

2006

factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

2006

factbook

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

Il 2005 è stato un anno di crescita e di cambiamento per l'industria del risparmio gestito e per il sistema finanziario italiano in generale. Se da un lato, infatti, si è assistito ad un consistente sviluppo dell'industria, dall'altro il risparmio gestito ha attraversato momenti di grande trasformazione e di incertezza, dettati dalle dinamiche di raccolta e dalle riforme che hanno interessato il sistema.

Il dato più rilevante è, con tutta probabilità, l'imponente crescita dei fondi esteri commercializzati nel nostro Paese: il baricentro dell'Industria sembra spostarsi in direzione dell'Europa, con i prodotti di diritto estero che rappresentano ad oggi circa un terzo dell'intera offerta delle società di gestione del risparmio, grazie al vantaggio di una tassazione più competitiva e di una legislazione meno restrittiva. Il tema, dibattuto anche in occasione dell'assemblea annuale dell'Associazione, ha portato all'attenzione delle istituzioni la necessità di attuare una riforma che sappia restituire competitività e slancio al settore.

L'industria è stata inoltre interessata, durante lo scorso anno, dall'attesa e ormai necessaria riforma del sistema previdenziale, che ha conferito un ruolo di primo piano al risparmio gestito ed in particolare ai fondi pensione, il cui patrimonio è cresciuto di oltre il 32% in un anno. L'industria del risparmio gestito, da sempre saldamente inserita nel tessuto economico del nostro Paese, si accinge così a rappresentare la principale risorsa a tutela del futuro dei lavoratori e dei risparmiatori italiani, attraverso modalità già sperimentate in realtà finanziariamente più evolute, come nel mondo anglosassone.

Ed è proprio in forza della convinzione maturata da Assogestioni dell'importanza, per i risparmiatori, di acquisire una maggiore consapevolezza riguardo le proprie esigenze finanziarie ed i propri investimenti, che durante il 2005 l'Associazione ha provveduto ad incrementare ulteriormente il proprio impegno per la diffusione di una maggiore educazione finanziaria, tracciando un percorso educativo a favore degli investitori, che ha portato loro a confrontarsi direttamente con l'industria.

I mesi che ci attendono saranno dedicati a proseguire nel dialogo intrapreso con le autorità e le istituzioni, per contribuire ancora una volta a delineare le migliori condizioni normative, fiscali e operative per l'attività di gestione del risparmio e per la previdenza complementare, mantenendo nel contempo sempre elevata l'attenzione verso la tutela dei risparmiatori e delle loro esigenze.

*Guido Cammarano
Presidente di Assogestioni*

SOMMARIO

1	Scenario del Risparmio Gestito in Italia	9
Parte I	Fondi comuni di investimento	13
2	Fondi comuni in Italia	15
3	Protagonisti. I gestori e le Sgr	21
4	I benchmark indicati dai gestori	27
5	Servizi e costi dei fondi aperti italiani	39
6	L'assetto regolamentare	55
7	Il regime tributario degli OICR	67
8	Gli hedge fund	77
9	Il risparmio gestito nello scenario internazionale	81
Parte II	Analisi dei sottoscrittori	89
10	Le scelte dei sottoscrittori dei fondi comuni	91
Parte III	Previdenza e fondi pensione aperti	113
11	L'assetto regolamentare	115
12	Il regime tributario	131
13	I fondi pensione aperti in Italia	139
Parte IV	Fondi immobiliari	149
14	L'assetto regolamentare	151
15	Il regime tributario	157
16	Analisi del mercato dei fondi immobiliari	163
Parte V	Valutazione dei prodotti del Risparmio Gestito	183
17	Introduzione: efficienza della gestione e scelta del prodotto	185
18	La classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali	187
19	Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse	199
20	Standard di performance: i GIPS	221
21	Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano	225
Parte VI	Dati e statistiche	239

SCENARIO DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

Il 2005 è stato un anno di crescita e di consolidamento per l'Industria del Risparmio Gestito: sospinto anche dal buon andamento delle Borse e dei mercati internazionali, il patrimonio in gestione si è portato infatti a oltre 1.000 miliardi di euro, con un aumento notevole rispetto all'anno precedente.

Una larga parte dell'Industria è rappresentata dai fondi comuni di investimento, italiani ed esteri: questa tipologia di strumenti ha visto crescere durante l'anno il proprio patrimonio a oltre 654 miliardi di euro, dai 579 miliardi del 2004, per un incremento totale di quasi 13 punti percentuali.

L'andamento della raccolta dei fondi comuni aperti è senz'altro il dato più significativo: durante il 2004 l'Industria aveva raccolto poco meno di 800 milioni di euro, ma durante il 2005 il flusso di nuove risorse si è incrementato considerevolmente, consentendo a fine anno di raggiungere un totale di oltre 21 miliardi di euro.

Il trend positivo è da attribuire in buona parte alla crescita dei fondi cosiddetti roundtrip, ovvero prodotti da gestori italiani e domiciliati all'estero: i sottoscrittori hanno accordato a questi strumenti la propria preferenza, portandone la raccolta a oltre 18 miliardi di euro (era 14,4 nel 2004) e consentendo così di compensare ampiamente il deflusso subito dai fondi di diritto italiano, pari a circa 9,9 miliardi di euro. Allo stesso modo, i fondi esteri (prodotti di diritto estero promossi da intermediari esteri) hanno più che raddoppiato la propria quota di mercato, con una raccolta totale che a fine anno era ben oltre quota 12 miliardi di euro.

Tra le ragioni che potrebbero avere influito su questo trasferimento di risorse verso i prodotti esteri, le più evidenti sembrano essere il più favorevole trattamento fiscale applicato sulle rendite e l'assetto regolamentare meno rigido, che offre la possibilità ai gestori stranieri di specializzare la propria attività e di operare sui mercati con maggiore efficacia. Questi vantaggi concorrenziali sono stati oggetto di numerose discussioni durante l'anno, e hanno rappresentato uno degli argomenti principali dibattuti durante l'assemblea annuale dell'associazione.

Il saldo di raccolta del 2005, in ogni caso, testimonia come gli strumenti di ri-

sparmio gestito siano tutt'ora tra gli investimenti prediletti dai risparmiatori, che hanno mantenuto invariata la propria fiducia nel mercato e nella professionalità dei gestori: circa il 40% delle famiglie detiene infatti direttamente quote di un fondo comune, per un totale di oltre 10 milioni di singoli sottoscrittori.

Analizzando le scelte di asset allocation operate dagli investitori, risulta che gli unici prodotti che abbiano sofferto un deflusso di raccolta siano stati i fondi azionari e di liquidità; tuttavia, è possibile notare come la dinamica negativa, negli ultimi mesi dell'anno, si sia dapprima rallentata per poi invertirsi, tornando in territorio positivo. Significativo il risultato conseguito da parte dei fondi hedge, che hanno raccolto durante l'anno quasi 4,5 miliardi di euro, confermando così il crescente interesse nato intorno a questi particolari prodotti, soprattutto da parte di investitori istituzionali.

Durante il 2005 sono state infine introdotte importanti riforme riguardo al sistema previdenziale: le nuove disposizioni conferiscono una grande importanza ai fondi pensione, aperti e chiusi, quali destinatari privilegiati dei contributi dei lavoratori. Ai fondi che compongono il cosiddetto "secondo pilastro" si attribuisce così il compito e la responsabilità di integrare e sostenere la previdenza pubblica obbligatoria, ruolo di fondamentale importanza per il futuro del Paese.

PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN MLN DI EURO

	2001 ¹	2002 ²	2003 ³	2004 ⁴	2005
OICR °	549.704	501.297	554.168	579.703	654.620
OICR al netto delle quote di OICR (stima)	542.316	495.022	546.452	567.290	635.469
<i>Italiani aperti</i>	416.613	374.235	397.242	388.871	401.700
<i>Italiani chiusi mobiliari</i>	900	1.200	1.350	1.781	2.385
<i>Italiani chiusi immobiliari</i>	2.686	3.380	4.513	8.017	11.855
<i>Esteri di gruppi italiani - lussemburghesi storici</i>	30.919	23.568	26.187	28.348	30.881
<i>Esteri di gruppi italiani - non storici</i>	76.859	77.880	99.760	120.203	151.965
<i>Esteri di gruppi esteri</i>	21.727	21.033	25.116	32.483	55.834
OICR su tot. attiv. famiglie (in %)	19,99	17,96	19,02	19,00	20,03
OICR su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR	19,72	17,74	18,76	18,59	19,44
GESTIONI PATRIMONIALI	410.406	401.755	418.128	448.738	512.714
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di OICR	218.806	240.320	250.911	274.401	304.605
<i>Banche</i>	184.076	164.351	165.692	149.258	159.842
<i>Sim</i>	39.429	34.350	22.071	23.289	23.091
<i>SGR / prima del 1997 Fiduciarie</i>	186.901	203.054	230.365	276.191	329.781
GP su tot. attiv. famiglie (in %)	14,92	14,40	14,35	14,71	15,69
GP su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR	7,96	8,61	8,61	8,99	9,32
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita(*) (**)	196.099	228.214	272.096	312.783	354.960
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	160.926	188.171	220.349	254.573	289.299
ASS. su tot. attiv. famiglie (in %)	7,13	8,18	9,34	10,25	10,86
ASS. su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR	5,85	6,74	7,56	8,34	8,85
FONDI PENSIONE(*)	60.446	58.044	52.116	55.411	60.706
Fondi pensione al netto delle quote di fondi comuni	58.100	56.019	47.634	49.388	53.280
<i>Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 ed enti di previdenza(^)</i>	57.218	53.516	45.797	47.245	50.067
<i>Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993 (^^)</i>	3.228	4.528	6.319	8.166	10.639
Fondi pensione su tot. attiv. famiglie (in %)	2,20	2,08	1,79	1,82	1,86
Fondi pensione su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR	2,11	2,01	1,63	1,62	1,63
TOTALE RISPARMIO AFFIDATO AD INVESTITORI ISTITUZIONALI					
al netto della duplicazione delle quote di OICR	980.148	979.532	1.065.346	1.145.652	1.282.653
Su tot. attiv. famiglie (in %)	35,64	35,10	36,56	37,55	39,24
TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE	2.750.227	2.790.604	2.913.609	3.051.126	3.268.602

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia e Assogestioni

° Fonte: rilevazioni periodiche Assogestioni ad eccezione dei fondi mobiliari chiusi

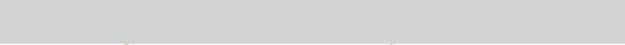
(*) È incluso il patrimonio eventualmente affidato alle gestioni patrimoniali

(**) Il patrimonio gestito dalle Compagnie Assicuratrici si riferisce alle riserve tecniche al netto delle cessioni per riassicurazione.

(^) Modifiche della metodologia di aggregazione dei dati da parte di Banca d'Italia, serie nuova dal 2001 e dal 2003

(^^) Inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC

(R) Dati aggiornati in seguito a revisione



PARTE I

**FONDI COMUNI
DI INVESTIMENTO**

I FONDI COMUNI IN ITALIA

L'ammontare di risorse detenute complessivamente da parte dei fondi comuni operanti in Italia è cresciuto per il terzo anno consecutivo, grazie anche all'andamento positivo dei mercati azionari e alla raccolta confluita nell'industria. Il patrimonio dei fondi, pari a 654,6 miliardi a fine 2005, è cresciuto del 12,9% nel corso dell'anno e rappresenta circa il 20% delle attività finanziarie detenute dalle famiglie e il 46,2% del PIL nazionale. A fine 2005 l'industria dei fondi comuni in Italia è composta da fondi aperti di diritto italiano (61,4%), da fondi aperti di diritto estero (36,5%) e da fondi chiusi di diritto italiano (2,2%).

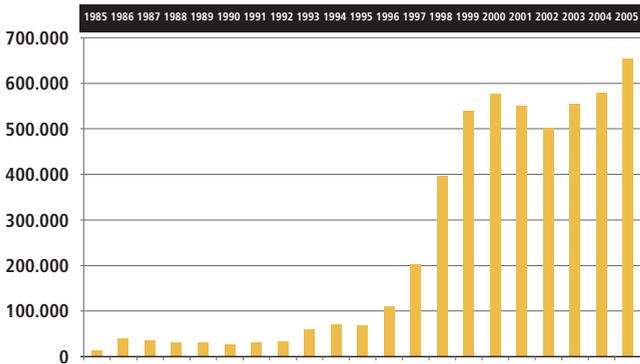


Fig 1 Patrimonio dei fondi comuni aperti e chiusi di diritto italiano ed estero in Italia (mln euro)

Nel corso dell'anno sono confluiti nei fondi comuni d'investimento risorse per oltre 24 miliardi di euro, un importo di circa sei volte superiore a quello dell'anno precedente; i flussi più consistenti, pari a oltre 31,2 miliardi di euro, sono stati raccolti dai fondi aperti di diritto estero. La raccolta dei fondi aperti di diritto italiano è stata invece negativa per 9,9 miliardi di euro, mentre è stata positiva la raccolta dei fondi chiusi (+2,9 miliardi di euro).

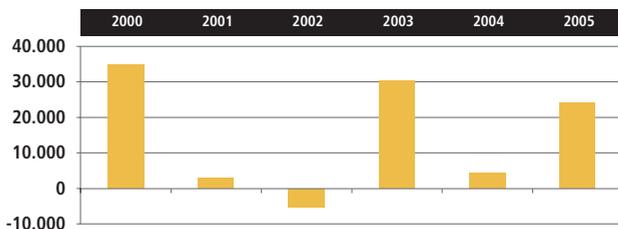


Fig 2 Raccolta dei fondi comuni aperti e chiusi di diritto italiano ed estero in Italia (mln euro)

Il deflusso registrato dai fondi di diritto italiano è da ascrivere, oltre che alla riallocazione delle risorse verso fondi *roundtrip* (prodotti di diritto estero promossi da gruppi italiani), anche alla raccolta positiva registrata dagli operatori stranieri. Nel 2005 questi ultimi hanno trainato la raccolta del sistema, raccogliendo complessivamente oltre 12,9 miliardi di euro, più del doppio dell'anno precedente. Questa nuova tendenza, che vede il risparmio italiano confluire nei fondi promossi da gruppi esteri, trova conferma anche nell'ambito delle vicende societarie, laddove tali gruppi sviluppano join-venture o fusioni con società di gestione italiane. Per un'analisi completa dell'evoluzione del mercato in Italia risulta di conseguenza essenziale considerare tutti gli attori operanti sul mercato e non solamente i fondi domiciliati in Italia, che rappresentano a fine 2005 il 63,5% dell'intero sistema in termini di patrimonio.

Fig 3 Raccolta dei fondi aperti operanti in Italia (mln euro)

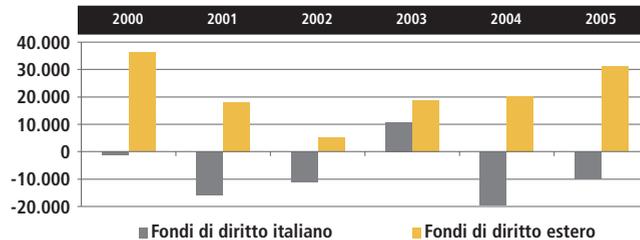
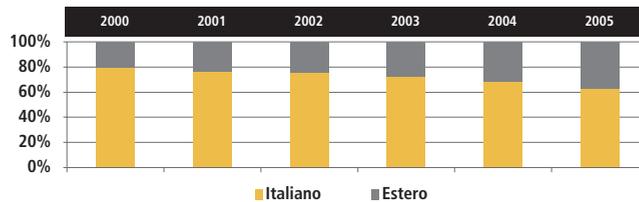


Fig 4 Patrimonio dei fondi aperti operanti in Italia



Guardando alle tipologie di fondi acquistati, si osserva che gli investitori hanno destinato nel corso dell'anno 17,4 miliardi di euro ai fondi obbligazionari, 7,8 ai fondi flessibili, 4,5 ai fondi hedge, 2,9 a quelli immobiliari e 1,5 ai fondi bilanciati, mentre hanno effettuato riscatti dai fondi di liquidità per un totale di 9,4 miliardi di euro; anche i fondi azionari hanno registrato un deflusso, pari a -0,4 miliardi di euro. Anche nel corso del 2005, quindi, continua l'acquisto di prodotti operanti sul mercato obbligazionario, mentre i prodotti specializzati per oltre il 70% del portafoglio in titoli azionari hanno registrato una raccolta positiva solo nel corso del secondo semestre. È costante anche nel 2005 il successo dei fondi composti (in diversa misura) sia da azioni che da obbligazioni, che hanno raccolto nell'anno circa 13,8 miliardi di euro (1,9 nel 2004); nel dettaglio, i fondi bilanciati hanno beneficiato di sottoscrizioni per 1,5 miliardi, i fondi obbligazioni misti per 4,6 miliardi ed i flessibili per 7,8 miliardi di euro. La raccolta positiva avuta da questi prodotti nel corso degli ultimi due anni, se

confrontata con quella negativa dei fondi azionari, mostra come i sottoscrittori si siano riavvicinati alla Borsa in modo graduale, utilizzando prodotti con una componente azionaria diversa. Un particolare successo è stato riscosso dai fondi a ritorno assoluto, normalmente presenti nella categoria dei prodotti flessibili. Continuano nel 2005 i riscatti dai fondi con durata del portafoglio obbligazionario inferiore ai due anni, quali i fondi obbligazionari a breve termine e i fondi di liquidità, che hanno subito deflussi per oltre 14 miliardi di euro.

