

DISEGNO DI LEGGE

**d’iniziativa dei senatori PASQUINI, ANGIUS, CRESCENZIO, DE
MARTINO Guido, FERRANTE, MONTAGNA, SARTORI,
STANISCIÀ e PIERONI**

COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 6 AGOSTO 1997

**Modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento
mobiliare chiusi**

ONOREVOLI SENATORI. — La piccola e media impresa rappresenta l'asse portante dello sviluppo economico ed occupazionale del nostro Paese.

Le sue prospettive sono però condizionate, oltre che dalle tante difficoltà esistenti, anche da una cronica sottocapitalizzazione a fronte delle sfide dello sviluppo, dell'innovazione e della capacità competitiva nel mercato globale.

Questo problema da sempre segnalato ed avvertito, raggiunge oggi un punto di estrema criticità, essenzialmente per una serie di cause:

1) L'avvio della previdenza complementare con la diversa canalizzazione del risparmio previdenziale dirotterà risorse dall'accantonamento al trattamento di fine rapporto che costituisce una importante riserva di liquidità per le imprese anche piccole e medie, verso i fondi pensione. In sostanza importanti risorse finanziarie saranno indirizzate verso il mercato azionario e cioè prevalentemente verso imprese medio-grandi o grandi.

Lo strumento finanziario per eccellenza finalizzato alla capitalizzazione delle società non quotate è il fondo di investimento mobiliare chiuso, introdotto nell'ordinamento italiano con la legge 14 agosto 1993, n. 344. Nel nostro paese però i fondi chiusi non sono decollati. Mentre in altri Paesi i fondi pensione sono i principali sottoscrittori dei fondi chiusi, in Italia essi non decollano. Negli Stati Uniti i fondi pensione costituiscono il 38 per cento ed in Gran Bretagna il 27,3 per cento (anno 1995) della raccolta totale dai fondi chiusi. Mentre in Europa la raccolta avviene prevalentemente presso investitori istituzionali, in Italia la situazione è capovolta: sono soprattutto i ri-

sparmiatori individuali ad investire in questa tipologia di fondi.

Il limite più importante però è l'assetto normativo ed il trattamento fiscale che la legge vigente prevede per i soggetti investitori istituzionali. Questa realtà ha comportato un modesto, quasi insignificante, sviluppo dei fondi chiusi, rispetto alle altre realtà europee. In Italia sono stati autorizzati solo otto fondi chiusi (di cui solo quattro hanno concluso la fase della raccolta) contro i centoventitrè della Francia ed i quaranta della Spagna.

Queste cifre sono eloquenti!

A questa carenza potrà porre rimedio parziale e limitato il decollo del mercato dei titoli della piccola e media impresa (METIM), nell'ambito della Borsa privatizzata: è però opportuno, in vista delle riforme fiscali, incentivare con provvedimenti istituzionali e fiscali la promozione dei fondi chiusi; anche in relazione alle imprese giovani, alle nuove iniziative imprenditoriali (*starts up*) od a quelle interessate ad operazioni di *management buy out* che non hanno la possibilità di accedere al METIM e che richiedono *partners* con forti quote di partecipazione.

Tutte le organizzazioni della piccola e media impresa (PMI) ed anche i sindacati dei lavoratori dipendenti sono particolarmente sensibili alla politica di promozione di strumenti finanziari, almeno parzialmente alternativi alla Borsa, o ad essa propedeutici, per offrire ai fondi pensione, oltre agli investitori istituzionali, una maggiore possibilità di scelte di investimento orientate alle PMI.

2) La legge n. 344 del 1993 è destinata in via prevalente a soggetti che raccolgono e gestiscono il pubblico risparmio e la partecipazione di soggetti istituzionali alle

quote del fondo è considerata come mera eventualità (articolo 4, comma 2).

Questo, alla luce della esperienza in atto è un insormontabile limite alla promozione e sviluppo dei fondi mobiliari chiusi.

