SENATO DELLA REPUBBLICA

IX LEGISLATURA

(N. 1943)

DISEGNO DI LEGGE

d'iniziativa dei senatori RUBBI, BERLANDA, BEORCHIA, REBECCHINI, ROMEI Roberto, CUMINETTI, PAGANI Antonino, PASTORINO, SALVI, TRIGLIA, VETTORI e ALIVERTI

COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 7 AGOSTO 1986

Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi

ONOREVOLI SENATORI. — Il sistema industriale italiano si è sviluppato prevalentemente attraverso l'apporto dato dalle medie e piccole imprese. È infatti in questa impresa che si è formata ed affermata nel nostro Paese quella conoscenza, quel saper fare, che costituiscono il lievito, la molla, per rendere produttivi i tradizionali fattori della produzione. Ciò è accaduto agli inizi del secolo e si è ripetuto nel secondo dopoguerra, quando le capacità dei nostri imprenditori, dei nostri artigiani hanno potuto godere dei benefici derivanti da un'economia industriale aperta, secondo la scelta fondamentale compiuta negli anni 1947-48 da De Gasperi e successivamente rafforzata da Vanoni. Ma si verifica ancor oggi con la capacità di reazione dimostrata di fronte alle esigenze di ristrutturazione e di innovazione che le trasformazioni avvenute sui mercati internazionali hanno imposto anche alle imprese italiane.

È dato acquisito, per il nostro Paese, che lo sviluppo industriale non è concentrato solo in alcune grandi imprese, in pochi settori ed in ristrette aree geografiche. Attualmente la diffusione industriale sia dimensionale, sia settoriale, sia geografica è una realtà irreversibile, frutto dell'operosa azione dell'ultimo trentennio ed ha continuato ad ampliarsi anche negli ultimi anni della crisi. Ciò è dipeso in gran parte dalla funzione che si è assunta la banca locale la quale, adeguando i suoi criteri di gestione e la sua organizzazione alle variate esigenze del contesto economico e sociale, si è posta in grado di sostenere l'autonomia e la responsabilità delle imprese impegnate nello sviluppo interno e nell'affermazione internazionale. Le dimensioni dell'industria media e medio-piccola italiana risentono di questo modello di sviluppo che è stato prevalente nel nostro Paese fino al recente passato. Il modello, cioè,

che cercava nell'indebitamento bancario un conveniente, e talvolta agevolato, equilibrio finanziario con i mezzi propri dell'imprenditore proprietario e con i flussi di reddito derivanti dalla gestione.

Ciò ha determinato una limitazione alla dimensione di molte imprese italiane, le quali ora devono ampliare la loro struttura onde porsi in grado di realizzare nuovi modi di produzione per competere con i nuovi prodotti sul mercato interno ed internazionale. Anche le imprese medie hanno, infatti, bisogno di compiere quel cammino verso il futuro che le grandi imprese hanno ormai compiuto con l'aiuto del mercato, acquisendo e valorizzando, soprattutto al proprio interno, metodi e tecnologie necessari per realizzare un cambiamento organizzativo e produttivo.

Lo sviluppo democratico nel nostro Paese e il mantenimento di un'economia aperta alle imprese e al commercio internazionali hanno col tempo notevolmente mutato la struttura del sistema finanziario italiano. La affermazione delle banche locali già ricordata, la costituzione di nuovi istituti per il finanziamento a medio-termine, l'ingresso di aziende di credito straniere, l'arricchimento della tipologia dei contratti di finanziamento generalmente riassunti col termine « parabancario », l'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni di risparmio e la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare sono tutte tappe del mutamento realizzatosi nel sistema finanziario italiano.

A favorire il mutamento del sistema finanziario e particolarmente la crescente e rilevante raccolta di mezzi attraverso il mercato azionario è stata soprattutto l'opera di nuovi intermediari istituzionali, segnatamente i fondi comuni di investimento, che hanno saputo trasformare il mutato atteggiamento dei risparmiatori verso il mercato finanziario in concreti e rilevanti flussi di capitale di rischio verso le imprese.

Di questo mutamento è riprova il fatto che la Borsa ha ormai mostrato di essersi definitivamente avviata a far fronte al suo compito istituzionale di canalizzazione del risparmio verso il finanziamento delle imprese. Tale nuovo elemento istituzionale si aggiunge oggi al significato tradizionale della quotazione di Borsa legato alle attese di remunerazione dell'investimento azionario nella duplice forma dei dividendi e dei *capital gains* e lo accresce delle attese in ordine alle prospettive di profitto e di sviluppo dell'impresa che l'accesso ad un mercato finanziario efficiente può concorrere ad assicurare per un arco temporale più lungo di quello concernente la redditività dell'investimento azionario.