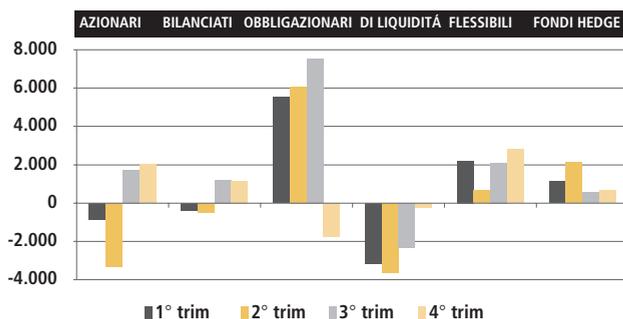


Fig 5 Raccolta dei fondi aperti per categoria nel 2005 (mln euro)

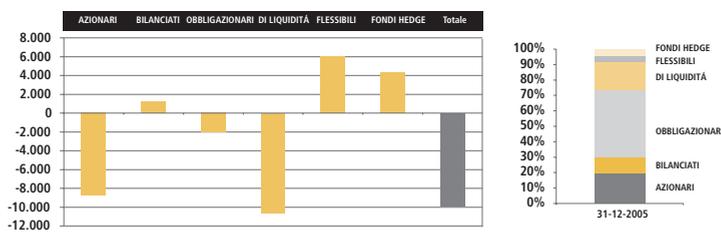
L'andamento dei flussi di raccolta e il rendimento dei fondi hanno influenzato l'asset allocation media dell'investitore nei fondi comuni aperti. A fine 2005 la quota predominante è sempre composta dai fondi obbligazionari (45,3%), sebbene in diminuzione rispetto al 2004, ai quali seguono i fondi azionari con il 25,9% (in crescita del 2,1% rispetto al 2004), i fondi di liquidità con il 14,6% (in diminuzione di 3,1 punti percentuali) e i fondi bilanciati con il 7,5% (la cui quota è stabile rispetto al 2004); crescono i fondi flessibili e i fondi hedge, con quote rispettivamente pari a 3,7% e 3,1%.

Il riscatto delle risorse investite nei prodotti caratterizzati da un profilo di rischio e rendimento basso ha riavvicinato l'asset allocation dell'investitore italiano alla media europea, sebbene le differenze rimangano ancora marcate: in Italia solo il 25,9% dei fondi detenuti dagli investitori è rappresentato da fondi azionari, mentre a livello europeo tale soglia si attesta mediamente al 38,7%, con punte massime in Inghilterra (71%) e minime in Slovenia (3,5%). Anche le scelte effettuate nel corso dell'anno sono state diverse rispetto a quanto avvenuto nei principali paesi europei: in Italia la raccolta dei fondi azionari è stata negativa, al contrario di quanto verificatosi in Francia, in Germania e nel Regno Unito.

A fine 2005 i fondi di diritto italiano rappresentano, con 416 miliardi di euro, il 63,5% del patrimonio complessivo, in diminuzione di oltre 5 punti percentuali rispetto all'anno precedente e di oltre 12 punti percentuali rispetto a fine 2002. Durante il 2005 il patrimonio dei fondi aperti di tipo "tradizionale", pari a 376

Fondi italiani

Fig 6 Raccolta e asset allocation dei fondi aperti italiani (mln euro)



In crescita nel 2005 anche il settore dei fondi immobiliari, dove a fine anno sono operativi 51 fondi immobiliari offerti da 21 società di gestione. Il loro patrimonio complessivo, pari a 11,9 miliardi di euro, è cresciuto del 46,6% rispetto a fine 2004. L'incremento è dovuto sia all'ingresso di 22 nuovi prodotti sia alla rivalutazione del portafoglio immobiliare. Il settore è costituito in prevalenza da fondi destinati ad investitori qualificati (cd. fondi riservati), che hanno superato nel corso dell'anno, in termini di numerosità e di risorse gestite, i fondi destinati alla generalità degli investitori (cd. fondi *retail*).

Fondi round-trip

Continua pressochè costante il flusso di risorse verso i cosiddetti fondi "round-trip", vale a dire fondi di diritto estero promossi da intermediari italiani e domiciliati principalmente in Lussemburgo o in Irlanda, acquistati soprattutto da investitori italiani. Nel 2005 questi prodotti hanno attratto risorse per oltre 18,3 miliardi di euro, una quota superiore a quella registrata nel 2004 (pari a 14,3 miliardi di euro). Grazie alla raccolta confluita nel corso degli ultimi cinque anni (oltre 100 miliardi di euro), questi fondi rappresentano, a fine 2005, il 27,9% di tutta l'industria dei fondi (nel 2000 era il 16,9%), con un patrimonio pari a 182,8 miliardi di euro. All'interno di questa tipologia si possono distinguere i cosiddetti fondi lussemburghesi storici, ovvero fondi costituiti in Lussemburgo

prima del 1992, ma che hanno lo stesso regime fiscale dei fondi di diritto italiano. Questi prodotti detengono, a fine 2005, un patrimonio di 30,9 miliardi di euro e hanno avuto nell'anno un andamento stabile pur chiudendo l'esercizio con una raccolta lievemente negativa.

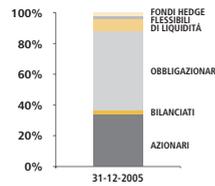
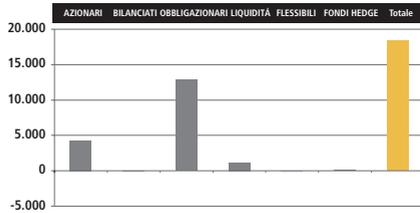


Fig 7 Raccolta e asset allocation dei fondi aperti round-trip (mln euro)

Il patrimonio dei fondi esteri, cioè quei prodotti promossi normalmente da gruppi esteri a livello paneuropeo, è cresciuto del 72% rispetto al 2004, grazie ad una raccolta positiva di quasi 12,9 miliardi di euro. Il patrimonio, pari ad oltre 55 miliardi di euro, rappresenta a fine 2005 l'8,5% dell'Industria dei fondi in Italia (era il 3,2% nel 2000).

Tutte le categorie, compresa quella dei fondi azionari, hanno registrato flussi positivi: nel dettaglio, i fondi obbligazionari hanno raccolto oltre 6,5 miliardi di euro, i fondi azionari più di 4 miliardi di euro, i fondi flessibili circa 1,8 miliardi di euro, mentre i fondi bilanciati e i fondi di liquidità rispettivamente 352 e 61 milioni di euro.

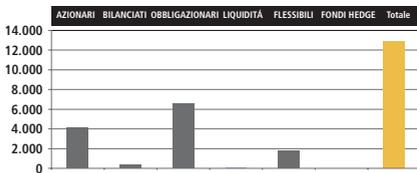


Fig 8 Raccolta e asset allocation dei fondi aperti esteri (mln euro)

Fondi esteri

PROTAGONISTI. I GESTORI E LE SGR

L'industria italiana del Risparmio Gestito ha subito negli anni notevoli trasformazioni ed ha visto il proprio mercato aprirsi gradualmente ad un numero crescente di operatori esteri, con i quali nel tempo ha imparato ad interagire, coinvolgendo in vario modo i diversi attori. La lenta crescita della cultura finanziaria nel nostro Paese, unitamente alla forte quota di risparmio detenuta dalle famiglie italiane, ha stimolato nel tempo diversi operatori stranieri a entrare nel nostro mercato attraverso la costituzione in Italia di nuove società di gestione o commercializzando fondi costituiti all'estero. Contestualmente, molti operatori italiani hanno preferito spostare all'estero le fabbriche di prodotto, limitandosi a collocare in Italia fondi gestiti, ad esempio, in Lussemburgo o Irlanda. Questo graduale percorso ha portato a vari ed importanti risultati, i più evidenti dei quali sono con tutta probabilità l'ampliamento della gamma di offerta dei prodotti e l'aumento della concorrenza tra gli operatori.

Il numero di società di gestione del risparmio che offrono fondi comuni aperti, promosse da intermediari italiani ed esteri, ammonta a fine 2005 a 180 unità: di queste 85 sono domiciliate in Italia. I prodotti complessivamente offerti sono oltre 3.000, di cui circa 1.200 di diritto italiano. Durante l'anno si è assistito all'ingresso sul mercato di 24 nuove società di gestione (di cui 20 estere) mentre il numero di prodotti censiti si è incrementato di 367 unità. Tra i nuovi operatori, 18 offrono fondi aperti di tipo "tradizionale", 5 società hanno istituito fondi hedge mentre 3 gestori hanno iniziato ad offrire anche fondi riservati.

Anche le società attive nel settore immobiliare sono aumentate: a fine 2005 sono presenti 21 società, 7 in più rispetto all'anno precedente; di queste, 13 hanno per oggetto esclusivo l'istituzione di fondi immobiliari, ancorché speculativi, mentre le restanti 8 promuovono anche fondi che investono esclusivamente in attività mobiliari. A fine 2005 i fondi immobiliari operativi sono 51, 22 in più rispetto al 2004. Crescono infine, a differenza dell'anno precedente, anche le società attive nel settore previdenziale (aumentate di due unità, ora sono 57), mentre diminuisce il numero di comparti offerti dai fondi pensione (306 a fine 2005, due comparti in meno rispetto al 2004).

I gruppi finanziari italiani ed esteri, attivi nella sola industria dei fondi comuni

aperti, sono 77 a fine 2005, ovvero otto in più rispetto al 2004. L'incremento del numero di operatori, nel corso degli ultimi anni, ha influenzato la concentrazione del settore, che continua a diminuire: i primi tre gruppi finanziari controllano infatti oltre il 40% del mercato, con una quota pari al 43,7% (nel 2004 era il 46,3%, mentre nel 2003 era il 49,6%). Le capacità professionali dei gestori e l'attività delle reti di vendita rappresentano fattori sempre più importanti per la crescita dei singoli gruppi, il 74% dei quali ha avuto nell'anno una raccolta positiva.

	Raccolta nei fondi aperti nel 2005 mln euro	Numero fondi aperti	Patrimonio promosso nei fondi aperti mln euro
1 SANPAOLO - IMI	-1.517	245	111.927
2 PIONEER INVESTMENTS - Gr. UNICREDITO IT.	5.546	123	91.006
3 GRUPPO INTESA	-6.429	178	77.061
4 FINCO - GRUPPO BANCARIO CAPITALIA	-573	87	33.934
5 ARCA	-661	36	27.506
6 MONTE DEI PASCHI DI SIENA	127	68	22.644
7 BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	-26	66	17.716
8 BANCHE POPOLARI UNITE	2.510	29	15.487
9 BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	-1.678	57	15.270
10 GRUPPO MEDIOLANUM	1.066	79	14.027
11 GRUPPO BIPIEMME	440	36	13.668
12 DEUTSCHE BANK	-1.481	96	12.739
13 RAS	490	67	12.667
14 BANCA LOMBARDA	-192	43	11.961
15 LE ASSICURAZIONI GENERALI	1.664	55	11.837
16 GRUPPO AZIMUT	1.856	51	11.205
17 CREDITO EMILIANO	-445	42	10.682
18 JPMORGAN	3.409	98	9.716
19 ANIMA	164	10	7.397
20 BANCA POPOLARE ITALIANA	-915	54	7.235
21 SCHRODERS	963	68	6.475
22 CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	1.030	36	6.374
23 CREDIT AGRICOLE AM	2.399	73	5.938
24 BANCA CARIGE	1.026	14	5.701
25 ANTONVENETA ABN AMRO BANK	793	19	5.562
26 ICCREA	5	29	5.231
27 BANCA SELLA	398	70	4.864
28 ERSEL	273	38	4.777
29 MORGAN STANLEY	426	40	4.658
30 BNP PARIBAS AM	400	71	4.466
31 KAIROS PARTNERS	1.013	22	4.295
32 CREDIT SUISSE	619	85	4.059
33 UBS	1.081	129	4.031
34 BANCA ESPERIA	566	30	3.629
35 POSTE ITALIANE	869	9	3.149
36 PICTET FUNDS	471	36	2.971
37 FIDELITY INVESTMENTS	0	83	2.877
38 VEGAGEST	247	34	2.759
39 INVESCO	1.442	57	2.708
40 GRUPPO BANCA INTERMOBILIARE	495	34	2.434
41 FONDACO	1.525	2	1.540
42 AMERICAN EXPRESS	-433	41	1.331
43 BANCA POP. EMILIA ROMAGNA	61	12	1.301
44 SOCIETE GENERALE	151	61	1.301
45 ING GROUP	-34	72	1.281
46 AXA	679	38	1.085
47 JANUS CAPITAL GROUP INC.	159	16	828
48 BANCA POPOLARE DI VICENZA	-83	8	749
49 GRUPPO FONDARIA - SAI	-9	15	740
50 FORTIS INVESTMENTS	220	73	696

51	UNIPOL	49	10	674
52	BANCHE DELLE MARCHE	177	13	623
53	MORLEY F.M. (AVIVA)	43	24	604
54	DEXIA	287	113	600
55	HEDGE INVEST	132	7	596
56	CONSULTINVEST	108	6	595
57	BANCA POPOLARE DI BARI	62	10	450
58	BANCA DEL CERESIO	10	2	388
59	NEXTAM	73	7	337
60	BANCA FINNAT EURAMERICA	43	13	325
61	GRUPPO BANCA LEONARDO	37	9	281
62	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT	-28	5	254
63	ETICA	33	3	195
64	SARA ASSICURAZIONI	41	9	176
65	PFM	13	9	147
66	SOCIETA' CATTOLICA DI ASSICURAZIONE	100	4	147
67	BANCA PROFILO	25	3	142
68	ALBERTINI	3	5	116
69	REALI	-26	6	49
70	ALPI	20	3	43
71	AGORA	0	2	30
72	ABIS	0	3	26
73	GROUPAMA-GAN	4	2	24
74	NORDEST	8	1	24
75	TANK	14	1	23
76	GRUPPO BANCARIO LCF ROTHSCHILD - PARIGI	-6	1	10
77	FINANZIARIA INTERNAZIONALE	10	1	10
	ETRA	-11		
	TOTALE	21.327	3.107	640.381

Tab 1 Fondi aperti promossi per gruppo finanziario a fine 2005

Non tutti i gruppi si sono comportati in modo omogeneo: le strategie messe in atto da ognuno hanno infatti portato gli operatori ad offrire prodotti diversi dove il ruolo dei fondi con profilo di rischio-rendimento più elevato non è omogeneo. All'interno dei primi tre gruppi finanziari la quota parte rappresentata dai fondi azionari è pari al 24,0%, percentuale che aumenta al 24,6% se si considerano i primi 10 gruppi, mentre a livello di industria essa è pari mediamente al 25,9%. Suddividendo i gruppi in diverse classi, in relazione al peso relativo dei fondi azionari rispetto alle altre tipologie di fondi offerti, si osserva che nel 50% dei casi i fondi azionari rappresentano meno del 20% del portafoglio complessivamente promosso, mentre per il 6,5% dei gruppi questa tipologia di fondi costituisce oltre due terzi del portafoglio. Suddividendo i gruppi in relazione alla compagine azionaria, si osserva che nei gruppi a matrice estera il peso medio dei fondi azionari è quasi il doppio (41%) di quello riscontrato nei gruppi italiani (24%).