La normativa italiana relativa ai fondi chiusi è derivata totalmente dai fondi di investimento aperti, ignorando la grande differenza che li contraddistingue in tema di struttura normativa e modalità operative.

I comportamenti adottati dai gestori del pubblico risparmio negli investimenti dei fondi mobiliari chiusi e l'atteggiamento dei soggetti istituzionali competenti hanno prodotto scarsa flessibilità operativa ed il mancato decollo di questo strumento finanziario. La cultura d'impresa e la competenza professionale delle società di gestione dei fondi mobiliari chiusi non può essere solo finanziaria, ma deve essere fortemente orientata alle strategie industriali ed alle competenze manageriali sulla base delle positive esperienze compiute in Europa e negli Stati Uniti.

In molti Paesi dell'Unione europea (Francia, Germania, Spagna, Gran Bretagna) i fondi chiusi sono riservati ad investitori istituzionali e cioè ad operatori professionali sottoposti a controlli di vigilanza e di stabilità da parte delle autorità preposte.

Si tratta quindi di risorse finanziarie non assimilabili al pubblico risparmio. Questa impostazione ha dimostrato di funzionare meglio nei Paesi europei e negli Stati Uniti in cui sono divenuti uno dei principali strumenti di capitalizzazione della PMI.

Occorre dunque introdurre nel nostro ordinamento una normativa particolare rivolta alla società di gestione di fondi chiusi, riservati esclusivamente ad investitori istituzionali.

3) Il regime fiscale dei fondi chiusi è eccessivamente oneroso per i partecipanti persone giuridiche e non rispetta il concetto di neutralità e trasparenza fiscale del fondo. Anzichè tassare i proventi derivanti dal fondo direttamente in capo ai soggetti partecipanti, equiparandolo ad un investimento di-

retto e quindi mantenendo per ogni investitore il regime che la legge prevede a suo carico, il regime fiscale italiano prevede ancora la doppia imposizione penalizzando l'investimento tramite il fondo rispetto a quello effettuato direttamente.

Si tratta di un effetto distorsivo nella allocazione delle risorse ad opera di una fiscalità non neutrale. Ciò è testimoniato dal fatto che pochi investitori istituzionali, che hanno sviluppato questa attività di investimento nel nostro Paese, hanno scelto lo strumento della società di capitali (investimento diretto) piuttosto che il fondo chiuso estremamente penalizzato sul piano fiscale per le persone giuridiche che esercitano attività commerciale.

4) La riforma fiscale di prossima attuazione è volta a stimolare la capitalizzazione delle imprese. Ai fini dell'imposta regionale sulle attività produttive IRAP, gli interessi passivi saranno considerati nella base imponibile, inoltre nella tassazione del reddito di impresa le aliquote saranno fortemente differenziate. L'utile d'esercizio sarà suddiviso in due parti: quello derivante dal rendimento finanziamento del patrimonio netto sarà tassato con l'aliquota più bassa propria delle rendite finanziarie, la parte restante con l'aliquota più elevata cui è sottoposto il reddito d'impresa agli effetti IRPEG.

È indubbio che questi provvedimenti saranno un forte stimolo per imprenditori ed azionisti a capitalizzare le imprese.

Occorre dunque dare strumenti finanziari all'imprenditore che voglia capitalizzare l'impresa: in molti casi l'eccessivo ricorso al capitale di debito non è dettato da finalità elusive (detrazione degli interessi passivi ai fini della determinazione del reddito imponibile), ma dal persistere, nel nostro Paese di barriere insormontabili all'ingresso nel mercato dei capitali. Queste barriere sono il difficoltoso e stentato avvio del METIM, i ritardi dei regolamenti per i fondi pensione e l'assetto normativo, istituzionale e fiscale dei fondi chiusi, che li rendono

poco adatti a realizzare gli scopi per i quali furono creati: favorire l'afflusso di capitale di rischio alla PMI.

