almeno tre anni, ai fondi comuni di investimento mobiliare costituiti ai sensi delle precedenti disposizioni, non concorrono a formare il reddito imponibile delle società stesse agli effetti dell'imposta di ricchezza mobile di categoria B, ferma restando l'applicazione dell'imposta sulle società e dei tributi locali.

La disposizione del comma precedente si applica a condizione che le plusvalenze siano contabilizzate in un apposito fondo iscritto in bilancio, e siano destinate all'investimento in beni strumentali; tale disposizione cesserà di avere effetto in caso di distribuzione ai soci delle plusvalenze stesse, nel qual caso l'ammontare distribuito concorrerà a formare il reddito imponibile di ricchezza mobile della società nell'esercizio in cui sia stata deliberata la distribuzione.

DISEGNO DI LEGGE (N. 361)

D'INIZIATIVA DEL SENATORE BELOTTI

Art. 1.

I fondi comuni di investimento mobiliare sono particolari imprese intermediarie operanti nel mercato finanziario ed intese ad attuare, con i capitali raccolti da grandi masse di singoli risparmiatori, investimenti in titoli di credito rappresentativi di finanziamenti a lunga scadenza, con la specifica finalità di limitare i rischi economici correlativi, anzichè attraverso una influenza permanente nelle scelte di gestione delle imprese finanziate, attuando la più vasta consapevole differenziazione negli investimenti.

Possono promuovere la costituzione e curare la gestione di detti fondi di investimento le società finanziarie iscritte nell'albo previsto dall'articolo 154 del testo unico della legge sulle imposte dirette, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 29 gennaio 1958, n. 645, le società fiduciarie regolarmente autorizzate ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966, costituite in forma di società per azioni o in accomandita per azioni, e le società costituite con specifica finalità statutaria, aventi un capitale versato non inferiore a cinquecento milioni di lire.

Particolari norme legislative saranno emanate per disciplinare la costituzione e la gestione dei fondi speciali di investimento alimentati dal risparmio contrattuale dei lavoratori.

Art. 2.

I fondi comuni di investimento mobiliare sono costituiti e gestiti mediante l'investimento in titoli azionari ed obbligazionari delle quote di partecipazione, l'amministrazione e il realizzo dei titoli stessi ed il reinvestimento dei relativi frutti e ricavi, salvo il disposto dell'articolo 10.

I fondi comuni di investimento mobiliare non hanno personalità giuridica e costitui-

scono patrimoni separati da quelli delle società emittenti e dei partecipanti, sui quali non è ammessa azione se non per le obbligazioni e le responsabilità inerenti alla gestione.

I diritti e gli obblighi dei partecipanti ai fondi, per quanto non previsto dalla presente legge, sono regolati dalle norme del codice civile sulla comunione, in quanto applicabili, e comunque ad esclusione delle norme di cui all'articolo 1111 del codice stesso, relative alla durata della comunione.

Art. 3.

La costituzione del fondo comune di investimento mobiliare, quando non sia prevista nell'atto costitutivo della società emittente, è deliberata dall'assemblea dei soci.

Con la stessa deliberazione istitutiva è stabilito il regolamento del fondo, è nominato il comitato di gestione, al quale viene assicurata una completa autonomia operativa, ed è designato l'istituto di credito depositario di cui al quinto comma dell'articolo 7.

Le persone componenti il comitato di gestione debbono avere i requisiti e rispettare le limitazioni di cui alla legge 20 marzo 1913, n. 272, concernente la disciplina dell'attività degli agenti di cambio; e comunque non possono essere scelte tra i membri del consiglio di amministrazione della società emittente.

La costituzione e il regolamento del fondo sono sottoposti all'approvazione del Ministro del tesoro, che la concede con proprio decreto, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio.

La deliberazione istitutiva del fondo, il relativo regolamento, la composizione del comitato di gestione ed il decreto di approvazione sono pubblicati nella *Gazzetta Ufficiale*, nei modi indicati dai commi secondo e terzo dell'articolo 12.

Art. 4.