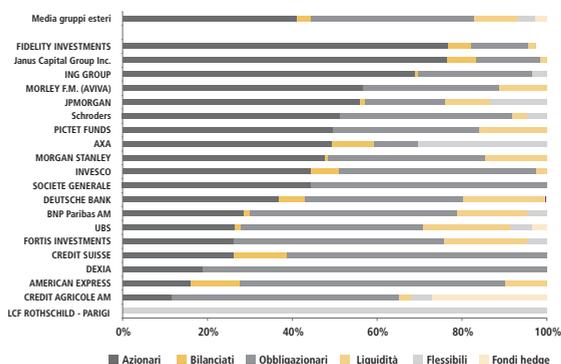


Fig 1 Gruppi esteri asset allocation

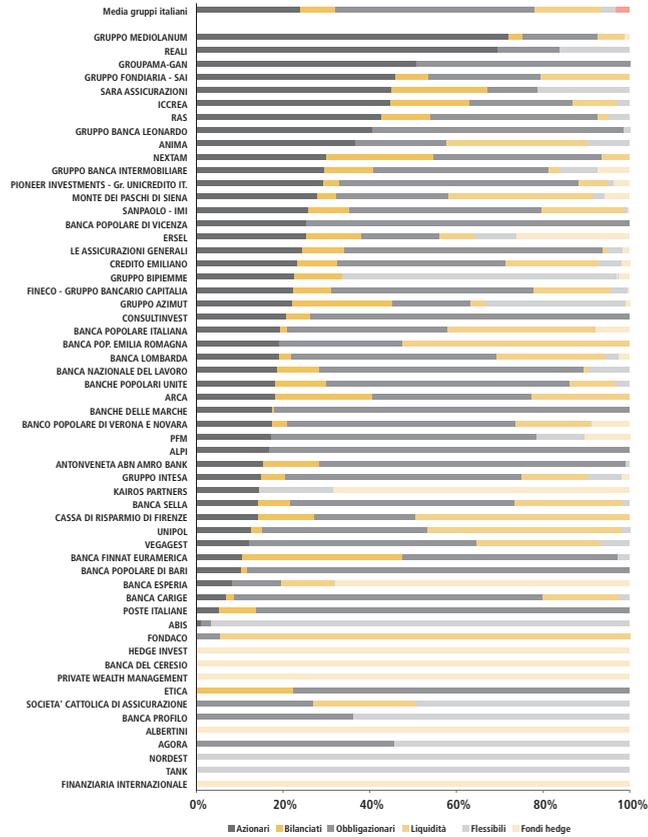


Fig 2 Gruppi italiani asset allocation

L'operatività delle società di gestione del risparmio non si esaurisce solamente nell'attività di promozione e/o di gestione di organismi di investimento collettivo mobiliare, immobiliare o di fondi pensione aperti: queste infatti sono attive anche nell'ambito delle gestioni patrimoniali, grazie ai mandati di gestione ricevuti da parte della clientela *retail* ed istituzionale. Il processo di ristrutturazione dei primi gruppi di gestione, con l'evidente finalità di creare unità produttive articolate e in grado di sfruttare forti economie di scala, emerge nella sua ampiezza e complessità attraverso l'analisi delle masse in gestione, che permette di avere un quadro reale delle gestioni effettuate dai diversi gruppi; è importante infatti considerare come non sempre lo svolgimento dell'attività di promozione sia legato ad una reale attività di gestione. I dati di seguito presentati, benchè non rappresentativi della totalità dei gruppi finanziari esistenti, permettono tuttavia di ottenere un quadro significativo dei principali attori operanti nell'Industria del Risparmio Gestito.

Le risorse complessivamente gestite dall'Industria delle gestioni collettive ed individuali hanno superato a fine 2005 i 1.000 miliardi di euro. Un ruolo non

marginale è rivestito dall'attività di gestione patrimoniale: sono infatti 466 i miliardi di euro gestiti (312 al netto degli OICR di gruppo) dai 42 gruppi analizzati. Le gestioni patrimoniali in valori mobiliari e in fondi, effettuate per conto di clientela *retail*, ammontano a 192 miliardi di euro (88 al netto degli OICR di gruppo), mentre quelle effettuate per conto della clientela istituzionale sono pari a 273 miliardi di euro (224 al netto degli OICR di gruppo). Particolarmente importanti sono i mandati conferiti da parte del settore assicurativo, pari a 190 miliardi di euro (144 al netto degli OICR di gruppo), mentre sono residuali le gestioni attinenti al risparmio previdenziale (15 miliardi di euro).

	Gestioni collettive e individuali lorde	Gestioni collettive e individuali al netto degli OICR di gruppo	
1	SANPAOLO - IMI	195.786	156.142
2	PIONEER INVESTMENTS - Gr. UNICREDITO IT.	160.511	114.734
3	GRUPPO INTESA	118.472	100.798
4	LE ASSICURAZIONI GENERALI	96.970	95.210
5	MONTE DEI PASCHI DI SIENA	49.478	44.015
6	FINECO - GRUPPO BANCARIO CAPITALIA	45.922	36.691
7	RAS	37.217	35.514
8	ARCA	35.826	35.467
9	BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	35.105	30.363
10	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	30.599	25.953
11	GRUPPO MEDIOLANUM	28.612	20.741
12	BANCHE POPOLARI UNITE	22.269	19.622
13	BANCA LOMBARDA	22.257	18.308
14	CREDITO EMILIANO	19.256	16.218
15	GRUPPO BIPIEMME	18.932	16.741
16	DEUTSCHE BANK	17.931	16.872
17	GRUPPO AZIMUT	11.957	11.044
18	ANTONVENETA ABI AMRO BANK	9.887	9.353
19	BANCA SELLA	9.624	8.634
20	BANCA POPOLARE ITALIANA	8.561	8.493
21	ANIMA	7.636	7.636
22	BANCA ESPERIA	7.460	5.468
23	ERSEL	7.209	5.368
24	CREDIT AGRICOLE AM	7.004	5.508
25	KAIROS PARTNERS	6.439	4.680
26	ICCREA	5.968	5.788
27	BANCA CARIGE	5.761	5.178
28	GRUPPO BANCA INTERMOBILIARE	5.749	5.382
29	VEGAGEST	4.549	3.771
30	BANCA POP. EMILIA ROMAGNA	3.411	3.192
31	BANCA POPOLARE DI VICENZA	2.827	2.290
32	BANCA FINNAT EURAMERICA	2.818	2.609
33	ING GROUP	1.718	1.629
34	GRUPPO BANCA LEONARDO	1.485	1.464
35	MELIORBANCA	1.417	1.417
36	GRUPPO FONDIARIA - SAI	1.270	1.269
37	SARA ASSICURAZIONI	1.247	1.167
38	HEDGE INVEST	684	600
39	BANCA POPOLARE DI BARI	453	450
40	PFM	398	343
41	AEDES	187	187
42	FINANZIARIA INTERNAZIONALE	40	40
	TOTALE	1.050.899	886.348

Tab 2 - Gestioni individuali e collettive per gruppo finanziario a fine 2005 (mln euro)

I BENCHMARK INDICATI DAI GESTORI

I fondi comuni d'investimento sono tenuti ad indicare un parametro oggettivo di riferimento (di seguito benchmark) nel prospetto informativo che accompagna l'offerta del fondo, così come richiesto dallo scorso luglio 2000 dalla Consob.

Il benchmark, costituito da un indice oppure da una composizione di indici, è uno strumento utile ad individuare il profilo di rischio e le opportunità di mercato in cui il fondo investe, sebbene le società di gestione abbiano la facoltà di differenziare la composizione del portafoglio del fondo rispetto ad esso, in relazione ai particolari obiettivi e alle modalità di investimento che si prefiggono. Inoltre, come normalmente avviene nei fondi flessibili, le società possono omettere tale indicatore ed esplicitare in suo luogo una misura di rischio per uno specifico intervallo temporale, laddove il benchmark non costituisca un parametro significativo per lo stile gestionale adottato dal fondo.

Al fine di individuare i mercati e le caratteristiche degli investimenti effettuati dai fondi comuni, dove una prima proxy è data dalla categoria Assogestioni, l'Associazione raccoglie annualmente le informazioni sui benchmark dei fondi di diritto italiano di tipo aperto.

Dall'analisi congiunta delle caratteristiche analitiche degli indici, fornite dalle società costruttrici degli indici stessi (di seguito provider), diverse a seconda della natura azionaria o obbligazionaria dell'indice stesso, del peso dell'indice nel fondo e di quest'ultimo rispetto all'industria, è possibile ottenere una stima della composizione implicita del portafoglio dell'industria dei fondi comuni. Grazie al censimento degli indici e alla collaborazione dei provider è stato quindi possibile stimare l'esposizione dei fondi comuni nei diversi mercati e settori, nell'ipotesi in cui i gestori replichino fedelmente il benchmark scelto.

Il campione è costituito da tutti i fondi comuni aperti di diritto italiano, ad esclusione dei fondi speculativi (Tab 1) esistenti al 31 marzo 2006. Rispetto alle precedenti analisi, sono stati analizzati anche i fondi aperti che investono tutto o parte del loro patrimonio in altri OICR (cd. fondi di fondi).

1 Fondi italiani

Tab 1 Categoria di appartenenza dei fondi comuni di diritto italiano

Categoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N° Fondi
AZIONARI	81.775,48	21,74%	414
BILANCIATI	44.739,74	11,89%	137
OBBLIGAZIONARI	158.070,77	42,02%	356
FONDI DI LIQUIDITÀ	67.729,78	18,00%	41
FLESSIBILI	23.881,74	6,35%	94
Totale	376.197,51	100,00%	1.042

1.1 I provider di indici

Nella tabella 2 sono riportati i provider ordinati sulla base del patrimonio gestito dai fondi che ne utilizzano gli indici. Nella voce "Altro" sono stati inclusi i tassi del mercato monetario.

La distribuzione in termini di patrimonio appare concentrata: infatti, il 75% circa del patrimonio è detenuto da fondi che utilizzano gli indici di soli 4 index provider (J.P.Morgan, Merrill Lynch, MSCI e MTS SpA). La predominanza di fondi obbligazionari fa sì che tre di queste quattro società siano costruttrici di indici obbligazionari.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
J.P. MORGAN	92.677,81	24,64%
MERRILL LYNCH	83.439,30	22,18%
MSCI	70.739,01	18,80%
MTS SPA	33.349,61	8,86%
NESSUNO	28.679,61	7,62%
LEHMAN BROTHERS	20.192,66	5,37%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	9.331,90	2,48%
ALTRO	7.168,33	1,91%
STOXX LIMITED	5.575,42	1,48%
24 ORE - UNICREDITO	4.697,96	1,25%
BORSA ITALIANA SPA	4.692,96	1,25%
NON DISPONIBILE	3.689,90	0,98%
FTSE	3.008,02	0,80%
STANDARD & POOR'S	2.997,59	0,80%
CITIGROUP	2.992,20	0,80%
E. CAPITAL PARTNERS	1.979,36	0,53%
BORSE EUROPEE	302,57	0,08%
BORSE NON EUROPEE	214,11	0,06%
RUSSELL	203,44	0,05%
BLOOMBERG	176,27	0,05%
GOLDMAN SACHS	83,05	0,02%
DOW JONES	6,43	0,00%

Tab 2 I provider di indici

Nelle tabelle 3, 4, 5, 6 e 7 sono riportati gli index provider rispettivamente per i fondi azionari, bilanciati, obbligazionari, liquidità e flessibili e la frequenza con cui gli indici di ciascun provider sono utilizzati.

I fondi azionari presentano una distribuzione molto concentrata: infatti, quasi il 65% del loro patrimonio viene gestito da un solo index provider. Tra i primi 10, inoltre, sono presenti anche provider di indici obbligazionari, a conferma della

consuetudine da parte di questi fondi di indicare un benchmark composto anche con un indice di liquidità, in luogo di un solo indice azionario.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	53.110,47	64,95%	339
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	8.275,67	10,12%	28
BORSA ITALIANA SPA	4.571,14	5,59%	37
STOXX LIMITED	4.131,05	5,05%	25
FTSE	2.923,10	3,57%	8
STANDARD & POOR'S	2.818,54	3,45%	25
MTS SPA	1.963,90	2,40%	151
MERRILL LYNCH	1.878,70	2,30%	108
J.P. MORGAN	899,86	1,10%	30
E. CAPITAL PARTNERS	371,03	0,45%	4
BORSE EUROPEE	302,57	0,37%	4
RUSSELL	203,44	0,25%	1
BORSE NON EUROPEE	188,08	0,23%	4
BLOOMBERG	136,38	0,17%	2
CITIGROUP	1,58	0,00%	1
NESSUNO	0,00	0,00%	1

Tab 3 Fondi comuni di diritto italiano Azionari

Meno concentrata risulta essere la distribuzione del patrimonio fra i vari index provider per i fondi bilanciati e quelli obbligazionari, dove la stessa quota di patrimonio viene gestita da due provider anziché uno. Inoltre, in entrambe le distribuzioni si osserva una leggera differenza fra la quota in corrispondenza del primo provider e quella del secondo. Con riferimento ai fondi bilanciati è normale osservare, data la loro natura, che i primi due provider siano uno azionario e l'altro obbligazionario.

In seguito alla possibilità concessa ai fondi obbligazionari misti di detenere fino al 20% del proprio portafoglio in azioni, è invece giustificata la presenza di un provider azionario tra i primi 10 nella distribuzione dei fondi comuni obbligazionari.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	15.131,58	33,82%	137
J.P. MORGAN	14.417,12	32,22%	89
MERRILL LYNCH	9.437,36	21,09%	109
MTS SPA	1.956,90	4,37%	33
NESSUNO	1.063,57	2,38%	5
STOXX LIMITED	807,60	1,81%	15
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	699,93	1,56%	9
CITIGROUP	501,37	1,12%	13
24 ORE - UNICREDITO	258,35	0,58%	1
STANDARD & POOR'S	132,51	0,30%	5
E. CAPITAL PARTNERS	109,04	0,24%	8
BORSA ITALIANA SPA	92,47	0,21%	6
LEHMAN BROTHERS	78,83	0,18%	8
BLOOMBERG	27,07	0,06%	1
BORSE NON EUROPEE	26,03	0,06%	2

Tab 4 Fondi comuni di diritto italiano Bilanciati

Tab 5 Fondi comuni di diritto italiano Obbligazionari

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	60.369,04	38,19%	193
MERRILL LYNCH	48.878,56	30,92%	249
MTS SPA	19.890,05	12,58%	83
LEHMAN BROTHERS	9.054,90	5,73%	26
24 ORE - UNICREDITO	4.439,61	2,81%	6
NESSUNO	4.017,16	2,54%	7
NON DISPONIBILE	3.650,64	2,31%	17
CITIGROUP	2.489,25	1,57%	15
MSCI	2.479,61	1,57%	37
E. CAPITAL PARTNERS	1.499,29	0,95%	14
STOXX LIMITED	475,47	0,30%	9
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	356,30	0,23%	3
ALTRO	207,78	0,13%	1
FTSE	84,92	0,05%	1
GOLDMAN SACHS	83,05	0,05%	3
STANDARD & POOR'S	46,54	0,03%	4
BORSA ITALIANA SPA	29,35	0,02%	1
BLOOMBERG	12,83	0,01%	1
DOW JONES	6,43	0,00%	2

Sono ascrivibili ai fondi di liquidità soltanto 6 index provider, conseguenza anche del loro esiguo numero, tra cui si nota la voce "Altro", attribuibile interamente al tasso Euribor 3m.

Tab 6 Fondi comuni di diritto italiano di Liquidità

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MERRILL LYNCH	23.157,83	34,19%	17
J.P. MORGAN	16.974,43	25,06%	8
LEHMAN BROTHERS	11.058,94	16,33%	5
MTS SPA	9.538,76	14,08%	11
ALTRO	6.960,55	10,28%	3
NON DISPONIBILE	39,27	0,06%	1

Tab 7 Fondi comuni di diritto italiano Flessibili

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
NESSUNO	23.598,88	98,82%	92
STOXX LIMITED	161,30	0,68%	1
MERRILL LYNCH	86,85	0,36%	1
J.P. MORGAN	17,36	0,07%	1
MSCI	17,36	0,07%	1

1.2 I benchmark

Nella Tab 8 sono indicati i primi 15 indici più utilizzati dai fondi italiani in termini di patrimonio gestito. Per ciascun indice è indicato il numero di impieghi e il peso medio nel portafoglio.