Il presente disegno di legge sulla base delle considerazioni più sopra esposte si prefigge l'obiettivo di rilanciare i fondi chiusi attraverso i seguenti interventi:

1) Introduzione nel nostro ordinamento di società di gestione di fondi mobiliari chiusi riservate a soggetti istituzionali e modifica, per questa fattispecie, della legislazione vigente, lasciando immutato l'assetto normativo per le società di gestione di fondi chiusi che raccolgono il pubblico risparmio. In conseguenza di ciò il capo II della citata legge n. 344 del 1993 viene suddiviso in due sezioni la prima dedicata ai fondi non riservati agli investitori istituzionali, la seconda riservata agli investitori istituzionali.

2) Eliminazione degli eccessivi vincoli alla capitalizzazione della società di gestione. I vincoli attuali più che garantire maggiormente gli investitori, escludono dal mercato potenziali investitori.

Si tratta di un adeguamento all'esperienza europea ed inoltre l'esigenza di tutela dell'investitore istituzionale è data dalla sua capacità di selezionare, valutare e seguire il proprio investimento.

Il capitale sociale minimo della società di gestione è troppo elevato, soprattutto se rapportato al capitale sociale minimo richiesto alle società di gestione dei fondi comuni di investimento aperti, ma anche in relazione alle esperienze europee.

Esso, di conseguenza, viene ridotto da 5 a 2 miliardi (articolo 1, comma 1 lettera b, che modifica il comma 3 dell'articolo 1 della legge n. 344 del 1993) per consentire l'ingresso nel mercato di gestori potenziali che non dispongono di capitali così elevati. Nel contempo l'esigenza di tutela dei sottoscrittori è assicurata dalla professionalità dell'investitore istituzionale e dalla analisi e valutazione dell'investimento.

Si abbassa quindi la percentuale minima di investimento del patrimonio della società

di gestione nel fondo dal 5 per cento al 3 per cento, (articolo 10-*quater*, comma 2, inserito dall'articolo 9 del presente disegno di legge).

3) Modifica dei requisiti professionali richiesti agli amministratori delle società di gestione. Gli attuali sono di carattere finanziario, dal momento che si riferiscono ad esperienze in campo finanziario, creditizio e assicurativo. Si trascura il fatto che nei fondi chiusi sono determinanti, al pari delle competenze finanziarie, le professionalità imprenditoriali e manageriali. L'esigenza di tutela del risparmiatore, che in modo autonomo non sarebbe in grado di valutare la professionalità degli amministratori, viene meno nel caso di società di gestione che gestiscono esclusivamente fondi chiusi riservati ad investitori istituzionali. Questi ultimi infatti, sono perfettamente competenti ed in grado di valutare la professionalità nell'attività di investimento che non può essere riservata solo ad amministratori provenienti dai settori bancario, finanziario ed assicurativo, perchè la specificità delle società di gestione richiede anche competenze industriali, manageriali, commerciali ed organizzative.

Si modificano pertanto i requisiti di professionalità della maggioranza degli amministratori, degli amministratori delegati e dei direttori generali nonchè dei dirigenti muniti di rappresentanza della società di gestione.

Si stabilisce che detti requisiti possano essere acquisiti anche presso società ed enti del settore industriale aventi capitale o fondo di dotazione non inferiore a cinquecento milioni di lire (articolo 1, comma 1, lettera b) che modifica il comma 3 dell'articolo 1 della legge n. 344 del 1993.

4) L'ammontare minimo di ogni singola sottoscrizione relativa ai fondi chiusi riservati esclusivamente agli investitori istituzionali deve essere elevata, senza dare luogo ad alcuna forma di sollecitazione del pubblico risparmio.

Questa quota viene elevata a due miliardi (articolo 10-ter, comma 2, della legge n. 344 del 1993, inserito dall'articolo 9 del presente disegno di legge).

5) Viene confermato che le quote di fondi di investimento mobiliare chiusi riservati esclusivamente ad investitori istituzionali sono esenti dall'obbligo di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato (articolo 1, comma 1, dell'articolo 10-quater, inserito dall'articolo 9 del disegno di legge in esame).