Il regolamento del fondo stabilisce:

a) la denominazione, la durata e la sede del fondo;

b) le modalità di partecipazione al fondo, le caratteristiche delle quote e dei certificati di partecipazione e le modalità di liquidazione del fondo;

c) gli scopi che il fondo si ripromette di conseguire, le direttive cui dovrà ispirarsi il comitato di gestione nel condurre la politica degli investimenti, i criteri relativi alla scelta dei titoli da acquisire al fondo ed alla differenziazione degli impieghi dei capitali raccolti;

d) i criteri relativi alla determinazione e distribuzione dei dividendi e degli utili di gestione, ed al loro eventuale reinvestimento;

e) la disciplina dei rapporti tra la società emittente ed il comitato di gestione e la misura delle retribuzioni a questo spettanti;

f) l'ammontare delle commissioni di collocamento e di riscatto dovute alla società emittente e l'ammontare delle commissioni dovute per la distribuzione del fondo;

g) gli schemi e i criteri per la redazione dei rendiconti e dei prospetti di cui all'articolo 11, nonché le modalità di pubblicazione, di distribuzione e di certificazione dei rendiconti stessi;

h) la disciplina dei rapporti fra i partecipanti e la società emittente e dell'esercizio dei diritti di voto;

i) le modalità di determinazione del prezzo netto di inventario delle quote, per il calcolo del prezzo di emissione e del prezzo di riscatto;

l) le modalità di riscatto delle quote;

m) la banca designata depositaria del patrimonio del fondo ed incaricata della liquidazione dei riscatti e del pagamento dei dividendi e degli utili di capitale;

n) l'organo di controllo preposto a certificare i rendiconti, periodicamente emessi, sulla consistenza del fondo.

Le deliberazioni modificative del regolamento del fondo devono essere pubblicate per almeno trenta giorni nei modi e nelle forme di cui all'articolo 12, e non possono essere approvate se nello stesso termine

tanti partecipanti che rappresentino almeno un quinto del valore patrimoniale complessivo del fondo abbiano comunicato al servizio di vigilanza la loro opposizione, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento.

Art. 5.

La partecipazione ai fondi comuni di investimento mobiliare è aperta alle persone fisiche e alle persone giuridiche, non aventi finalità lucrative, che ne abbiano facoltà.

La partecipazione può essere assunta in qualsiasi momento, tranne che in tempo di chiusura delle borse, mediante sottoscrizione di una o più quote. Il relativo importo può essere versato anche ratealmente.

Art. 6.

Ai fini della partecipazione al fondo, del riscatto e del rimborso in sede di liquidazione, il valore delle quote è determinato giornalmente, per ogni giorno di funzionamento delle borse valori, a cura della società emittente, sulla scorta dei listini di chiusura delle borse stesse.

Per la determinazione dell'attivo, la società emittente accerta il valore netto di inventario delle azioni in portafoglio in base ai prezzi di chiusura del listino di borsa; e calcola il valore netto delle quote sottraendo le passività del fondo dal totale dell'attivo e dividendo tale importo per il numero delle quote emesse. Tale determinazione è valida dalle ore 15 di ogni giorno fino alle ore 15 del giorno successivo.

Le quote sono rappresentate da certificati nominativi trasferibili nelle forme proprie delle azioni nominative, recanti gli estremi del decreto di approvazione e un riassunto del regolamento del fondo.

I partecipanti hanno diritto di riscattare le proprie quote in qualsiasi momento o a scadenze prestabilite, tranne in tempo di chiusura delle borse. L'importo delle quote, salvo diversa disposizione del regolamento, è rimborsato in denaro.

Art. 7.

La società emittente provvede al riscatto delle quote di partecipazione, alla distribuzione dei proventi e alla liquidazione finale del fondo.

Il comitato di gestione provvede, con la diligenza del mandatario, agli investimenti, alle alienazioni e negoziazioni e all'esercizio dei diritti inerenti ai titoli, nonchè di ogni altro diritto riguardante il fondo.

Al comitato di gestione ed alla società emittente è fatto tassativo divieto:

a) di effettuare operazioni di mera speculazione;

b) di prendere a prestito denaro o titoli per qualsiasi motivo;

c) di acquistare o vendere titoli a premio e a riporto;

d) di concedere denaro a prestito sotto qualsiasi forma.

La società emittente risponde della gestione nei confronti dei partecipanti, secondo le norme relative al mandato.

I titoli e le disponibilità liquide sono depositati presso un istituto o una azienda di credito, che effettua le operazioni di riscossione e di erogazione e tutte le altre operazioni richieste dal comitato di gestione e risponde verso i partecipanti, in solido con la società emittente ed il comitato di gestione, delle operazioni non conformi alla legge, al regolamento del fondo e alle prescrizioni dell'organo di vigilanza.

I titoli nominativi sono intestati al fondo con indicazione della società emittente e sono validi solo quando siano controfirmati dalla banca depositaria.

Art. 8.

Le disponibilità liquide del fondo, derivanti dai versamenti dei partecipanti, dalla alienazione di titoli, dalla negoziazione dei diritti di opzione e dalle quote dei proventi di gestione destinate al reinvestimento, possono essere investite esclusivamente in titoli pubblici o privati quotati nelle borse

nazionali e in obbligazioni non quotate convertibili in azioni quotate.