L'indice più utilizzato, in termini di patrimonio gestito, è l'Indice J.P. Morgan EMU 3M Cash Index. Mentre l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT è quello con il maggior numero di impieghi. L'aumento

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale Impieghi	PesoMedio
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	28.959,49	7,70%	64
NESSUNO	28.679,61	7,62%	105
J.P. MORGAN GBI EMU	24.540,70	6,52%	84
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	22.343,92	5,94%	30
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	21.054,37	5,60%	144
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS			
- "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	20.907,77	5,56%	196
MSCI EUROPE	18.400,67	4,89%	58
LEHMAN BROTHERS EURO TREASURY 0-6MESI	15.508,92	4,12%	3
MSCI WORLD	14.317,96	3,81%	153
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	13.839,09	3,68%	32
EURIBOR 3 MESI	6.960,55	1,85%	3
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	6.794,98	1,81%	31
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	6.026,19	1,60%	16
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	5.811,70	1,54%	28
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID			
3 MONTH CONSTANT MATURITY	5.334,13	1,42%	50

Tab 8 I primi 15 indici

del peso dei fondi flessibili, per i quali non è normalmente individuato un parametro di riferimento significativo in seguito allo stile di gestione adottato, ha portato ad un incremento del peso del patrimonio di quei fondi che non hanno alcun benchmark. Nelle tabelle seguenti sono riportate le stesse informazioni per ciascuna categoria.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale Impieghi	PesoMedio
MSCI EUROPE	14.991,58	18,33%	40
MSCI WORLD	7.242,01	8,86%	61
INDICE COMIT PERFORMANCE R	4.758,98	5,82%	18
MSCI EMF	2.955,98	3,61%	17
INDICE COMIT GLOBALE R	2.876,28	3,52%	5
MSCI USA	2.742,15	3,35%	14
S&P 500 INDEX	2.617,40	3,20%	19
MSCI PACIFIC	2.595,18	3,17%	16
MIB R	2.159,78	2,64%	8
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	2.008,83	2,46%	9
MSCI EM	1.878,51	2,30%	8
MSCI JAPAN	1.827,79	2,24%	10
FTSE WORLD	1.659,22	2,03%	2
MSCI AC WORLD FREE	1.549,94	1,90%	8
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS			
- "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	1.520,18	1,86%	111

Tab 9 Fondi comuni italiani Azionari

Gli indici prevalentemente scelti dai gestori di fondi azionari rappresentano aree geografiche molto differenti: si va dagli indici rappresentativi di paesi europei a quelli di paesi americani, da quelli rappresentativi dei paesi emergenti fino agli indici globali. L'indice più utilizzato è l'Indice MSCI Europe, il quale rap-

presenta quasi un quinto del patrimonio complessivamente gestito dai fondi azionari. Mentre l'indice più utilizzato in termini di impieghi risulta essere l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT, il quale però presenta un peso medio nel benchmark relativamente basso (9,32%).

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
J.P. MORGAN GBI EMU	8.494,51	18,99%	37	42,57
MSCI WORLD	6.337,36	14,16%	70	42,39
MSCI EUROPE	3.170,32	7,09%	15	30,07
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	3.092,42	6,91%	11	43,64
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	2.576,12	5,76%	8	25,63
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	1.656,46	3,70%	11	38,45
MSCI WORLD ex EUROPE	1.394,93	3,12%	4	22,50
MSCI AC WORLD FREE	1.303,07	2,91%	16	41,56
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
- "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	1.214,44	2,71%	5	36,00
MSCI EMU	1.110,24	2,48%	4	27,50
NESSUNO	1.063,57	2,38%	5	100,00
MERRILL LYNCH GLOBAL BROAD MARKET INDEX - hedged	916,93	2,05%	4	43,75
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	852,67	1,91%	7	43,57
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	703,59	1,57%	23	11,96
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID				
6 MONTH CONSTANT MATURITY	633,26	1,42%	2	70,00

Tab 10 Fondi comuni italiani Bilanciati

Per i fondi bilanciati, fra i primi 15 indici, 9 sono obbligazionari e 5 sono azionari. Il J.P. Morgan GBI EMU risulta essere l'indice più utilizzato in assoluto da questi fondi, in termini di patrimonio. L'MSCI World risulta essere il più diffuso nei benchmark, con 77 fondi che lo utilizzano sui 137 complessivamente considerati, oltre ad essere il primo in termini di patrimonio, se si considerano i soli indici azionari.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	22.296,40	14,11%	25	54,80
J.P. MORGAN GBI EMU	15.933,22	10,08%	43	67,91
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	12.986,42	8,22%	25	62,40
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
- "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	10.917,81	6,91%	55	32,64
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	8.952,99	5,66%	31	44,52
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	5.554,39	3,51%	8	83,75
LEHMAN BROTHERS EURO TREASURY 0-6MESI	5.065,37	3,20%	1	50,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	4.155,24	2,63%	17	72,35
MERRILL LYNCH EMU CORPORATE 1-3 yr	4.122,62	2,61%	4	32,50
NESSUNO	4.017,16	2,54%	7	100,00
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	3.911,72	2,47%	3	66,67
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	3.702,57	2,34%	20	69,50
NON DISPONIBILE	3.650,64	2,31%	17	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"TASSO FISSO - GENERALE"	3.489,08	2,21%	2	90,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	3.156,23	2,00%	47	19,15

Tab 11 Fondi comuni italiani Obbligazionari

Dei 15 indici utilizzati come benchmark, per rappresentare la politica d'investimento dei fondi di diritto italiano obbligazionari, 13 sono rappresentativi dei paesi appartenenti all'Unione Monetaria Europea. Essi rappresentano ben il 63% del patrimonio di questi prodotti. A prevalere su tutti, con il 14,11% del patrimonio rappresentato, è lo J.P. Morgan GBI EMU 1-3 yr; mentre quello più utilizzato risulta essere l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT, presente in ben 55 parametri oggettivi di riferimento riportati nei prospetti informativi dei fondi.

Le tre distribuzioni appena analizzate presentano un'elevata concentrazione: i primi 5 indici rappresentano almeno il 40% del patrimonio e superano il 50% del totale nel caso dei bilanciati.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	16.705,98	24,67%	6	100,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	16.040,28	23,68%	9	97,78
LEHMAN BROTHERS EURO TREASURY 0-6MESI	10.443,55	15,42%	2	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	8.016,59	11,84%	7	97,86
EURIBOR 3 MESI	6.960,55	10,28%	3	100,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	3.689,75	5,45%	3	100,00
MERRILL LYNCH ITALY GOVERNMENT BILL	3.300,76	4,87%	3	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	1.522,17	2,25%	4	100,00
LEHMAN BROTHERS EURO FLOATING RATE NOTES	615,38	0,91%	3	11,67
J.P. MORGAN EMU 6M CASH INDEX	218,02	0,32%	1	100,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 1 MONTH CONSTANT MATURITY	101,56	0,15%	1	100,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	50,43	0,07%	1	100,00
NON DISPONIBILE	39,27	0,06%	1	100,00
MERRILL LYNCH USD LIBID 3 MONTHS COSTANT MATURITY INDEX	25,48	0,04%	1	100,00

Tab 12 Fondi comuni italiani di Liquidità

Come visto per i fondi obbligazionari anche per quelli di liquidità sono stati utilizzati prevalentemente indici rappresentativi dell'Unione Monetaria Europea. I 41 parametri oggettivi di riferimento che sono stati individuati per questi prodotti sono la combinazione di soli 14 indici, la cui distribuzione risulta essere molto concentrata, in quanto i primi 4 rappresentano più del 75% del loro patrimonio.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
NESSUNO	23.598,88	98,82%	92	100,00
DOW JONES EURO STOXX LARGE (Eurozone)	161,30	0,68%	1	65,00
MERRILL LYNCH PAN EUROPE GOVERNMENT BOND INDEX 1-3 yrs - hedged into euro	86,85	0,36%	1	35,00
J.P. MORGAN GBI EMU	17,36	0,07%	1	50,00
MSCI WORLD	17,36	0,07%	1	50,00

Tab 13 Fondi comuni italiani Flessibili

La distribuzione più concentrata in assoluto risulta essere quella dei fondi flessibili, dove soltanto due prodotti hanno indicato un benchmark.

1.3 L'asset allocation

Le figure 1 e 2 riproducono la ripartizione degli investimenti tra azioni e obbligazioni risultante dall'effettiva composizione del portafoglio dei fondi, nonché la ripartizione ottenuta rielaborando le informazioni sui benchmark adottati.

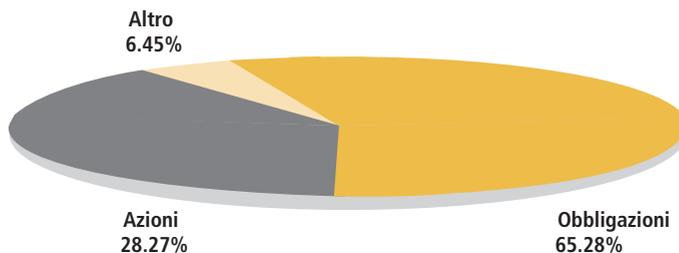


Fig 1 Portafoglio effettivo

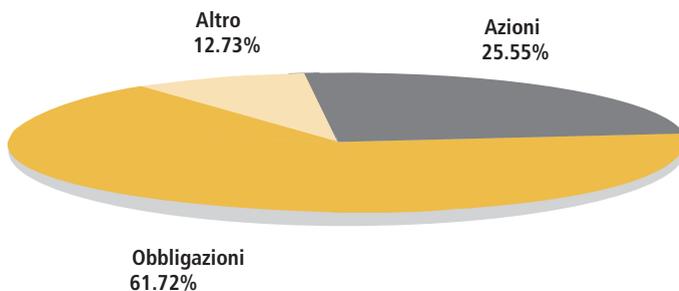


Fig 2 Benchmark

Sommando le voci "altro" e "obbligazioni" possiamo confrontare meglio le due figure e osservare che il portafoglio dei fondi è poco differente da quello rilevato dai benchmark.

Nelle successive figure vengono approfonditi i valori di asset allocation dei benchmark adottati, distinguendo tra indici azionari e obbligazionari.

1.3.1 Indici azionari distribuzione geografica

La figura 3 mostra come si distribuiscono gli investimenti degli indici azionari tra i diversi continenti.

Oltre la metà del patrimonio azionario dei fondi italiani è investito in titoli azionari europei: azioni dell'Area Euro (ex Italia), azioni Italia, azioni Europa (ex Euro) e azioni Paesi Emergenti. Seguono i titoli americani che rappresentano il 24,4% della componente azionaria del patrimonio. Questa quota di patrimonio azionario è costituito prevalentemente da azioni del Nord America, che rappresentano il 94,8% dei titoli americani. I titoli giapponesi rappresentano la maggior parte dei titoli asiatici detenuti in portafoglio dai fondi, con il 64,4% del patrimonio azionario asiatico.

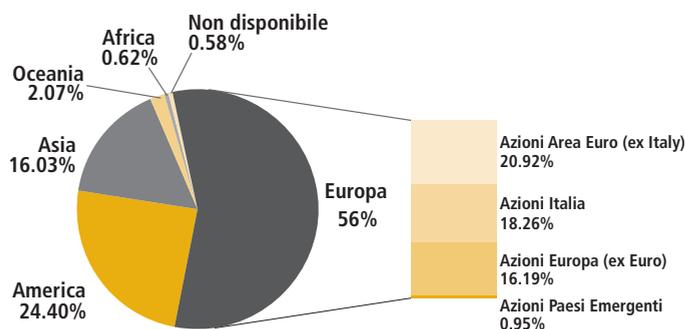


Fig 3 Distribuzione per continenti

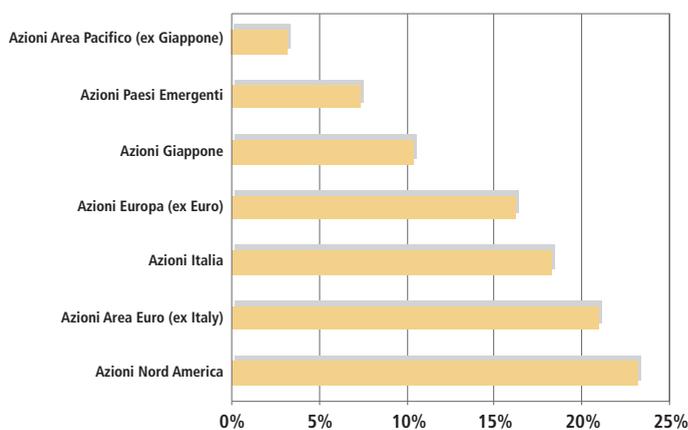


Fig 4 Distribuzione per mercati

La classificazione settoriale impiegata per l'analisi si basa sul Global Industry Classification Standard (GICS), sviluppato da MSCI e Standard & Poor's (S&P). Il 27,1% dei titoli azionari detenuti in portafoglio sono riconducibili a società del settore finanziario, mentre il resto appare equamente distribuito tra gli altri settori.

1.3.2 Indici azionari distribuzione per settore economico

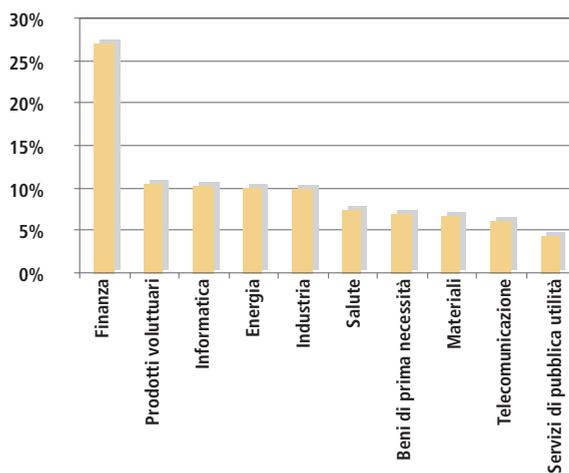
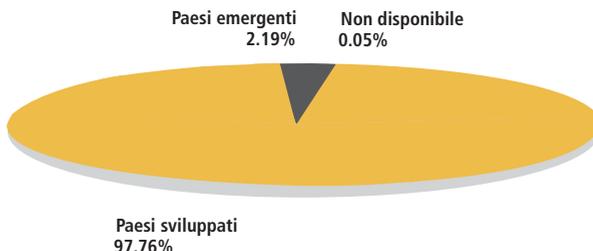


Fig 5 Distribuzione per settore economico

1.3.3 Indici obbligazionari

Con riferimento agli indici obbligazionari è stata analizzata la distribuzione del patrimonio sotto il duplice profilo del rischio di credito (grado di sviluppo del paese dell'emittente, tipo di emittente e rating dell'emissione) e del rischio mercato (valuta di denominazione e durata).



36 4 Fig 6 Distribuzione per Paese dell'Emittente

È confermata la prevalenza nel portafoglio dei fondi italiani di titoli obbligazionari emessi da soggetti sovrani appartenenti a paesi sviluppati (Australia, Canada, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore, Stati Uniti, Svizzera e Unione Europea).

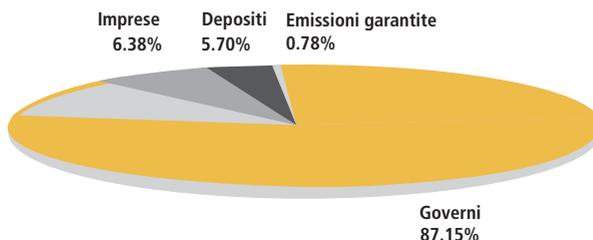


Fig 7 Distribuzione per Emittente

Infatti, l'87,15% della componente obbligazionaria del patrimonio è rappresentata da titoli emessi da emittenti sovrani; seguono i depositi, le Imprese e infine le Emissioni garantite; il 97,76% del totale è rappresentato da titoli emessi da soggetti domiciliati in paesi sviluppati.

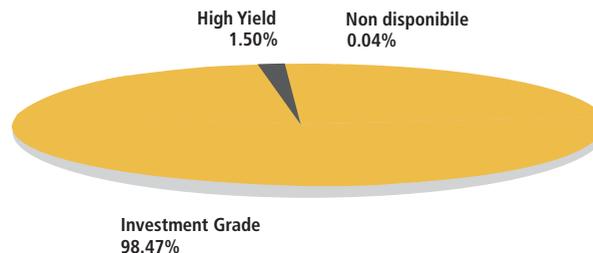


Fig 8 Distribuzione per Merito di credito

Coerentemente con la distribuzione per emittente, si riscontra una netta predominanza di titoli con merito di credito molto alto (Fig 8). Per analizzare questa caratteristica degli strumenti finanziari componenti i benchmark si è distinto tra titoli con merito creditizio "Investment Grade" (qualunque emissione con ra-

ting non inferiore a Baa3 (Moody's), BBB- (S&P)) e quelli con merito creditizio "High Yield" (tutte le altre emissioni, incluse quelle senza rating).

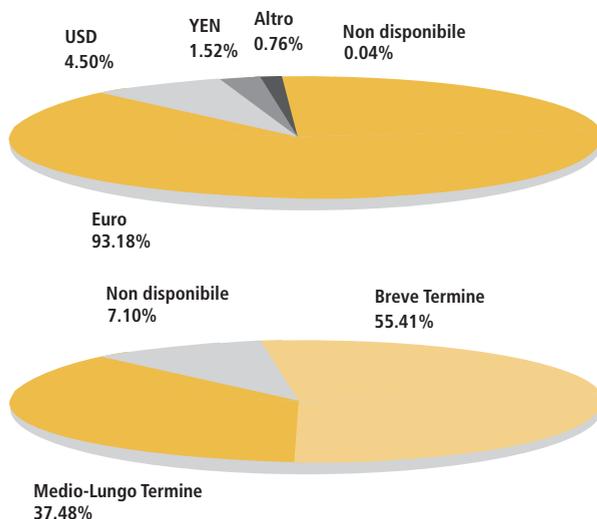


Fig 9 Distribuzione per valuta

Fig 10 Distribuzione per durata dell'emissione

Con riferimento agli indicatori di rischio mercato si rileva che la quasi totalità del patrimonio obbligazionario investe in titoli denominati in euro (Fig 9) e che il 55,41% del patrimonio è relativo a titoli di "breve termine" (Fig 10).