6) Viene rimosso il limite massimo di investimento del patrimonio del fondo in titoli non quotati dell'80 per cento, mantenendo il limite minimo del 40 per cento del valore complessivo del patrimonio, (comma 2 dell'articolo 10-quinquies introdotto dall'articolo 9 del presente disegno di legge).

7) Viene introdotta la possibilità di rimborso parziale delle quote da cinque anni a dodici mesi. Questa possibilità viene intesa esclusivamente come opzione da esercitare nell'interesse dei sottoscrittori, qualora il disinvestimento sia congeniale allo sviluppo della società partecipata (comma 3 dell'articolo 10-ter della legge n. 344 del 1993, inserito dall'articolo 9 del presente disegno di legge).

8) La partecipazione di un fondo chiuso in una società ha spesso caratteristiche non esclusivamente finanziarie, ma anche finalità di promozione industriale che possono essere raggiunte con l'acquisizione della maggioranza del capitale sociale.

Questa è la condizione, peraltro, per ottenere i migliori rendimenti a favore degli investitori, che rimane sempre l'obiettivo principale nel caso che lo smobilizzo della

partecipazione non si concluda con la quotazione in Borsa della società partecipata.

In questo caso è molto più agevole lo smobilizzo del pacchetto azionario di controllo piuttosto che una partecipazione di minoranza qualificata che implica quasi sempre il subentro di un socio con caratteristiche manageriali ed industriali, piuttosto che finanziarie, (comma 3 dell'articolo 10-quinquies della legge n. 344 del 1993, inserito dall'articolo 9 del presente disegno di legge).

Questa impostazione presenta il pericolo di caratterizzare i fondi chiusi come *merchant bank* che hanno il compito di supportare sul piano manageriale, industriale e finanziario le società partecipate, accompagnandole, ove, possibile, fino alla quotazione in mercati regolamentati.

È necessario, in conseguenza di ciò, prevedere modalità e termini per evitare che le società di gestione di fondi chiusi si trasformino in *holding* surrettizie.

Questo pericolo è scongiurato dalla durata massima del fondo, stabilito dall'articolo 8, comma 2, lettera *h*), della legge n. 344 del 1993, in dieci anni.

9) Il disegno di legge non contiene norme relative alla riforma del regime fiscale dei fondi, poichè la materia è stata ampiamente trattata nel decreto legislativo che il Governo ha emanato in virtù della delega ricevuta nella legge 23 dicembre 1996, n. 662, articolo 3, comma 160. Al momento attuale il decreto legislativo è all'esame della Commissione parlamentare per il parere al Governo sulle norme delegate previste dalla legge 23 dicembre 1996, n. 662, concernente misure per la riforma fiscale. L'approvazione definitiva è prevista entro il mese di settembre 1997.

DISEGNO DI LEGGE**Art. 1**

*(Modifiche all'articolo 1 della legge
14 agosto 1993, n. 344)*

1. All'articolo 1 della legge 14 agosto 1993, n. 344, recante «Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi», sono apportate le seguenti modificazioni:

a) nel comma 1, le parole: «di investimento collettivo in valori mobiliari, e in possesso degli specifici requisiti previsti dalla presente legge» sono sostituite dalle seguenti: «di cui alla presente legge»;

b) il comma 3 è sostituito dal seguente:

«3. L'autorizzazione non può essere concessa nei casi indicati dall'articolo 1, comma 5, lettere b), c), d), e) ed f) della citata legge n. 77 del 1983, ed inoltre se la società ha un capitale versato inferiore rispettivamente a:

a) lire cinque miliardi, se gestisce esclusivamente fondi di tipo chiuso;

b) lire sette miliardi, se gestisce congiuntamente fondi di tipo aperto e di tipo chiuso;

c) lire due miliardi se gestisce esclusivamente fondi di tipo chiuso riservati ad investitori istituzionali. Ai fini della presente legge, i requisiti di professionalità della maggioranza degli amministratori, degli amministratori delegati e dei direttori generali nonchè degli amministratori e dirigenti muniti di rappresentanza della società di gestione possono essere stati acquisiti anche presso società ed enti del settore industriale aventi capitale o fondo di dotazione non inferiore a cinquecento milioni di lire».