Il regolamento può tuttavia consentire lo investimento in titoli quotati nelle borse estere e in titoli non quotati, nel limite massimo rispettivamente del venticinque per cento e del cinque per cento del valore patrimoniale del fondo.

Il Ministro del tesoro, sulle indicazioni del servizio di vigilanza e su conforme parere del Comitato interministeriale per il credito, ha tuttavia facoltà di modificare, senza effetto retroattivo, il limite massimo stabilito per l'investimento in titoli quotati nelle borse estere, onde adeguarlo di volta in volta alle esigenze dell'intero mercato finanziario, alla politica di programmazione e all'andamento della bilancia dei pagamenti.

È vietato l'investimento in quote di partecipazione ad altri fondi comuni di investimento mobiliare, in azioni e in obbligazioni proprie della società emittente o di società collegate, controllate o controllanti, in titoli emessi da società o enti dei cui organi facciano parte gli amministratori della società emittente, o i componenti del comitato di gestione, o per i quali la società emittente svolga funzioni di amministrazione o di revisione contabile.

Art. 9.

In ciascun fondo non possono essere inclusi titoli emessi da una stessa società od ente, per un importo che risulti, secondo i prospetti trimestrali di cui alla lettera d) dell'articolo 11, superiore al cinque per cento del valore patrimoniale del fondo stesso.

Nel fondo, o nell'insieme dei fondi gestiti, non possono essere incluse azioni con diritto di voto di una stessa società, per un valore nominale superiore al cinque per cento del complessivo valore nominale delle azioni con diritto di voto emesse dalla società medesima.

Il superamento dei limiti stabiliti dai commi precedenti, determinato dall'esercizio dei diritti di opzione, da aumenti gratuiti del valore nominale delle azioni e da di-

stribuzioni gratuite, deve essere eliminato entro sei mesi dal suo verificarsi.

Art. 10.

I proventi di gestione del fondo, sotto forma di dividendi dei titoli e di utili di gestione, al netto delle quote destinate a reinvestimento e dei diritti di commissione, sono distribuiti ai partecipanti in proporzione delle rispettive quote, secondo le disposizioni del regolamento del fondo, oppure possono essere reinvestiti in nuove parti del fondo stesso, a scelta dei partecipanti, alle condizioni specificate nel prospetto di emissione.

Se il regolamento del fondo non dispone diversamente, gli aumenti gratuiti del valore nominale dei titoli, i titoli ricevuti gratuitamente, le plusvalenze realizzate con l'alienazione dei titoli e i ricavi della negoziazione dei diritti di opzione non sono computati tra i proventi da distribuire, a meno che lo andamento della gestione non lo renda opportuno a giudizio del comitato.

La distribuzione è deliberata dalla società emittente che ne dà notizia ai partecipanti e al pubblico nei modi indicati dall'articolo 12.

Il pagamento dei proventi può essere eseguito, oltre che dall'azienda di credito depositaria, da aziende o società incaricate a norma dell'articolo 6 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745.

Il pagamento dei proventi agli aventi diritto viene eseguito su esibizione dei certificati di partecipazione. Ha diritto al pagamento dei proventi, quando il certificato sia stato trasferito per girata, il giratario che se ne dimostri titolare in base ad una serie regolare e continua di girate.

Art. 11.

La società emittente del fondo comune di investimento mobiliare deve:

a) tenere, in conformità al terzo comma dell'articolo 2421 del codice civile, il libro dei partecipanti, nel quale devono essere indicati il numero delle quote e dei certificati

emessi nonchè il cognome, il nome, la residenza e il domicilio fiscale dei titolari dei certificati, i trasferimenti e i vincoli ad essi relativi ed i versamenti eseguiti. Il libro deve essere aggiornato ai sensi del quarto comma dell'articolo 5 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, sotto comminatoria delle sanzioni previste dal secondo comma dell'articolo 13 della legge medesima;

b) annotare in ordine cronologico, in apposito registro tenuto in conformità al terzo comma dell'articolo 2421 del codice civile, le operazioni di emissione e di riscatto dei certificati di partecipazione;

c) redigere, entro trenta giorni dalla fine dell'anno o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi, il rendiconto della gestione e una dettagliata relazione illustrativa;