Provider	sito
24 ORE - UNICREDITO	www.unicredito.it
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	www.bci.it/trend_mercati/database/indici.jsp
BLOOMBERG	www.bloomberg.com
BORSA ITALIANA SPA	www.borsaitalia.it
CITIGROUP	www.yieldbook.com
CSFB	www.csfb.com
DOW JONES	www.djindexes.com
E CAPITAL PARTNERS	www.e-cpartners.com
FTSE	www.ftse.com
GOLDMAN SACHS	www.gs.com
HSBC	www.hsbc.com
J.P. MORGAN	www.jpmorgan.com
LEHMAN BROTHERS	www.lehman.com
MERRILL LYNCH	www.ml.com
MICROPAL	www.micropal.it
MSCI	www.msci.com
MTS SPA	www.analysis.it/mts.htm
NOMURA	www.nomura.com/fi-europe
PICTET	www.pictet.com
RUSSELL	www.russell.com
STANDARD & POOR'S	www.spglobal.com
STOXX LIMITED	www.stoxx.com
UBS WARBURG	www.ubs.com/e/

Tab 14 Siti web dei principali index provider

SERVIZI E COSTI DEI FONDI APERTI ITALIANI

Questo capitolo ha l'obiettivo di evidenziare la struttura dei costi dei fondi aperti di diritto italiano e di fornire indicazioni sulle più comuni modalità di partecipazione agli stessi e sulle tipologie di servizi offerti a corredo della gestione professionale del risparmio. L'indagine 2006 considera alcune nuove informazioni presenti, nei documenti d'offerta e introdotte a seguito delle nuove disposizioni dettate dalla Consob, come quelle relative alla quota media dei costi, percepiti dalle società di gestione e poi retrocesse ai collocatori.

L'indagine è stata realizzata esaminando i prospetti informativi e i regolamenti di gestione in vigore al 28 febbraio 2006. I risultati di seguito presentati si riferiscono a fondi non prevalentemente offerti ad investitori qualificati e che non tengono, come investimento principale, quote di altri fondi comuni; gli 853 fondi analizzati rappresentano il 21,9% dei fondi operanti in Italia censiti da Assogestioni (pari al 53,6% in termini di patrimonio) e il 57,7% dei fondi aperti di diritto italiano (corrispondente al 87,3% del patrimonio). Rispetto alle precedenti analisi, si segnala inoltre che a seguito di riclassificazioni delle tipologie di alcuni fondi, alcuni dati storici possono non corrispondere con quelli pubblicati nelle precedenti edizioni. Analogamente agli anni precedenti, invece, i risultati dell'analisi sono forniti sia in termini di medie semplici (sul numero totale dei fondi), sia in termini di medie ponderate (rispetto al patrimonio dei fondi).

Come noto, nell'acquisto di quote di fondi comuni di investimento, per poter beneficiare del servizio di gestione professionale del risparmio, il sottoscrittore sostiene costi diretti (ossia direttamente a suo carico) e indiretti (ossia a carico del fondo, e quindi indirettamente a carico del sottoscrittore).

I primi, tipicamente costi di entrata o di uscita, diritti fissi, costi dei certificati rappresentativi delle quote, remunerano generalmente l'attività di collocamento e di distribuzione dei fondi, nonché l'assistenza e la consulenza nella vendita.

I secondi, tipicamente commissione di gestione e commissione di incentivo, remunerano sia l'attività di gestione in senso stretto, ovvero l'attività di scelta e analisi degli investimenti, sia le attività connesse alla distribuzione (media-

1 Introduzione

mente circa il 70% della commissione di gestione viene infatti retrocessa alle reti di vendita).

Tra i costi indiretti rientra anche il compenso alla banca depositaria per il servizio di custodia, nonché altri oneri come quelli di intermediazione (inerenti la compravendita di valori mobiliari), le spese di pubblicazione del valore delle quote e dei prospetti periodici del fondo, i costi di stampa dei documenti destinati al pubblico e quelli derivanti da obblighi di comunicazione alla generalità dei partecipanti (purché non abbiano natura pubblicitaria), le spese di revisione della contabilità e dei rendiconti dei fondi, gli oneri fiscali di pertinenza del fondo, il "contributo di vigilanza" che la Sgr è tenuta a versare alle autorità di vigilanza e le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo. Altre spese non menzionate sono a carico della società di gestione.

Tra gli oneri a carico del sottoscrittore rientrano gli eventuali costi di entrata o di uscita dai fondi, ossia quelli che egli sostiene o all'atto della sottoscrizione delle quote o all'atto del rimborso delle stesse. Tali costi diretti hanno natura non ricorrente (in quanto si sostengono in momenti precisi) ed eventuale (in quanto non tutti i fondi li prevedono).

2 Struttura dei costi: oneri a carico del sottoscrittore

2.1 Fondi No Load

Nel corso degli anni, sebbene sia aumentato il numero di fondi che non applicano alcuna commissione d'entrata o d'uscita (38,7% a febbraio 2006, contro il 38,2% del 2004 e il 33,6% del 2003), il peso di questa tipologia di prodotti, in termini di patrimonio, si è ridotto a quasi il 60%.

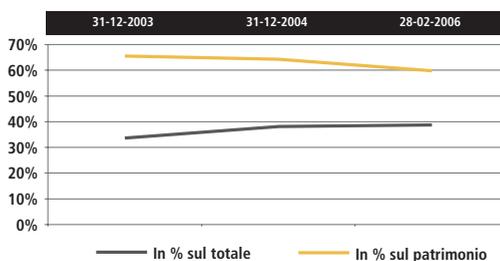


Fig 1 Fondi No Load

La maggiore parte dei fondi di liquidità (87,1%) ed obbligazionari (63,7%) acquistati dai sottoscrittori è di tipo No Load, mentre i fondi azionari rappresentano quasi il 34% del patrimonio complessivo di questa categoria.

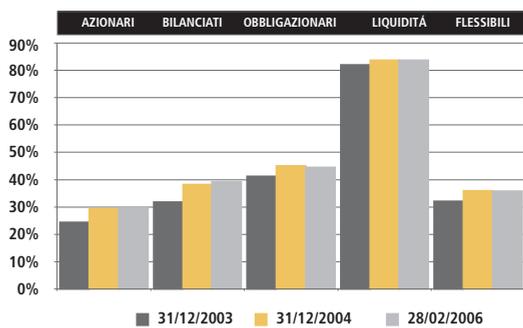


Fig 2 Fondi No Load per macrocategoria (sul totale)

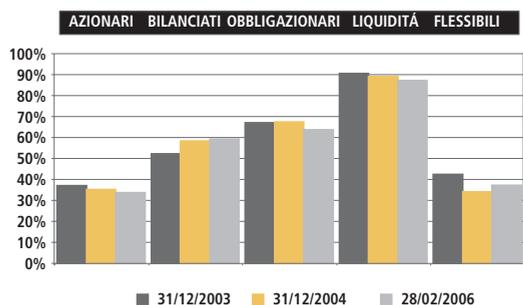


Fig 3 Fondi No Load per macrocategoria (sul patrimonio)

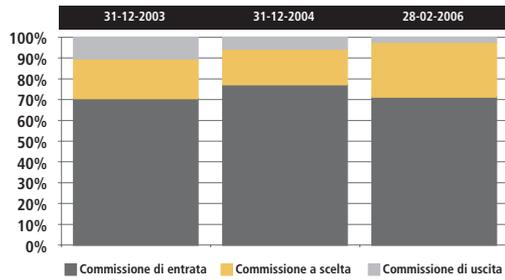
Oltre l'83% dei fondi liquidità offerti è di tipo No Load, mentre tale percentuale è normalmente inferiore al 40% per le altre categorie di prodotti. La maggiore offerta di fondi No Load nei fondi di liquidità deriva dalla natura degli stessi, che è tipicamente di "parcheggio temporaneo della liquidità"; per assolvere a tale funzionalità, non sono quindi poste normalmente barriere né all'ingresso né all'uscita. Le altre categorie di fondi, invece, che hanno natura di investimento di medio - lungo periodo, cercano di disincentivare movimenti di breve periodo attraverso la richiesta commissioni di ingresso o di uscita.

Il 61,3% dei fondi offerti richiede al sottoscrittore il pagamento di commissioni al momento della sottoscrizione o del rimborso di quote; in particolare sono previste commissioni di entrata per il 71,3% dei casi (76,4% del patrimonio), commissioni "a scelta" per il 26,4% (20,1% del patrimonio) e commissioni di uscita per il 2,3% dei fondi (3,5% del patrimonio).

Negli anni è aumentato in modo considerevole il numero di fondi offerti che prevedono commissioni "a scelta", ossia che consentono al sottoscrittore di scegliere quale tipologia di costo sostenere (tipicamente la scelta è se prevedere costi di entrata o costi di uscita): dal 2004 il peso di questi di fondi ha registrato un aumento di quasi 10 punti percentuali.

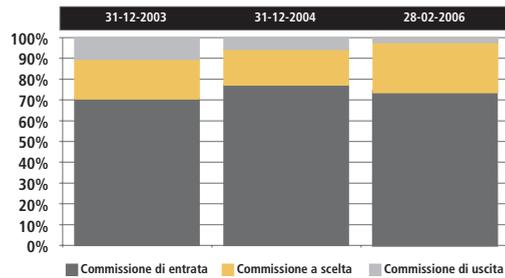
2.2 Fondi Load

Fig 4 Fondi Load
Tipologie commissionali
(sul totale)



42 | 5

Fig 5 Fondi Load
Tipologie commissionali
(sul patrimonio)



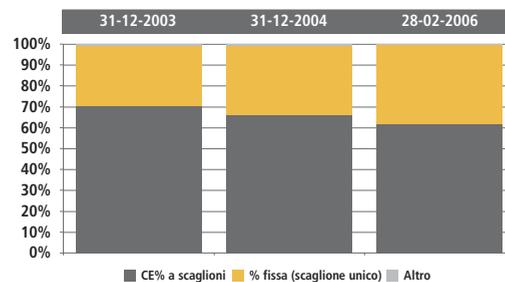
2.2.1 Commissione di entrata

Con riferimento alle sole commissioni di entrata, includendo nell'analisi anche i fondi per i quali essa è "a scelta", è possibile osservare due modalità di prelievo:

- aliquota percentuale sulla somma investita, variabile in modo decrescente per scaglioni di importi crescenti; questa modalità, in riduzione rispetto agli anni precedenti, è prescelta dal 61,8% dei fondi che praticano commissioni di entrata (84,2% del patrimonio);
- aliquota percentuale sulla somma investita in misura fissa; questa modalità, in aumento di quasi 5 punti percentuali rispetto al 2004, è prescelta dal 37,8% dei fondi che praticano commissioni di entrata (15,7% del patrimonio).

Altre modalità di prelievo, ormai residuali rispetto alle due già menzionate, sono rappresentate dal pagamento di una commissione "una tantum" di importo fisso indipendentemente dalla somma investita e, fino al 2003, dal pagamento di una commissione di importo fisso ma variabile in misura decrescente all'aumentare dell'importo sottoscritto.

Fig 6 Commissioni di entrata
Tipologie
(sul totale)



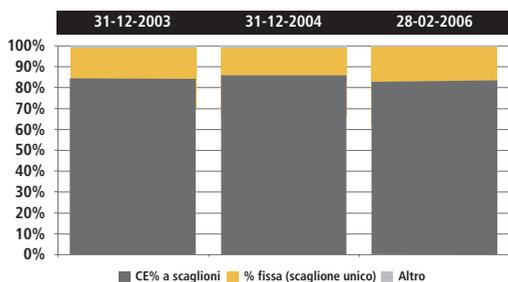


Fig 7 Commissioni di entrata
Tipologie
(sul patrimonio)

La stima del costo medio di sottoscrizione dei fondi caratterizzati da commissioni di entrata è in leggera riduzione rispetto agli anni precedenti: investire 5.000 euro costa in media il 2,7% dell'importo investito, mentre investire 30.000 costa il 2,27%. In marginale aumento rispetto agli anni precedenti è invece il costo dell'investimento di importi più rilevanti: così investire 180.000 euro costa l'1,61% e 300.000 euro l'1,39%.

Il costo medio è variabile in funzione della categoria in cui si investe ed è decrescente al crescere dell'importo investito, ad eccezione della categoria dei fondi di liquidità (si ricorda che l'83,8% dei fondi di liquidità è di tipo no load; laddove viene richiesta una commissione di entrata questa è, ad eccezione di un caso, ad aliquota fissa indipendentemente dall'importo sottoscritto).

Così, ad esempio, investire 5.000 euro in un fondo azionario costa in media il 3,16% dell'importo sottoscritto; in un fondo flessibile il 2,74%; in un fondo bilanciato il 2,54%; in un fondo obbligazionario il 2,08%; mentre in un fondo di liquidità l'1,65%. L'investimento della stessa cifra a dicembre 2004 costava poco di più per le prime tre categorie, e rispettivamente il 3,27%, il 2,99% e il 2,58%. L'investimento nei fondi obbligazionari costava invece in media il 2,06%, mentre l'investimento nei fondi di liquidità è rimasto invariato.

Quasi per tutte le categorie e per tutti gli importi, le commissioni di entrata medie ponderate rispetto al patrimonio risultano inferiori delle corrispondenti medie semplici.

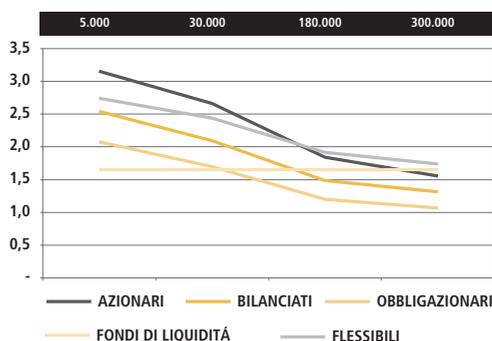


Fig 8 Commissioni di entrata media per importi sottoscritti e macrocategorie (sul totale)

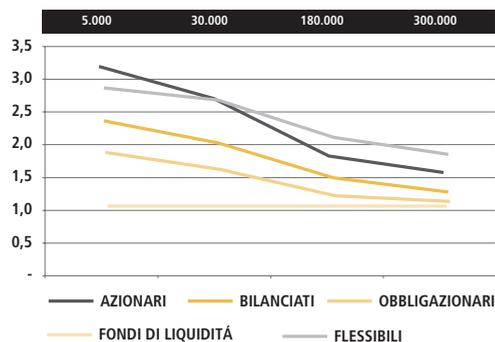


Fig 9 Commissione di entrata media per importi sottoscritti e macrocategorie (sul patrimonio)

Come già accennato, le commissioni di entrata servono a remunerare principalmente i costi delle reti distributive, quindi i servizi di consulenza e di assistenza alla vendita forniti da queste ultime. Sulla base della nuova normativa emanata dalla Consob è possibile quantificare nel 96,4% la quota parte delle commissioni di entrata ricevuta dalla società di gestione e retrocessa in media ai collocatori. Suddividendo i fondi per categoria risultano le seguenti percentuali di retrocessione: fondi bilanciati 99,9%, fondi obbligazionari 99,2%, fondi azionari 95,7%, fondi di liquidità 95,6% e fondi flessibili 88,7%.

È interessante inoltre osservare che delle 41 società di gestione i cui fondi richiedono commissioni di entrata, ben 32 retrocedono ai collocatori il 100% delle commissioni percepite, 5 retrocedono percentuali superiori all'80% e 4 non retrocedono nulla.

2.2.2 Commissioni di uscita

Le commissioni di uscita sono previste solamente dal 2,3% dei fondi Load, ma assumono rilevanza allorquando vengono scelte dai sottoscrittori in alternativa alle commissioni di entrata (si ricorda, infatti, che il 26,4% dei fondi Load prevede commissioni a scelta).