Art. 2.

*(Modifiche all'articolo 2 della legge
14 agosto 1993, n. 344)*

1. Il comma 5 dell'articolo 2 della legge 14 agosto 1993, n. 344, è sostituito dal seguente:

«5. La società di gestione è soggetta alla disciplina dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione coatta amministrativa con esclusione del fallimento, ai sensi degli articoli 32 e 34 del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415.».

Art. 3.

*(Modifiche all'articolo 3 della legge
14 agosto 1993, n. 344)*

1. Il comma 2 dell'articolo 3 della legge 14 agosto 1993, n. 344, è sostituito dal seguente:

«2. La Banca d'Italia esercita la vigilanza sulle società iscritte all'albo di cui al comma 1 e sulla gestione dei fondi, ai sensi degli articoli 7, 51, 52, 53 e 54 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. Fermo restando quanto previsto all'articolo 9, comma 8, la Banca d'Italia determina in via generale le modalità di investimento del patrimonio delle società di gestione».

Art. 4.

*(Modifiche all'articolo 4 della
legge 14 agosto 1993, n. 344)*

1. All'articolo 4 della legge 14 agosto 1993, n. 344, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 1, lettera a), le parole: «ai commi 2 e 4» sono sostituite dalle seguenti: «al comma 2»;

b) i commi 2 e 5 sono abrogati;

c) il comma 3 è sostituito dal seguente:

«3. La CONSOB determina in via generale, con propri regolamenti, le regole di

comportamento ai sensi dell'articolo 17 comma 1 del citato decreto legislativo n. 415 del 1996».

Art. 5.

*(Modifiche all'articolo 5 della legge
14 agosto 1993, n. 344)*

1. Il comma 2 dell'articolo 5 della legge 14 agosto 1993, n. 344, è sostituito dal seguente:

«2. I documenti di cui alle lettere *b)* e *c)* del comma 1 sono depositati e affissi nella sede della società di gestione, per almeno trenta giorni a partire da quello successivo alla data della redazione. L'ultimo rendiconto e l'ultima relazione semestrale devono inoltre essere tenuti a disposizione del pubblico nei casi di cui alla sezione I del capo II - Fondi non riservati ad investitori istituzionali - ovvero degli investitori istituzionali nei casi di cui alla sezione II del capo II».

Art. 6.

*(Modifiche all'articolo 8 della
legge 14 agosto 1993, n. 344)*

1. Il capo II della legge 14 agosto 1993, n. 344, è suddiviso in tre sezioni. La sezione I - «Fondi non riservati agli investitori istituzionali» ricomprende gli articoli 8, 9 e 10; la sezione II - «Fondi riservati agli investitori istituzionali» ricomprende gli articoli da 10-*bis* a 10-*quinqües*, inseriti dalla presente legge; la sezione III - «Disposizioni comuni» ricomprende l'articolo 11.

2. Il comma 3 dell'articolo 8 della legge 14 agosto 1993, n. 344, è sostituito dal seguente:

«3. Per l'offerta al pubblico, si applicano gli articoli 18, 18-*ter*, 18-*quater* e 18-*quinqües* del decreto-legge n. 95 del 1974, convertito dalla citata legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni.».

Art. 7.

*(Modifiche all'articolo 9 della legge
14 agosto 1993, n. 344)*

1. All'articolo 9 della legge 14 agosto 1993, n. 344, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) il comma 6 è sostituito dal seguente:

«6. La società di gestione, entro trentasei mesi dalla chiusura dell'offerta, deve chiedere alla CONSOB l'ammissione dei relativi certificati alla negoziazione in un mercato regolamentato.»;

b) nel comma 7 le parole: «ove le quote siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato» sono soppresse.

Art. 8.