d) redigere, entro quindici giorni dalla fine di ciascun trimestre, il prospetto della composizione del fondo, indicando analiticamente i titoli emessi dallo stesso soggetto e aventi uguali caratteristiche, le somme acquisite al fondo per dividendi, alienazioni, negoziazioni e ad altro titolo, i crediti e le altre attività, le passività maturate per diritti di commissione e per altre cause, il valore dei titoli quotati in borsa e determinato secondo la quotazione di chiusura dell'ultima seduta della Borsa di Milano o della borsa più vicina alla sede del fondo; il valore dei titoli non quotati e delle altre attività secondo i criteri stabiliti dai numeri 4 e 6 dell'articolo 2425 del codice civile. Il prospetto conclude con la indicazione del valore patrimoniale netto del fondo e del numero e del valore effettivo unitario delle quote di partecipazione;

e) redigere almeno ogni fine di settimana, tranne nei periodi di chiusura delle borse, un prospetto recante l'indicazione del valore patrimoniale netto del fondo e del valore effettivo unitario delle quote di partecipazione, nonchè l'indicazione del valore complessivo dei titoli quotati secondo il listino di chiusura dell'ultima seduta della Borsa di Milano o della borsa più vicina alla sede del fondo, del valore complessivo dei titoli non quotati o delle altre attività, secondo la valutazione dell'ultimo

prospetto trimestrale, e, in mancanza, secondo il costo, dell'ammontare complessivo dei crediti, delle passività e delle disponibilità liquide;

f) conservare i rendiconti, le relazioni, i prospetti, i documenti e la corrispondenza relativi alla gestione del fondo a norma del secondo comma dell'articolo 2214 del codice civile.

Il comitato di gestione deve annotare in ordine cronologico, in apposito registro tenuto in conformità al terzo comma dell'articolo 2421 del codice civile, le operazioni relative alla gestione del fondo.

Art. 12.

I partecipanti al fondo hanno diritto di esaminare i libri indicati alle lettere *a)* e *b)* dell'articolo precedente e di ottenere estratti a proprie spese.

Possono inoltre chiedere, in qualsiasi momento ed a proprie spese, certificazioni da parte della banca depositaria dei titoli di proprietà del fondo affidati in custodia fiduciaria.

Il rendiconto, la relazione illustrativa della gestione ed i prospetti trimestrali e settimanali sono depositati a disposizione degli interessati, che hanno diritto di averne copia a loro spese, presso la sede del fondo e presso la sede dell'istituto o azienda di credito depositario, il quale deve darne notizia al pubblico in tutte le sue sedi, filiali, succursali e agenzie.

Il regolamento del fondo può prevedere, e l'organo di vigilanza può prescrivere, altre forme aggiuntive d'informazione e di pubblicità.

Art. 13.

La gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare si effettua sotto la vigilanza del Ministero del tesoro, che la esercita in conformità alle direttive del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, avvalendosi del servizio di vigilanza sulle aziende di credito.

La gestione di fondi comuni di investimento mobiliare da parte di società fiduciarie non comporta l'applicazione della disciplina prevista dal regio decreto-legge 26 ottobre 1933, n. 1598, convertito nella legge 29 gennaio 1934, n. 304.

Art. 14.

Gli amministratori della società emittente devono trasmettere al servizio di vigilanza sulle aziende di credito, nel termine di trenta giorni dalla data dell'assemblea, il bilancio e il conto dei profitti e delle perdite con le prescritte relazioni e le deliberazioni prese dall'assemblea dei soci.

I sindaci della società emittente, anche individualmente, sono tenuti a trasmettere al servizio di vigilanza i verbali delle adunanze e riferire su qualsiasi irregolarità riscontrata nell'amministrazione della società e nella gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare.

La società emittente deve trasmettere al servizio di vigilanza, entro cinque giorni dalla scadenza dei termini stabiliti alle lettere *c)*, *d)* ed *e)* dell'articolo 11, il rendiconto e la relazione illustrativa della gestione ed i prospetti trimestrali e settimanali.

Il comitato di gestione del fondo, gli amministratori e i sindaci della società emittente hanno l'obbligo di comunicare i dati e le notizie e di trasmettere gli atti e i documenti richiesti dal servizio di vigilanza, osservando il termine da questi fissato. Il servizio di vigilanza può inoltre eseguire ispezioni alla gestione del fondo e all'amministrazione della società, a mezzo di propri funzionari o di esperti iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti, e può nominare presso ciascun fondo un commissario, al quale spettano tutti i poteri attribuiti dalla legge ai sindaci delle società.

Il Ministro del tesoro, su proposta del servizio di vigilanza, comunica al comitato di gestione rilievi, osservazioni e prescrizioni relativi alla gestione del fondo ed alla redazione dei rendiconti e dei prospetti. In caso di inosservanza delle prescrizioni, e in genere di irregolarità nella gestione del fon-

do, può sospendere il comitato di gestione dall'esercizio delle sue funzioni ed affidare temporaneamente la gestione del fondo comune di investimento ad un commissario straordinario.