È possibile osservare come sussista una sola modalità di calcolo, ossia il pagamento di un'aliquota percentuale decrescente e tendente a zero all'aumentare del periodo di permanenza nel fondo (cd. commissione a tunnel). Si è cercato pertanto di stimare il costo medio sostenuto dai partecipanti ai fondi all'atto del disinvestimento delle quote in diversi periodi di tempo: riscattare quote entro 12 mesi dall'ingresso nel fondo costa in media il 3,18% dell'importo disinvestito (in aumento di 0,18 punti percentuali rispetto al 2004); disinvestire entro 24 mesi costa in media il 2,23% (2,16% nel 2004); entro 36 mesi l'1,23% (1,19% nel 2004) ed entro 48 mesi lo 0,17% (0,12% nel 2004). Tali costi medi se ponderati rispetto al patrimonio risultano generalmente più bassi. Similmente a quanto visto per le commissioni di entrata, le commissioni di uscita sono mediamente più elevate per i fondi azionari (3,33% per un investimento di 12 mesi) e bilanciati (3,29%). Il disinvestimento di fondi obbligazio-

nari, entro 12 mesi dall'acquisto, costa in media il 3,11%, di fondi di liquidità il 3% e di fondi flessibili il 2,44%. All'aumentare del tempo di permanenza nei fondi esse decrescono quasi di un punto percentuale ogni 12 mesi, tendendo ad annullarsi.

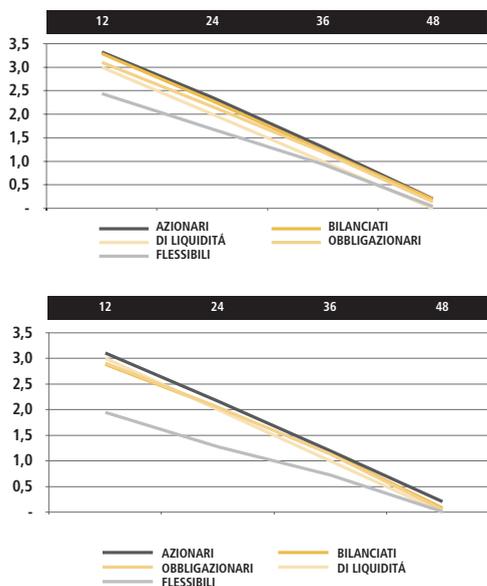


Fig 10 Commissioni di uscita medie per tempo di permanenza e macrocategoria (sul totale)

Fig 11 Commissioni di uscita medie per tempo di permanenza e macrocategoria (sul patrimonio)

Sebbene in misura minore rispetto alle commissioni di entrata, anche le commissioni di uscita vengono utilizzate dalle società di gestione per remunerare la rete distributiva. In media, ai collocatori è retrocesso il 72% delle commissioni di uscita, con differenze per categoria. Così, delle commissioni di uscita dei fondi bilanciati, ne vengono retrocesse il 92,3%; dei fondi flessibili il 75%; dei fondi obbligazionari il 74,5% e dei fondi azionari il 68,4%. I soli 2 fondi di liquidità che prevedono commissioni di uscita quale alternativa alla commissione di entrata, non retrocedono nulla.

Delle 11 società di gestione che contemplano nella struttura commissionale costi di uscita, ben 6 retrocedono alla rete distributiva il 100% delle commissioni riscosse; una Sgr meno del 40% e 4 Sgr nulla.

Tra gli altri oneri direttamente a carico del sottoscrittore rientrano i diritti fissi e i rimborsi delle spese vive sostenute dalla società di gestione, anche non connesse con le fasi di entrata e/o uscita dal fondo (costi di emissione dei certificati, di spedizione degli stessi ecc.). Questi ultimi oneri possono essere previsti in misura forfetaria o può essere indicato nel regolamento del fondo che saranno limitati alla copertura degli oneri effettivamente sostenuti.

2.3 Diritti fissi

Mentre la quasi totalità dei fondi richiede il pagamento di diritti fissi, il rimborso delle spese vive in misura pari alla copertura degli oneri effettivamente sostenuti è richiesto da poco meno dell'80% dei fondi (corrispondenti all'87,5% del patrimonio).

Generalmente, i diritti fissi non sono retrocessi alla rete distributiva.

2.4 Facilitazioni e agevolazioni commissionali

Gli effetti delle facilitazioni ed agevolazioni commissionali consistono nella riduzione dei costi a carico del sottoscrittore; queste sono previste dal 94% dei fondi analizzati. Tra le agevolazioni più comuni rientrano la riduzione (o l'annullamento) dei costi di entrata e/o di uscita e/o dei diritti fissi e la retrocessione della commissione di gestione agli investitori qualificati, mentre tra le facilitazioni commissionali più comuni rientrano il beneficio di accumulo, il beneficio di reinvestimento, la dichiarazione di intenti e gli switch agevolati.

Con il beneficio di accumulo il sottoscrittore si vede praticare, sulle sottoscrizioni successive ad una o più sottoscrizioni nel fondo, l'aliquota percentuale (minore) corrispondente alla somma di tutti gli importi versati.

Con il beneficio di reinvestimento, il sottoscrittore che abbia chiesto il rimborso delle proprie quote e decida successivamente di reinvestire nel medesimo fondo entro un certo lasso di tempo il controvalore rimborsato non dovrà corrispondere una nuova commissione di sottoscrizione.

Con la dichiarazione di intenti, il sottoscrittore che dichiari di voler investire in un fondo, attraverso più investimenti successivi, un certo ammontare, si vede applicare fin da subito l'aliquota commissionale corrispondente all'importo complessivo che intende sottoscrivere.

Con gli switch agevolati il sottoscrittore che chieda il passaggio da un fondo ad un altro gestito dalla stessa Sgr dovrà corrispondere commissioni inferiori a quelle mediamente richieste per la sottoscrizione di quest'ultimo.

3 Oneri a carico del fondo

3.1 Commissione di gestione

Il principale costo indiretto per il sottoscrittore è costituito dalla commissione di gestione, che rappresenta il compenso, pagato dal fondo alla società di gestione, per remunerare il servizio di gestione prestato da quest'ultima. Tale commissione, calcolata quotidianamente sul patrimonio netto del fondo, è prelevata dalle sue disponibilità ad intervalli più ampi (p.e. mensili, trimestrali).

A febbraio 2006 la commissione di gestione media è pari all'1,47%, in riduzione di 0,02 punti percentuali rispetto a dicembre 2004. In termini ponderati, essa è invece aumentata di 0,07 punti percentuali attestandosi a 1,18%. Il minimo è rappresentato da 0, ossia assenza di commissione di gestione; mentre il

massimo dal 3,65%. Ad eccezione della categoria dei fondi azionari, tutte le altre hanno subito delle modeste riduzioni nel corso dell'ultimo anno.

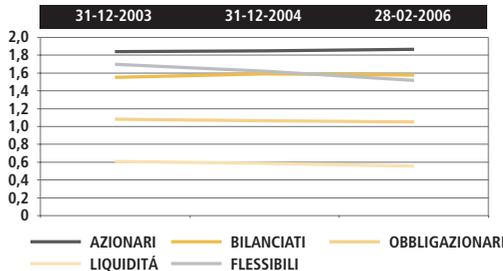


Fig 12 Commissioni di gestione medie per macrocategoria (sul totale)

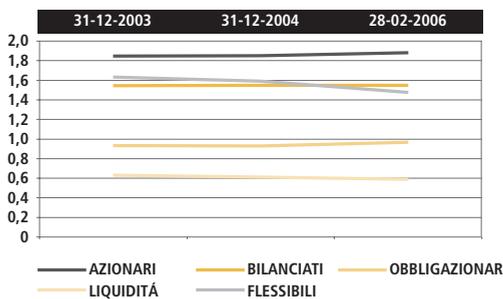


Fig 13 Commissioni di gestione medie per macrocategoria (sul patrimonio)

Concentrando l'attenzione sui dati per singole categorie è possibile osservare quanto segue:

- la commissione di gestione è mediamente più elevata per i fondi caratterizzati dal binomio rischio/rendimento più elevato: infatti, la commissione media è pari all'1,87% per i fondi azionari, all'1,58% per i fondi bilanciati, all'1,52% per i fondi flessibili, all'1,05% per i fondi obbligazionari e allo 0,56% per i fondi di liquidità;
- la commissione di gestione è direttamente proporzionale alla specializzazione dei fondi; difatti, sono le categorie specializzate azionari paese, salute, paesi emergenti, beni di consumo, informatica, internazionali, energia e materie prime, finanza, altri settori e servizi di comunicazione ad avere commissioni medie superiori alla media dei fondi azionari.

Categoria	Media semplice			Media ponderata		
	dic 2003	dic 2004	feb 2006	dic 2003	dic 2004	feb 2006
AZIONARI	1,84	1,85	1,87	1,85	1,85	1,88
Azionari Italia	1,73	1,75	1,79	1,80	1,82	1,85
Azionari area euro	1,71	1,71	1,72	1,76	1,74	1,73
Azionari Europa	1,80	1,81	1,86	1,83	1,83	1,86
Azionari America	1,78	1,79	1,84	1,85	1,85	1,90
Azionari Pacifico	1,79	1,79	1,87	1,84	1,83	1,88
Azionari paesi emergenti	1,94	1,94	1,95	1,95	1,95	1,94
Azionari paese	2,31	2,31	2,03	2,41	2,32	2,06
Azionari internazionali	1,86	1,88	1,92	1,85	1,88	1,94
Azionari energia e materie prime	1,91	1,91	1,91	1,92	1,93	1,94
Azionari industria	1,90	1,90		1,90	1,90	
Azionari beni di consumo	1,91	1,91	1,95	1,93	1,94	1,98
Azionari salute	1,95	1,97	1,98	1,97	1,98	1,97
Azionari finanza	1,89	1,89	1,91	1,93	1,93	1,93
Azionari informatica	1,94	1,94	1,95	1,95	1,94	1,95
Azionari servizi di telecomunicazione	1,82	1,82	1,88	1,80	1,80	1,83
Azionari servizi di pubblica utilità	1,87	1,90		1,88	1,90	
Azionari altri settori	1,95	1,94	1,91	1,88	1,88	1,92
Azionari altre specializzazioni	1,86	1,88	1,87	1,82	1,81	1,80
BILANCIATI	1,55	1,59	1,58	1,54	1,55	1,55
Bilanciati azionari	1,89	1,87	1,79	1,97	1,96	1,90
Bilanciati	1,55	1,61	1,64	1,58	1,61	1,63
Bilanciati obbligazionari	1,40	1,41	1,38	1,42	1,41	1,40
OBBLIGAZIONARI	1,08	1,06	1,05	0,93	0,93	0,97
Obbligazionari euro governativi breve termine	0,81	0,79	0,78	0,78	0,79	0,81
Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine	1,04	1,04	1,02	0,99	1,00	1,01
Obbligazionari euro corporate investment grade	1,21	1,14	1,16	1,02	1,03	1,08
Obbligazionari euro high yield	1,43	1,43	1,47	1,39	1,37	1,42
Obbligazionari dollaro governativi breve termine	0,81	0,81	0,77	0,69	0,67	0,68
Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine	1,13	1,13	1,13	1,13	1,11	1,13
Obbligazionari dollaro corporate investment grade	1,10	1,10		1,10	1,10	
Obbligazionari internazionali governativi	1,12	1,11	1,09	1,10	1,09	1,11
Obbligazionari internazionali corporate investment grade	1,21	1,16	1,14	1,11	1,06	1,05
Obbligazionari internazionali high yield	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Obbligazionari yen	1,18	1,11	1,11	1,11	0,99	1,05
Obbligazionari paesi emergenti	1,43	1,38	1,32	1,30	1,27	1,29
Obbligazionari altre specializzazioni	1,20	1,18	1,16	1,17	1,05	1,06
Obbligazionari misti	1,17	1,16	1,17	1,15	1,15	1,16
Obbligazionari flessibili	1,13	1,11	1,12	1,09	1,06	1,07
FONDI DI LIQUIDITÀ	0,61	0,59	0,56	0,63	0,61	0,59
Fondo di liquidità area euro	0,59	0,57	0,54	0,63	0,61	0,59
Fondo di liquidità area dollaro	1,25	1,08	1,08	1,25	1,08	1,08
FLESSIBILI	1,70	1,62	1,52	1,63	1,59	1,47

Tab 1 Commissioni di gestione medie per categorie

Sebbene la denominazione della commissione di gestione ponga enfasi sull'attività svolta dal gestore, si osserva, attraverso le nuove modalità di rappresentazione dei costi nei documenti di offerta già citate, che il 70,2% di questa non rimane in capo alla società di gestione, ma viene retrocessa ai collocatori. Suddividendo i fondi per categoria risulta che i fondi obbligazionari retrocedono in media il 72,7%, i fondi di liquidità il 71,4%, i fondi bilanciati il 69,9%, i fondi azionari il 69,7% e i fondi flessibili il 65,6%.

Spostando l'analisi a livello di società di gestione si osserva che il 43,1% retrocede quote superiori al 70%, il 27,5% delle società retrocede quote comprese tra il 50% e il 70%, il 17,6% retrocede quote tra il 20% e il 50%. Il 5,9% retrocede fino al 20% delle commissioni di gestione percepite, mentre un altro 5,9% non retrocede alcuna commissione alla rete distributiva.

Il 75,1% dei fondi analizzati (corrispondenti al 54,7% del patrimonio) prevede l'applicazione di commissioni di incentivo. Queste ultime rappresentano il compenso pagato dal fondo alla società di gestione per remunerare la sua capacità di ottenere rendimenti superiori ad un parametro di riferimento individuato. Rispetto al 2004, la percentuale di fondi che la richiede è aumentata di 3 punti percentuali (6 in termini di patrimonio).

Suddividendo i fondi per categoria, appare evidente come siano maggiormente i fondi più rischiosi a richiederla rispetto ai fondi più conservativi: essa è infatti prevista dal 90,5% dei fondi azionari (91,3% del patrimonio), dall'80,6% dei fondi flessibili (65,9% del patrimonio), dal 71,6% dei fondi bilanciati (73,7% del patrimonio), dal 63,4% dei fondi obbligazionari (47,6% del patrimonio) e dal 16,2% dei fondi di liquidità (15,1% del patrimonio).

3.2 Commissione di incentivo

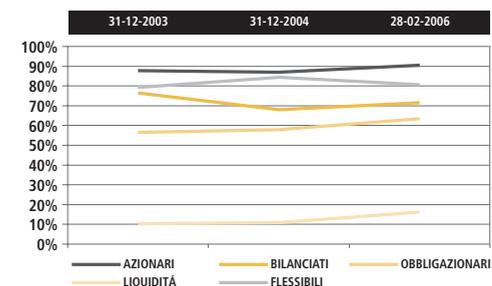


Fig 14 Commissione di incentivo per macrocategoria (sul totale)

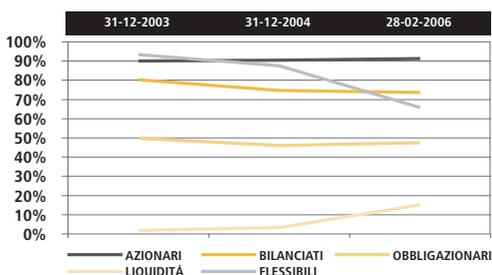


Fig 15 Commissione di incentivo per macrocategoria (sul patrimonio)

A febbraio 2006 le caratteristiche principali delle commissioni richieste risultano essere le seguenti:

- i parametri maggiormente utilizzati ai fini del calcolo delle commissioni di incentivo sono: il benchmark del fondo indicato nel prospetto informativo al fine di qualificare il profilo di rischio/rendimento del fondo

(64,42% del totale, 74,9% del patrimonio); altri indici di mercato non coincidenti con il benchmark del fondo (13,3% del totale, 8,2% del patrimonio); la quota del fondo (7,8% del totale, 6,4% del patrimonio); indici Fideuram rappresentativi delle medie di categoria (6,2% del totale, 5,5% del patrimonio); tassi euribor incrementati di diversi punti percentuali (5,6% del totale, 3,7% del patrimonio); indici rappresentativi dei titoli di Stato (2,5% del totale, 1,1% del patrimonio) e indici ISTAT incrementati di diversi punti percentuali (0,2% del totale, 0,2% del patrimonio);

- la modalità di calcolo prevalente è costituita dall'applicazione di una percentuale della differenza tra il rendimento del fondo e quello dell'indice di riferimento; in un numero minore di casi essa consiste nell'applicazione di un'aliquota percentuale fissa da prelevare solo nel caso in cui il rendimento del fondo superi nel periodo di riferimento l'indice individuato.

Mentre buona parte della commissione di gestione percepita dalle società di gestione viene da queste retrocessa alla rete distributiva, solo il 12,7% della commissione di incentivo è retrocessa ai collocatori. Il 70,5% delle Sgr i cui fondi prevedono commissioni di incentivo non retrocedono nulla alla rete distributiva; il 9,1% retrocede fino al 20%; il 13,6% retrocede quote comprese tra il 20% e il 50%; il rimanente 6,8% retrocede ai collocatori oltre il 50% delle commissioni di incentivo.