Risulta così positivamente apprezzabile la possibilità che il mercato finanziario offre oggi ad un'impresa di svilupparsi con quote crescenti di capitale ottenendo in questo modo un minor costo per l'acquisizione del risparmio di terzi investito nell'impresa, una maggiore elasticità nella sua remunerazione futura, un più agevole finanziamento dello sviluppo e un più ampio orizzonte temporale per la pianificazione dello stesso.

Per beneficiare della mutata propensione del risparmio verso l'investimento azionario occorre peraltro attualmente che un'impresa costituita in forma societaria sia quotata in Borsa. Ne rimangono pertanto escluse le imprese medie e medio-piccole, che non possono essere quotate se non in prospettiva. Queste imprese, pur avendo attuato profondi ed incisivi processi di ristrutturazione e di risanamento, si sono finora confrontate con un mercato finanziario in grado di offrire una gamma di alternative sempre più ampie e specializzate, ma limitate al capitale di credito. Ciò che impedisce ad esse di affrontare programmi di sviluppo particolarmente impegnativi e di ampio respiro e le condanna a surrogare mezzi di credito a mezzi propri, allontanandole dalla struttura finanziaria più conveniente; e, una volta raggiunti i limiti estremi di tale surrogazione, che variano naturalmente da azienda a azienda, le costringa a frenare il ricorso all'indebitamento e quindi lo sviluppo degli investimenti.

Le imprese di questo tipo dunque, pur essendo dotate di notevoli potenzialità in termini di idee, di processi produttivi, di tecno-

logie, possono vedersi costrette a rinunciare all'attuazione di strategie di sviluppo che richiedono rilevanti investimenti e con ciò a rinunciare a quel processo di costante, incessante rinnovamento che rappresenta la funzione sociale dell'impresa e che nel medio e lungo termine costituisce condizione di miglioramento del sistema economico, soprattutto nei settori caratterizzati da processi produttivi ad elevato contenuto tecnologico.

Ma escludere la media e medio-piccola impresa dalla possibilità di sfruttare la propensione di vaste quote di risparmio a trasformarsi in capitale di rischio significa anche escludere i medi e piccoli imprenditori da un'evoluzione dell'attività d'impresa che vede nella buona amministrazione, nella professionalità, nella innovazione e nella corretta informazione i caratteri di un sistema industriale a sua volta capace di confrontarsi con un mercato finanziario che, proprio perchè espressione di nuovi atteggiamenti dei risparmiatori, chiede in cambio al mondo dell'industria nuovi comportamenti per contribuire insieme, da protagonisti, allo sviluppo.

Rifacendosi ad esperienze maturatesi con successo all'estero, la situazione descritta può essere affrontata e risolta attraverso la creazione di intermediari specializzati in grado di aggregare quote di risparmio pur di modesta entità, tradizionalmente orientate verso forme di impiego a rischio bassissimo o nullo, da convogliare anche verso le medie e medio-piccole imprese sotto forma di capitale di rischio, minimizzando la aleatorietà propria dell'investimento in azioni di società non quotate attraverso la selezione e l'ampia diversificazione degli investimenti.

Questo tipo di funzione non può essere assolta dai fondi comuni di investimento aperti attualmente operanti in Italia in quanto l'attività di questi intermediari è subordinata, tra l'altro, all'osservanza di due precisi vincoli imposti dalla legge 23 marzo 1983, n. 77, che li ha istituiti; tali vincoli riguardano l'obbligo di rimborsare le quote di partecipazione in qualsiasi momento a richiesta del sottoscrittore e in tempi particolarmente brevi e il divieto di investire in azioni non quotate per un controvalore superiore al 10 per cento del patrimonio del fondo.

L'obbligo di rimborsare le quote di partecipazione in tempi molto limitati fa sì che il gestore del fondo orienti la propria attività di investimento soprattutto verso titoli garantiti nella loro immediata liquidità, cioè suscettibili di pronta vendita grazie alla esistenza di un mercato ufficiale di riferimento. Da ciò discende anche la limitazione posta dal legislatore all'investimento in titoli non quotati, finalizzata al rispetto di questa caratteristica di elevata liquidità che costituisce una condizione necessaria per il corretto funzionamento di un fondo comune di investimento mobiliare « aperto ».