*(Modifiche all'articolo 10 della
legge 14 agosto 1993, n. 344)*

1. All'articolo 10 della legge 14 agosto 1993, n. 344, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) nel comma 2 le parole: «ovvero dal decorso di trentasei mesi dalla chiusura dell'offerta, qualora la presentazione di tale istanza non sia obbligatoria» sono soppresse;

b) il comma 4 è abrogato.

Art. 9.

*(Fondi riservati agli investitori
istituzionali)*

1. Alla legge 14 agosto 1993, n. 344, dopo l'articolo 10 sono inseriti i seguenti:

«Art. 10-bis (*Definizioni*) – 1. La società di gestione nel regolamento del fondo può stabilire che, qualora le quote di partecipazione al fondo siano possedute esclusiva-

mente da investitori istituzionali, siano fissate, con riferimento ai limiti di cui all'articolo 4, comma 1, lettera *a*), misure diverse da quelle determinate in via generale dalla Banca d'Italia. Tali limiti particolari sono tuttavia soggetti a specifica approvazione da parte della Banca d'Italia.

2. Il Ministero del tesoro, con proprio decreto, individua, tra quelle sottoposte a controlli di vigilanza e stabilità, le categorie di intermediari finanziari qualificabili, ai fini della presente legge, come investitori istituzionali.

Art. 10-ter (*Istituzione dei fondi riservati agli investitori istituzionali*). - 1. Per la disciplina dell'istituzione del fondo riservato agli investitori istituzionali, di cui all'articolo 10-bis, si applicano le disposizioni dell'articolo 8, con esclusione di quelle di cui alle lettere *g*) ed *o*) del comma 2, e di cui ai commi 3 e 4 dello stesso articolo.

2. Il regolamento del fondo riservato agli investitori istituzionali, ai sensi delle disposizioni della presente sezione, stabilisce l'ammontare minimo di ogni singola sottoscrizione che non può essere comunque inferiore a lire due miliardi, o al maggior importo determinato con decreto del Ministro del tesoro.

3. Lo stesso regolamento del fondo stabilisce la possibilità per la società di gestione di procedere, nell'interesse dei sottoscrittori, trascorsi dodici mesi dalla chiusura delle sottoscrizioni, al rimborso parziale delle quote a fronte di disinvestimenti.

Art. 10-quater (*Partecipazione ai fondi riservati agli investitori istituzionali*) - 1. La partecipazione al fondo riservato agli investitori istituzionali è disciplinata dalle disposizioni dell'articolo 9, con esclusione delle disposizioni di cui ai commi 4, 6, 7 e 8 dello stesso articolo.

2. La società di gestione deve investire il proprio patrimonio in quote dei fondi da essa gestiti nella misura minima del 3 per cento e massima del 10 per cento dell'ammontare di ciascun fondo.

Art. 10-*quinquies*. - (*Gestione dei fondi riservati agli investitori istituzionali*) - 1. Per la gestione dei fondi riservati agli investitori istituzionali si applicano le disposizioni dell'articolo 10, con esclusione di quelle di cui ai commi 2 e 6 dello stesso articolo.

2. Il patrimonio del fondo non può essere investito in valori mobiliari non quotati in misura inferiore al 40 per cento del valore complessivo del patrimonio medesimo.

3. La società di gestione non può acquistare per il fondo da essa gestito, nè mantenere nel patrimonio del predetto fondo, valori mobiliari con diritto di voto emessi da una stessa società per un valore nominale superiore al 5 per cento del valore nominale di tutti i valori mobiliari emessi dalla società medesima se quotati in un mercato regolamentato ovvero al 60 per cento del capitale se non quotati. Nel caso in cui il limite del 5 per cento di cui sopra venga superato in seguito all'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato di titoli di una società già presenti nel portafoglio del fondo, la società di gestione ne dà comunicazione alla Banca d'Italia, la quale determina il periodo entro il quale la partecipazione deve ridursi entro detto limite. Ai fini di cui ai commi 6, 7 e 8 dell'articolo 10, per gruppo di appartenenza della società di gestione si intende quello definito ai sensi dell'articolo 4, comma 3, della legge 2 gennaio 1991, n. 1».