3.3 Compenso della banca depositaria

Tra gli altri costi indiretti rientra il compenso riconosciuto alla banca depositaria, la quale è remunerata per il servizio di custodia del patrimonio del fondo e per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla società di gestione.

A seguito dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni delle Autorità di vigilanza in tema di commissione di banca depositaria non è possibile fornire le consuete informazioni statistiche su tali oneri. La nuova modalità di rappresentazione, prevedendo l'indicazione della sola misura massima, non consente di identificare la modalità di calcolo adottata (cioè non è possibile capire se la commissione sia calcolata come aliquota percentuale fissa indipendentemente dall'ammontare del patrimonio del fondo, o come aliquote percentuali decrescenti al crescere del patrimonio del fondo, o secondo altre modalità) e quindi determinare le aliquote mediamente applicate. È da rilevare inoltre che l'informazione fornita dalle diverse società non è sempre omogenea, in quanto alcune di esse esplicitano la misura massima della commissione prevista per ogni fondo, mentre altre esprimono la misura massima della commissione prevista per tutti i fondi offerti.

4 Modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote

4.1 Sottoscrizione mediante versamento in un'unica soluzione (PIC)

Con riferimento alle modalità di sottoscrizione, i fondi possono essere acquistati versando in un'unica soluzione l'importo che si intende investire (cd. PIC, Piano di Investimento del Capitale) o aderendo a Piani di Accumulo del Capitale (cd. PAC). Con riguardo alla prima modalità, l'investitore, dopo aver preso contatti con i soggetti collocatori e dopo aver compilato il modulo di sottoscrizione, versa nel fondo l'importo concordato, che non deve essere inferiore a quello minimo indicato nei documenti di offerta dei fondi. In tali documenti, infatti, è precisato l'ammontare minimo che deve essere sottoscritto sia in sede di prima sottoscrizione sia per eventuali sottoscrizioni successive. Solo alcune società di gestione accettano versamenti inferiori agli importi indicati, e generalmente ciò è possibile nel caso in cui la sottoscrizione di un fondo avvenga col ricavato del disinvestimento da altro fondo gestito dalla stessa società di gestione.

Il versamento minimo iniziale richiesto mediamente dai fondi è diminuito notevolmente, segno della sempre maggiore accessibilità di tali prodotti anche per investitori che dispongano di mezzi finanziari di modesta entità. La percentuale di fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione fino a 1.500 euro è aumentata; a fine febbraio 2006, solo il 4% dei fondi (5,1% del patrimonio) richiede infatti importi superiori a 2.500 euro. Per investire in un fondo è quindi necessario disporre mediamente di 2.890 euro (5.296 euro media ponderata), circa 800 euro in meno di quanto necessitava a dicembre 2004.

Escludendo il 4% dei fondi che prevedono un importo di sottoscrizione iniziale superiore a 2.500 euro, i versamenti medi richiesti si riducono a 834 euro (593 euro media ponderata). Rispetto a dicembre 2004 la media semplice si è ridotta di 77 euro, mentre quella ponderata di 5 euro. Suddividendo i dati per categoria, gli importi iniziali mediamente più bassi sono richiesti dai fondi bilanciati (770 euro media semplice, 648 euro media ponderata), mentre quelli più alti dai fondi flessibili (931 euro media semplice, 815 euro media ponderata). Rispetto a dicembre 2004, per tutte le categorie, ad eccezione di quella dei fondi di liquidità, si sono riscontrate riduzioni della soglia di ingresso. La maggiore riduzione in termini assoluti si è registrata per i fondi bilanciati (-186 euro).

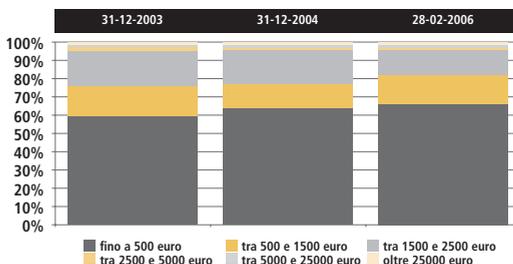


Fig 16 Importi minimi di sottoscrizione per classi di importi (sul totale)

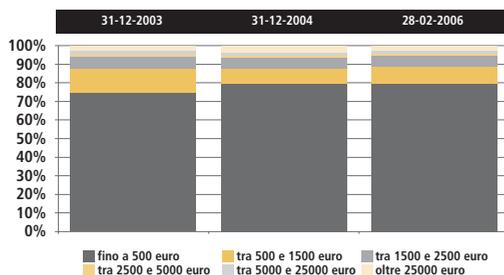


Fig 17 Importi minimi di sottoscrizione per classi di importi (sul patrimonio)

Similmente al versamento iniziale, anche l'importo minimo per le sottoscrizioni successive alla prima è diminuito. Tale importo, pari a 583 euro (502 euro in termini ponderati) si è infatti ridotto di circa 182 euro rispetto a dicembre 2004; l'importo minimo riscontrato è equivalente ad una quota, mentre quello massimo è pari a 10.000 euro.

4.2 Sottoscrizione mediante l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale (PAC)

La sottoscrizione di quote mediante l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale (PAC) è consentita dall'86,6% dei fondi analizzati (84,2% del patrimonio). Attraverso questa modalità di sottoscrizione, l'investitore si impegna a versare periodicamente (ad es. mensilmente, trimestralmente) e per un certo intervallo di tempo degli importi contenuti. In questo modo, egli accede gradualmente all'investimento in fondi senza impegnare da subito cospicue somme di denaro e minimizza così il rischio di ricerca del *market timing*, ossia del momento ottimale di ingresso nel mercato. Suddividendo i fondi per categoria si osserva che tale modalità di sottoscrizione è ammessa da oltre il 90% dei fondi azionari e da meno del 70% dei fondi di liquidità. Queste differenze sono motivate principalmente dal diverso orizzonte temporale di investimento tipico dei fondi considerati (di lungo periodo i primi, di breve i secondi).

4.3 Sottoscrizioni a distanza

La sottoscrizione di quote tramite canali alternativi, ossia attraverso tecniche di comunicazione a distanza (internet, telefono), è ammessa da oltre l'80% dei fondi (corrispondenti al 91,8% del patrimonio). Molte società di gestione hanno infatti attivato dei servizi "on line", ossia servizi che consentono all'investitore, identificato univocamente attraverso codici e password, di impartire istruzioni di sottoscrizione, nonché di rimborso e/o passaggio tra fondi. In alcuni casi la sottoscrizione a distanza comporta delle agevolazioni commissionali quali l'applicazione di aliquote commissionali ridotte sugli importi sottoscritti.

4.4 Rimborso

Al fine di rientrare in possesso del capitale investito, il partecipante può chiedere il rimborso delle quote sottoscritte in qualsiasi momento, senza necessità

di fornire alcun preavviso, rivolgendosi ai soggetti collocatori e impartendo loro istruzioni di rimborso.

La richiesta di rimborso può riguardare l'intero capitale sottoscritto o solo una parte di questo. Così come molti fondi prevedono la possibilità di accedere gradualmente all'investimento attraverso la sottoscrizione di PAC, un gran numero di essi (il 91,8% del totale, corrispondenti al 96,6% del patrimonio) consente di rientrare in possesso del capitale investito attraverso piani programmati di disinvestimento grazie ai quali l'investitore può definire a priori di essere rimborsato, a scadenze individuate, di un certo numero di quote o di un importo definito.

I piani programmati di disinvestimento sono previsti da più del 79% dei fondi flessibili e da poco più del 94% dei fondi obbligazionari.

Il 37% del totale dei fondi (più del 51% del patrimonio) offre alla propria clientela la possibilità di sottoscrivere servizi aggiuntivi. Tra i principali servizi offerti rientrano la copertura assicurativa contro il rischio di interruzione del PAC, per i casi di morte o invalidità del sottoscrittore, e la gestione della liquidità tramite il collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza del sottoscrittore e il fondo. Attraverso quest'ultimo servizio (che in alcuni casi rappresenta l'unica modalità di adesione al fondo) il correntista individua una soglia di giacenza nel conto corrente, e dà mandato alla banca di investire l'eccedenza rispetto alla soglia individuata in un fondo di investimento, o di disinvestire quote del fondo per ripristinare la giacenza qualora essa risulti inferiore di quella stabilita.

Offrono genericamente dei servizi il 45,9% dei fondi di liquidità, il 40,2% dei fondi obbligazionari, il 37,7% dei fondi azionari, il 32,4% dei fondi bilanciati e il 23,9% dei fondi flessibili.

Il servizio maggiormente offerto dai fondi di liquidità è il collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza e il fondo, mentre quello maggiormente offerto dalle altre categorie di fondi è la copertura assicurativa contro il rischio di interruzione dei PAC.

5 Servizi offerti

L'ASSETTO REGOLAMENTARE

La disciplina concernente la gestione collettiva del risparmio è in continua evoluzione, a livello tanto nazionale quanto comunitario.

Nel contesto comunitario, la direttiva 85/611/CEE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, anche nota come direttiva UCITS, ha segnato il primo passo verso l'unificazione del mercato finanziario europeo. Tale direttiva ha infatti introdotto il principio del mutuo riconoscimento degli OICVM dotati di particolari caratteristiche.

La direttiva menzionata è stata modificata dalle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, che hanno comportato modifiche di rilievo rispettivamente in ordine alla disciplina del gestore e del prodotto.

In particolare, la direttiva 2001/107/CE ha innanzitutto ampliato le possibilità operative e organizzative riconosciute alle Sgr, per un verso mediante l'estensione del novero delle attività esercitabili dalle società di gestione, comprendendo in tale ambito anche la gestione di fondi pensione, la prestazione del servizio di gestione di portafogli su base individuale, nonché l'esercizio di alcuni servizi accessori quali, segnatamente, quelli di custodia e amministrazione di strumenti finanziari e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, per altro verso tramite il riconoscimento della facoltà di delegare a terzi una o più delle proprie funzioni aziendali attraverso la stipulazione di contratti di *outsourcing*.

Tale ultima innovazione rileva, come è evidente, sotto il profilo organizzativo in quanto consente alle società di attuare un decentramento delle funzioni delegabili, eventualmente ricorrendo alle strutture del proprio gruppo di appartenenza. La direttiva ha poi riconosciuto il c.d. passaporto europeo per le società di gestione conformi alla medesima e ha introdotto il prospetto semplificato, da consegnare agli investitori prima della conclusione del contratto. Le novità contenute nella direttiva 2001/108/CE, come anticipato, attengono invece al prodotto. Precisamente, la direttiva ha consentito agli OICR armonizzati di investire il proprio patrimonio in tipologie di beni ulteriori rispetto a quelle enu-

**La normativa italiana:
i) il TUF e altri provvedimenti di rango primario**

create nella direttiva 85/611/CEE, rendendo più flessibile la definizione della politica di investimento degli OICR.

Gli orientamenti che si stanno recentemente manifestando nel contesto europeo chiedono un'armonizzazione più completa ed efficace del mercato finanziario comunitario, da realizzare per mezzo di adeguamenti normativi atti, ad esempio, a rendere più efficace il funzionamento del passaporto europeo per le società di gestione, a consentire le fusioni transfrontaliere tra OICR, indipendentemente dalla forma societaria o non dei medesimi, a semplificare il procedimento di notifica per la commercializzazione di OICR in uno Stato membro diverso da quello di origine.

In ambito nazionale, la disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio si articola in un testo fondamentale, il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, testo unico delle leggi in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, "TUF") e in una serie di provvedimenti di rango secondario emanati, in attuazione del TUF, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob, nelle materie di rispettiva competenza. Il quadro regolamentare italiano evolve anch'esso, come quello comunitario, in modo continuativo, da un lato in ragione delle esigenze di innovazione che si vanno manifestando nel mondo dell'industria, dall'altro lato al fine di seguire lo sviluppo della normativa emanata a livello europeo.

Il TUF ha rappresentato il punto di svolta per gli OICR italiani. Per mezzo del TUF è stata infatti veicolata nel nostro ordinamento una serie di importanti novità tra cui, in primo luogo, l'introduzione della società di gestione quale nuova figura di gestore caratterizzata dalla polivalenza delle attività gestorie esercitabili. Il successivo ampliamento del novero delle attività che una Sgr può svolgere ha comportato l'esigenza di modelli organizzativi più flessibili, in base ai quali, da un lato, due diverse Sgr possono ripartire *ab origine* tra di loro le funzioni afferenti l'attività di promozione e quelle concernenti l'attività di gestione e, dall'altro lato, una Sgr può affidare specifiche scelte di investimento a intermediari abilitati a prestare servizi di gestione di patrimoni.

Il d. lgs. 1° agosto 2003, n. 274 ha dato attuazione alle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE sopra richiamate, modificando ed integrando il TUF in conformità delle medesime. Tale decreto ha quindi consentito alle società di gestione del risparmio italiane di prestare i servizi di investimento indicati nelle suddette direttive nonché di delegare a terzi lo svolgimento di funzioni aziendali, anche oltre l'ambito della gestione collettiva (c.d. *outsourcing*). Sempre dal punto di vista dell'articolazione strutturale merita sottolineare l'introduzione della possibilità per le SICAV di affidare la gestione dell'intero proprio patrimonio ad una

Sgr o ad una società di gestione armonizzata (c.d. SICAV eterogestita); le SICAV che si avvalgono di tale opportunità possono presentare requisiti patrimoniali e organizzativi di minore consistenza.

Di notevole importanza risulta altresì la disciplina per l'operatività all'estero delle Sgr con o senza il c.d. "passaporto europeo" e, in maniera speculare, quella per l'operatività in Italia delle società di gestione c.d. "armonizzate" (intendendosi per tali le società di gestione con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia e autorizzata, ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio), le quali possono operare mediante aperture di succursali o in libera prestazione di servizi.

Il citato decreto 274/2003 ha poi apportato al TUF innovazioni ulteriori rispetto a quelle connesse al recepimento delle direttive europee. In tale contesto si colloca, anzitutto, la nuova opportunità per le Sgr di affidare alla banca depositaria (come esercizio di funzione propria della banca stessa) il calcolo del NAV delle quote dei fondi. In secondo luogo, viene introdotta la possibilità di istituire fondi le cui quote non siano tutte di eguale valore e non conferiscano tutte i medesimi diritti, pur ovviamente nel necessario rispetto del principio fondamentale della parità di trattamento tra i partecipanti.

Speciale menzione richiede il coordinamento della normativa recata dal TUF con la riforma del diritto societario (di cui al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), entrata in vigore il 1° gennaio 2004. A tale scopo il d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 ha introdotto nel TUF una serie di rilevanti novità tra le quali merita evidenziare:

- a) l'integrazione del novero degli strumenti finanziari, nell'ambito dei quali sono ora inclusi anche gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali previsti dal codice civile;
- b) la definizione del concetto di "partecipazioni" quale nozione comprensiva delle azioni, delle quote e degli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile;
- c) l'ampliamento dei modelli di organizzazione del governo societario eleggibili dalle società, comprese le Sgr, le quali possono scegliere oltre che il modello tradizionale (contraddistinto dalla sussistenza di due organi quali il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale) anche il modello dualistico (caratterizzato dalla presenza del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza) o quello monistico (in cui sussiste un unico organo, il consiglio di amministrazione, all'interno del quale viene costituito il comitato per il controllo sulla gestione).

A proposito di norme attinenti alla società, si evidenzia poi che, in conformità del d.

lgs. 8 giugno 2001, n. 231, recante previsioni in materia di responsabilità amministrativa delle società e delle associazioni, anche prive di personalità giuridica a norma dell'art. 11 della l. 29 settembre 2002, n. 300, Assogestioni ha elaborato un "Codice di comportamento" ai fini della prevenzione dei reati previsti dal decreto stesso, approvato dal Ministero della Giustizia nel 2004.

Si segnala, infine, a livello di normativa primaria, il d. lgs. 19 agosto 2005, n. 190 con il quale è stata recepita nell'ordinamento italiano la direttiva 2002/65/CE, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori. Tale decreto, sebbene non abbia espressamente modificato il TUF, prevale di fatto sulla normativa del testo unico in materia di riconoscimento ed esercizio del diritto di recesso nei contratti a distanza: la conclusione di contratti a distanza con soggetti qualificati come "consumatori", secondo la definizione contenuta nel medesimo decreto, non comporta il riconoscimento al consumatore-investitore di alcun diritto di recesso né di alcuna sospensiva dell'efficacia del contratto. Si evidenzia peraltro che sul punto sarebbe in ogni caso opportuno un espresso chiarimento interpretativo, se non un vero e proprio intervento normativo.

ii) i provvedimenti attuativi del TUF

I provvedimenti di rango secondario recano, come anticipato, norme di attuazione delle previsioni del TUF e rappresentano nel loro insieme un completamento della normativa primaria, della quale, pertanto, hanno seguito e seguono l'evoluzione.