Si rende pertanto necessario completare il disegno legislativo che ha dato vita agli attuali fondi comuni « aperti » con l'istituzione di fondi comuni di investimento « chiusi », nei quali il sottoscrittore si impegna a non richiedere il riscatto della quota per un periodo prefissato: libero dal vincolo della immediata liquidità, il gestore del fondo potrà orientare la propria politica di investimento verso impieghi che, pur caratterizzati da un'elevata redditività prospettica, non sono garantiti nella loro immediata liquidità dalla quotazione in Borsa.

Il rischio connesso alla mancanza di un mercato ufficiale di riferimento e alla conseguente difficoltà di reperire potenziali acquirenti delle partecipazioni di proprietà del fondo potrà essere affrontato e minimizzato sommando alle caratteristiche proprie dei fondi comuni, che consistono nell'ampia diversificazione e nella selezione specializzata degli investimenti, la possibilità degli impieghi fondati sulla programmazione delle sottoscrizioni e dei riscatti delle quote di partecipazione.

L'articolato normativo, che è stato a tal fine predisposto, si basa sull'assunto che l'istituzione e la disciplina dei fondi chiusi debbano rimanere il più possibile aderenti alle soluzioni adottate con la legge 23 marzo 1983, n. 77, trattandosi di un tipo di attività simile che consente il più ampio utilizzo della disciplina esistente.

Tale soluzione si palesa conforme all'indirizzo seguito dal legislatore francese del

1983, secondo il quale la disciplina del *fonds commun à risque* si conforma a quella generale posta con la legge regolatrice del *fonds commun de placement* con la previsione delle sole necessarie correzioni. Il riferimento all'esperienza francese sembra valido anche in considerazione del fatto che la codificazione francese rappresenta per i nuovi intermediari finanziari una traduzione legislativa ai fini di vigilanza delle discipline elaborate dai mercati più evoluti di *common law*.

La scelta compiuta di elaborare un testo sintetico contenuto in un unico articolo ha lo scopo di rendere di evidenza immediata le soluzioni fondamentali adottate e di evitare le rigidità derivanti da una regolamentazione puntuale ed analitica. Il rinvio alla disciplina già posta con la legge n. 77 del 1983 consente d'altro canto un'agevole soluzione in via interpretativa delle lacune che la nuova normativa ipotizzata potesse lasciare aperte.

Il testo proposto si basa sulle seguenti soluzioni fondamentali.

In primo luogo si prevede che il fondo comune non rimanga chiuso per tutta la sua durata: premesso un impegno minimo quinquennale degli investitori, è ammesso il rimborso delle quote sottoscritte alla fine del periodo indicato nel regolamento per ciascuna emissione. Si rendono dunque possibili emissioni per serie successive, al fine di consentire una delimitazione dei tempi di sottoscrizione e di rimborso.

In secondo luogo si ritiene che debba essere mantenuta la separazione tra società di gestione e patrimonio del fondo, già vigente per i fondi mobiliari aperti: se, infatti, l'ipotesi alternativa di partecipazione al fondo chiuso ha a suo favore la considerazione che i promotori vengono associati al rischio dell'iniziativa, è anche vero che tale partecipazione dovrebbe necessariamente essere di entità abbastanza modesta, per evitare di assorbire una quota troppo rilevante del patrimonio della medesima società di gestione.

Inoltre, tale prospettiva creerebbe una sovrapposizione di ruoli con iniziative — siano esse definite di *venture capital* o di *merchant banking* — che è invece opportuno tenere distinte, data anche l'esistenza di progetti di disciplina legislativa in materia.

In terzo luogo, è sembrato opportuno fissare dei criteri di massima per gli investimenti del fondo: in questo senso si propone che gli investimenti in titoli emessi da società non quotate non possano superare il 60 per cento del patrimonio, mentre per le azioni quotate tale limite è fissato al 20 per cento. Si dispone inoltre che la partecipazione in ogni impresa non quotata non possa superare il 20 per cento delle azioni della società in questione.

In quarto luogo, per fornire una alternativa al previsto rimborso a lunga scadenza dei certificati di partecipazione, si dispone la quotazione in Borsa di diritto dei certificati medesimi.