Art. 15.

L'autorizzazione alla gestione del fondo comune di investimento è revocata quando sia venuto a mancare alcuno dei requisiti della società emittente indicati dall'articolo 1.

L'autorizzazione è inoltre revocata, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, quando ricorrano gravi motivi per negare l'approvazione dei mutamenti nella composizione del comitato di gestione deliberati dalla società emittente.

La società emittente, previa contestazione degli addebiti entro un termine per controdurre non inferiore a quindici giorni, è dichiarata decaduta dalla gestione del fondo, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, quando siano accertate gravi o reiterate irregolarità nella gestione. Nei casi più gravi può essere disposta anche la cancellazione dall'albo delle società finanziarie e può essere richiesta alle autorità competenti la revoca dell'autorizzazione all'esercizio delle funzioni di società fiduciaria. Le società decadute non possono assumere di nuovo la gestione di fondi comuni prima del decorso di cinque anni.

Contestualmente alla revoca dell'autorizzazione o alla pronuncia di decadenza può essere autorizzata la prosecuzione della gestione del fondo comune a cura di altra società in possesso dei prescritti requisiti.

I decreti del Ministro del tesoro, che revocano l'autorizzazione o pronunciano la decadenza, sono pubblicati a norma del quarto comma dell'articolo 3.

Art. 16.

I decreti del Ministro del tesoro previsti dagli articoli precedenti devono essere motivati.

Contro i provvedimenti del servizio di vigilanza previsti dalla presente legge è ammesso il ricorso in via amministrativa al Ministro del tesoro, che decide con decreto motivato, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio.

Art. 17.

Il fondo è posto in liquidazione:

a) alla scadenza del termine di durata previsto dal regolamento;

b) quando, anteriormente a tale scadenza, sia stata revocata l'autorizzazione o dichiarata la decadenza della società emittente e la prosecuzione della gestione non sia stata affidata ad altra società.

Delle messa in liquidazione del fondo deve essere data notizia ai partecipanti ed al pubblico nei modi previsti dall'articolo 12.

La liquidazione è fatta a cura della società emittente e del comitato di gestione, nell'ipotesi prevista alla lettera a) del primo comma; a cura di un liquidatore nominato dal servizio di vigilanza fra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti negli altri casi.

La liquidazione deve essere ultimata nel termine stabilito dal regolamento del fondo o dal decreto di revoca o di decadenza. Se non sia stabilito dal regolamento o dal decreto, il termine è fissato dal servizio di vigilanza.

Lo stato finale di liquidazione è trasmesso al servizio di vigilanza e pubblicato per almeno quindici giorni nei modi previsti dall'articolo 12. Esso diviene esecutivo con l'approvazione del Ministro del tesoro, il quale si pronuncia contestualmente sui reclami pervenuti al servizio di vigilanza, salva in ogni caso l'azione degli interessati in sede giudiziaria.

Art. 18.

I dividendi incassati con lo stacco delle cedole dei titoli sono soggetti all'imposta cedolare nella aliquota del cinque per cento quando il complessivo valore nominale del capitale investito dai singoli partecipan-

ti risulti inferiore ai cento milioni di lire. Quando sia superiore a detto limite si applicano, in sede di tassazione, le disposizioni della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, e successive modificazioni.

I dividendi non distribuiti sono esenti da tassazione.

Art. 19.

I certificati di partecipazione ai fondi comuni di investimento mobiliare sono soggetti all'imposta prevista dall'articolo 47 della tariffa allegata al decreto presidenziale 25 giugno 1953, n. 492, ridotta alla metà.

Art. 20.

Gli amministratori della società emittente ed i componenti il comitato di gestione che

si rendano responsabili di violazioni delle norme di cui agli articoli 7, terzo comma, 8, ultimo comma, e 9, ultimo comma, sono puniti con la reclusione da 6 mesi a 3 anni e con la multa da 1 a 3 milioni di lire.

Gli amministratori della società emittente, i componenti il comitato di gestione e i dirigenti dell'istituto di credito depositario del fondo che si rendano responsabili di violazioni alla norma di cui all'articolo 7, quinto comma, sono puniti con la reclusione fino a due anni e con la multa fino a un milione di lire. La stessa pena si applica agli amministratori della società emittente ed ai componenti il comitato di gestione i quali non abbiano ottemperato, per la parte di competenza, all'obbligo di cui all'articolo 11 concernente la tenuta aggiornata dei libri e scritture contabili, o vi abbiano ottemperato in modo irregolare o incompleto.