In quinto luogo si fa rinvio alla legge sui fondi comuni di investimento mobiliare aperti per la disciplina complessiva dell'istituto dei fondi chiusi, anche sotto il profilo fiscale, sulla base dell'assunto della compatibilità della disciplina dei primi con la natura dei secondi.

Con particolare riguardo alla disciplina contenuta nell'articolato si possono formulare le seguenti analitiche osservazioni.

Al comma 1, e successivamente in altri passi del disegno di legge, è previsto un richiamo alla legge istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare di tipo aperto. Ciò, come ricordato, è apparso opportuno in quanto l'istituzione dei fondi chiusi vuole presentarsi come integrativa del sistema posto in essere con la legge 23 marzo 1983, n. 77, ampliando e diversificando il campo degli intermediari finanziari.

L'autorizzazione all'istituzione dei fondi chiusi è disciplinata in maniera diversa da quanto previsto dalla legge n. 77 del 1983. Infatti, mentre in quella si dice: « sono autorizzate », qui è detto: « possono essere autorizzate ». La differenza non è meramente lessicale; essa esprime invece la volontà di riservare una maggiore discrezionalità alla autorità di vigilanza, in relazione al fatto che, trattandosi di uno strumento di raccolta del risparmio a lungo termine, appare necessario riservare ad essa la valuta-

zione delle condizioni economiche del mercato, in special modo per quanto attiene ai flussi finanziari.

Al comma 2 vengono fissati i già ricordati limiti all'investimento.

Al comma 3 si evidenzia come il fondo comune non sia destinato a restare « chiuso » per tutta la sua durata: decorso il termine di impegno minimo sarà infatti possibile chiedere il rimborso delle quote.

Al comma 4 si dispone la quotazione di diritto dei certificati di partecipazione ai fondi chiusi. Ciò allo scopo di consentire ai risparmiatori di smobilizzare, ove lo desiderino, l'investimento prima della scadenza prevista in contratto, superandosi così il vincolo assunto a lungo termine.

Al comma 5 si dà la giusta e necessaria cadenza alle rilevazioni del valore della quota, atteso che:

a) è sempre necessario fornire al sottoscrittore con precisione il valore della quota in suo possesso;

b) la determinazione e la pubblicazione giornaliera del valore della quota, che si hanno nei fondi aperti, sono certo ridondanti per i fondi chiusi, per i quali è invece opportuno che tale rilevazione si abbia solo nei momenti determinanti per la vita del fondo.

Al comma 6 si rinvia alla disciplina dei fondi aperti, nei limiti di compatibilità con l'istituto dei fondi chiusi.

DISEGNO DI LEGGE

Art. 1.

1. Le società di cui all'articolo 1 della legge 23 marzo 1983, n. 77, possono essere autorizzate ad istituire fondi comuni di investimento mobiliare chiusi. L'autorizzazione è data dal Ministero del tesoro, di concerto con la Banca d'Italia.

2. Il patrimonio del fondo non può essere investito in misura superiore al 60 per cento in titoli emessi da società non quotate in Borsa ne negoziate al mercato ristretto, mentre l'investimento in azioni quotate in Borsa o negoziate al mercato ristretto non può superare il 20 per cento del patrimonio stesso. Nel fondo non possono essere detenute azioni o quote emesse da una stessa società non quotata in Borsa, nè negoziata al mercato ristretto per un valore nominale superiore al 20 per cento del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote emesse dalla società medesima.

3. Le quote di partecipazione al fondo chiuso possono essere rimborsate ai singoli partecipanti, dietro loro richiesta, a decorrere dal quinto anno dalla data di chiusura della sottoscrizione per ciascuna emissione, ovvero decorso il maggior termine indicato nel regolamento del fondo. È vietata l'emissione di nuovi certificati ove le richieste di rimborso inevase raggiungano un importo superiore al 5 per cento delle attività del fondo, secondo l'ultima determinazione.

4. I certificati di partecipazione ai fondi comuni di investimento mobiliare chiusi sono ammessi di diritto alla quotazione presso la Borsa valori, salvo motivato parere contrario della Commissione nazionale per le società e la Borsa.

5. Il valore di liquidazione della quota è determinato dalla società di gestione all'at-

to dell'emissione e del rimborso, e comunque almeno una volta l'anno, ed è reso pubblico nei modi previsti dalla normativa vigente per la pubblicazione del valore delle quote di partecipazione ai fondi comuni di investimento mobiliare aperti.

6. Si applicano le norme di cui alla legge 23 marzo 1983, n. 77, in quanto compatibili.