Il D.M. 228/1999

Precisamente, il D.M. 24 maggio 1999, n. 228, come successivamente modificato e integrato dal D.M. 31 gennaio 2003, n. 47, contiene le norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento con riguardo ad una serie di profili afferenti la relativa disciplina e delinea le tipologie di fondi esistenti nel nostro ordinamento.

Ferma restando la fondamentale distinzione tra "fondo aperto" e "fondo chiuso", sancita dal TUF in funzione della periodicità del rimborso delle quote ai partecipanti, il citato D.M. individua alcune tipologie di fondo in relazione all'investimento tipico e alla correlativa composizione patrimoniale delle medesime. In base a tali canoni è possibile distinguere i fondi armonizzati aperti, i quali possono investire il proprio patrimonio nei beni previsti dalle direttive comunitarie, nel rispetto dei criteri e dei limiti fissati dalla normativa (comunitaria e nazionale) vigente; i fondi non armonizzati aperti, i quali si differenziano dai primi perché la relativa composizione patrimoniale non si conforma alle direttive comunitarie; i fondi mobiliari chiusi, i quali investono il proprio patrimonio in beni che presentano una minore facilità di smobilizzo rispetto a quelli in cui investono i fondi aperti, in linea con la forma chiusa propria degli stessi (i fondi mobiliari chiusi possono investire il rela-

tivo patrimonio in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato; beni immobili diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; crediti e titoli rappresentativi di crediti; altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale); i fondi immobiliari i quali, per poter essere qualificati tali, devono investire almeno i due terzi del valore complessivo del fondo in beni immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari, salva l'ipotesi di investimento in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione di crediti aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare in misura non inferiore al 20% del valore del patrimonio del fondo (sui fondi immobiliari si veda il capitolo ad essi dedicato).

Il D.M. distingue poi ulteriori tipologie di fondi in base a tratti specifici diversi dalla composizione tipica del rispettivo patrimonio. In detto ambito rientrano:

- (i) i fondi riservati, che si caratterizzano per la qualificazione dei soggetti cui è esclusivamente rivolta l'offerta delle relative quote, i quali devono appartenere alle categorie di investitori c.d. qualificati, così individuati dal menzionato D.M. 24 maggio 1999, n. 228;
- (ii) i fondi garantiti, che assicurano la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo;
- (iii) i fondi speculativi, i quali si contraddistinguono per il numero di soggetti partecipanti (non superiore alle 200 unità), nonché per l'importo minimo della quota iniziale (non inferiore a 500.000 euro).

Tutte le ulteriori tipologie di fondi appena elencate possono essere istituite in forma sia aperta sia chiusa.

La disciplina elaborata dalla Banca d'Italia comprende un ambito più vasto di quella di matrice ministeriale ed è racchiusa, principalmente, nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005 (di seguito denominato "Regolamento"), per mezzo del quale l'Autorità di vigilanza ha di recente realizzato una riorganizzazione normativa, riunendo in un unico contesto le previsioni precedentemente contenute nei regolamenti 1° luglio 1998 e 20 settembre 1999 nonché gli orientamenti già manifestati in comunicazioni su singoli argomenti.

In attuazione del TUF, il Regolamento disciplina con previsioni di dettaglio quattro macroaree:

- (i) le società di gestione del risparmio e le SICAV, con particolare riguardo a: il procedimento di autorizzazione; le partecipazioni detenibili e le attività esercitabili; le operazioni di fusione o scissione tra Sgr; i profili di adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio; il bilancio di esercizio; i partecipanti al capitale della SICAV o nelle Sgr; gli esponenti

aziendali; l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni; la vigilanza informativa e ispettiva; i prospetti contabili degli OICR;

- (ii) gli OICR, con riferimento ai quali stabilisce i criteri generali e il contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni di investimento e il relativo procedimento di approvazione; i divieti e le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio nell'esercizio dell'attività di investimento; i criteri di valutazione del patrimonio del fondo e il calcolo del valore della quota; le operazioni di fusione tra fondi; le caratteristiche dei certificati di partecipazione ai fondi comuni;
- (iii) la banca depositaria, regolando le condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria e le modalità di sub-deposito dei beni dell'OICR;
- (iv) l'operatività transfrontaliera, che comprende la disciplina sia dell'operatività all'estero delle Sgr italiane e dell'offerta all'estero di OICR italiani, sia dell'operatività in Italia delle società di gestione armonizzate e dell'offerta in Italia di parti di OICR esteri, armonizzati e non.

L'ultima parte del Regolamento è dedicata, infine, alle procedure per l'applicazione delle sanzioni amministrative.

I contenuti delle singole partizioni costituenti il Regolamento della Banca d'Italia sopra elencate sono allineati con le direttive comunitarie 2001/107/CE e 2001/108/CE (si considerino al riguardo, quali innovazioni di maggiore rilievo, le norme inerenti le attività connesse e strumentali esercitabili dalle Sgr; la nuova disciplina sulle SICAV c.d. eterogestite; l'individuazione delle condizioni e dei limiti per il conferimento di funzioni in *outsourcing*; la disciplina in materia di operatività transfrontaliera; le regole concernenti i limiti all'investimento dei fondi armonizzati; la disciplina del controllo dei rischi), nonché con il nuovo diritto societario (si menzionano in proposito l'introduzione dei modelli dualistico e monistico di amministrazione e controllo, ulteriori rispetto al modello tradizionale; l'introduzione del divieto per gli OICR di acquistare titoli di debito di società a responsabilità limitata od obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'articolo 2412, comma 2, del codice civile).

La normativa Consob

Per quanto concerne l'ambito di competenza della Consob, viene in considerazione anzitutto, in ordine cronologico, il Regolamento 1° Luglio 1998, n. 11522 (da ultimo modificato con la delibera 6 agosto 2002, n. 13710), in materia di intermediari, il quale disciplina la prestazione dei servizi di investimento e accessori nonché del servizio di gestione collettiva del risparmio, precisando i requisiti che i soggetti abilitati a prestare i suddetti servizi devono possedere

nonché gli obblighi che costoro devono osservare nell'esercizio delle proprie attività, tanto nei rapporti con la clientela, quanto a livello di organizzazione funzionale all'espletamento dei servizi in questione (organizzazione e procedure interne; obblighi di attestazione, rendicontazione e registrazione).

In secondo luogo, rileva il Regolamento 23 dicembre 1998, n. 11768 (da ultimo modificato con le delibere 23 marzo 2005, n. 14955 e 29 novembre 2005, n. 15233), di attuazione oltre che del TUF anche del d. lgs. n. 213 del 24 giugno 1998 in materia di mercati, il quale dispone circa il funzionamento dei mercati regolamentati sia dal punto di vista delle caratteristiche della società di gestione degli stessi, sia sotto il profilo operativo dei mercati in sé considerati (modalità di svolgimento delle negoziazioni, delle registrazioni e delle comunicazioni delle operazioni effettuate; disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari; normativa in materia di operazioni sospette).

Infine, il Regolamento 14 maggio 1999, n. 11971 in materia di emittenti (da ultimo modificato con le delibere 14 aprile 2005, n. 14990 e 29 novembre 2005, n. 15232, quest'ultimo attuativo della direttiva 2003/71/CE, c.d. Direttiva Prospetto) reca previsioni concernenti l'appello al pubblico risparmio, nelle due forme della sollecitazione all'investimento e delle offerte pubbliche di acquisto o scambio, nonché disposizioni afferenti gli emittenti, regolando in particolare il prospetto di quotazione, l'informazione societaria, gli assetti proprietari, l'esercizio del diritto di voto, la tutela delle minoranze, la revisione contabile e i soggetti che hanno accesso ad informazioni privilegiate.

Per quanto di primario interesse per la gestione collettiva del risparmio, il Regolamento in discorso definisce in primo luogo le regole che governano le sollecitazioni di quote o azioni di OICR in funzione delle tipologie di OICR che ne costituiscono l'oggetto e della relativa nazionalità. Queste regole disciplinano vari aspetti della sollecitazione, quali l'istruttoria che la Consob svolge in ordine al prospetto (nei casi in cui l'istruttoria stessa è richiesta), la struttura che il prospetto deve presentare, le modalità di aggiornamento del prospetto medesimo e gli obblighi informativi che gli OICR devono assolvere. L'Allegato 1B al Regolamento raccoglie gli schemi di prospetto che le diverse tipologie di OICR italiani devono prendere a modello per effettuare operazioni di sollecitazione oppure, a seconda dei casi, sollecitazione e quotazione o quotazione; l'Allegato 1H contiene lo schema di modulo di sottoscrizione e informazioni ad esso correlate che gli OICR esteri armonizzati devono utilizzare per l'offerta in Italia delle proprie quote o azioni. Tali schemi descrivono le informazioni che i prospetti e il modulo di sottoscrizione devono fornire agli investitori.

La disciplina in materia di quotazione di quote o azioni di OICR è contenuta nel Regolamento Emittenti e nelle Istruzioni di Borsa Italiana SpA. Tali provvedi-

menti stabiliscono i requisiti necessari per l'ammissione a quotazione, gli obblighi che gli emittenti devono assolvere in quanto quotati, gli strumenti ammessi e le modalità di negoziazione da osservare nei diversi segmenti di mercato. Per quanto di precipuo interesse per l'industria del risparmio gestito, nel 2001 Borsa Italiana SpA ha approvato l'istituzione di un segmento, denominato MTF, specificamente dedicato alla quotazione e alla negoziazione di OICR chiusi, di OICR aperti indicizzati, tra cui gli ETF, nonché (a partire dal 2005) delle c.d. Investment Companies. In particolare, gli ETF sono fondi comuni di investimento caratterizzati da una politica di investimento consistente nel replicare la composizione di un determinato indice di borsa e, dunque, da una gestione "passiva" delle attività. Ulteriori tratti distintivi di tali fondi sono poi l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei certificati rappresentativi delle relative quote, nonché la previsione di misure (quale, ad esempio, la presenza di un *market maker*) volte ad impedire che il corso delle quote si allontani sensibilmente dal valore netto di inventario. L'ammissione alla negoziazione delle quote dei fondi sul segmento MTF consente peraltro agli investitori di accedere ai fondi stessi mediante l'acquisto sul mercato delle rispettive quote e non attraverso l'ordinaria procedura di sottoscrizione; per i partecipanti ad un fondo chiuso ciò comporta anche la possibilità di liquidare la propria quota sul mercato senza attendere la liquidazione finale del fondo.

In aggiunta alla normativa elencata, la Deliberazione Consob del 1° aprile 2003, n. 14015 (da ultimo modificata con la Deliberazione 9 marzo 2004., n. 14462) detta disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte delle società di gestione del risparmio, dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento e degli agenti di cambio. Con questa Deliberazione la Consob ha razionalizzato e snellito gli obblighi a carico dei soggetti vigilanti ed ha semplificato la procedura di inoltro dei dati mediante la costituzione di un sistema che consente ai soggetti vigilati di adempiere a tutti gli obblighi informativi per via telematica.

Ulteriori direttive e altri provvedimenti comunitari

Come anticipato, lo sviluppo della legislazione nazionale in materia di risparmio gestito segue anche l'evoluzione della normativa comunitaria e gli orientamenti che si vanno manifestando a livello europeo. Sebbene allo stato attuale non sia possibile formulare una valutazione definitiva del processo di integrazione europea dei mercati finanziari, si osserva in linea generale come siano numerosi i passi compiuti in tale direzione. In tal senso vengono in particolare considerazione la riduzione dei tempi di lavorazione delle proposte di direttiva, mediamente inferiori rispetto al passato, e il sistematico ricorso alla consultazione del mercato quale metodo di definizione della normativa di det-

taglio, che ha condotto ad arricchire il processo legislativo con le indicazioni provenienti dalla concreta esperienza dei rappresentanti dell'industria. Entrambi questi risultati derivano dall'entrata in pieno vigore della procedura Lamfalussy, la quale si caratterizza per la suddivisione delle norme in provvedimenti di primo e secondo livello. I primi, di natura e carattere generale, consistono in direttive comunitarie adottate secondo la procedura tradizionale di co-decisione tra Parlamento europeo e Consiglio europeo; i secondi assumono invece la forma di direttive e regolamenti di attuazione, direttamente approvati dalla Commissione europea con la collaborazione del CESR e dell'ESC.

La già menzionata direttiva 85/611/CEE (c.d. UCITS), è stata inclusa entro la procedura Lamfalussy dal 2005. Da quella data il CESR ha lanciato tre consultazioni relative alla UCITS: la prima è stata volta a chiarire le tipologie di beni in cui può essere investito il patrimonio di un OICR armonizzato (consultazione in materia di *eligible assets*); la seconda ha portato alla elaborazione della Linee Guida sul regime transitorio per coordinare l'azione delle diverse autorità nazionali; la terza è volta a semplificare il procedimento di notifica per la commercializzazione di OICR in uno Stato membro diverso da quello di origine.

Assogestioni partecipa attivamente a tali consultazioni, così come alle numerose altre organizzate con riferimento all'adozione degli ulteriori provvedimenti di interesse dell'Industria del Risparmio Gestito. Tra tali provvedimenti, si segnalano i seguenti.

La direttiva 2004/39/CE, c.d. MIFID, contiene disposizioni in ordine ai mercati degli strumenti finanziari ed ha integralmente abrogato la direttiva 93/22/CE. Rispetto a tale ultima direttiva, la MIFID promuove un maggior grado di concorrenza tra i diversi sistemi di negoziazione (borse, nuovi sistemi di negoziazione [MTF] e internazionalizzazione delle esecuzioni degli ordini da parte delle imprese di investimento) e mira ad aggiornare e ordinare in maniera più sistematica le norme a tutela degli investitori.

In attuazione della procedura Lamfalussy le previsioni contenute nella MIFID rappresentano la normativa c.d. di livello 1, nel senso che la direttiva individua i principi basilari della materia che disciplina; la definizione della regolamentazione di dettaglio è affidata alla sola Commissione europea, con l'apporto del CESR (*Committee of European Securities Regulators*) e dall'ESC (*European Securities Commission*).

In particolare, riguardo agli intermediari rilevano i requisiti organizzativi dei soggetti che prestano servizi di investimento, le modalità di *outsourcing*, la gestione dei conflitti di interesse, le norme di comportamento cui essi sono tenuti nella prestazione dei servizi di investimento, con specifica attenzione alle infor-

La direttiva MIFID

La direttiva Transparency

mazioni da ottenere dal cliente e da fornire al medesimo, nonché agli obblighi di *best execution*.

Le discipline nazionali degli Stati membri dovranno essere adeguate alla nuova disciplina entro il 31 gennaio del 2007; dopo tale data è previsto un periodo supplementare fino al 1 novembre 2007, per permettere alle imprese di adeguarsi alla nuova normativa.

La direttiva 2004/109/CE attiene all'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, modificando la precedente direttiva 2001/34/CE. Precisamente, la direttiva in oggetto armonizza gli obblighi informativi che gli emittenti quotati devono rendere sia su base periodica, sia in via sistematica. Le misure previste nella citata direttiva 2004/109/CE, anche nota come direttiva Transparency, dovranno essere adottate a livello nazionale entro il 20 gennaio del 2007.

La direttiva Market Abuse

La direttiva 2003/6/CE attiene all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, conosciuta anche come direttiva Market Abuse. La direttiva in oggetto è giunta al livello 3 della procedura Lamfalussy ed è stata perciò recepita nel nostro ordinamento con apposita normativa di attuazione, la quale ha in particolare modificato il TUF, il Regolamento Emittenti 11971/99 e il Regolamento Mercati 11768/98. I menzionati provvedimenti sono stati emendati mediante l'introduzione di:

- (i) ulteriori obblighi informativi a carico degli emittenti quotati e specialmente di obblighi di comunicazione delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti;
- (ii) previsioni inerenti l'*internal dealing* e i registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate;
- (iii) divieti di manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate;
- (iv) obblighi di segnalazione delle operazioni sospette e di correttezza e trasparenza nelle ricerche.

La direttiva e il regolamento Prospecto: rinvio

La direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari modifica la direttiva 2001/34/CE, dettando una disciplina che coinvolge anche, per quanto di maggiore interesse in questa sede, gli OICR chiusi. In particolare, la direttiva regola una serie di aspetti correlati al prospetto informativo quali il formato, la validità, il procedimento di approvazione nonché le modalità di pubblicazione del medesimo, rimettendo alla Commissione il compito di adottare misure di ese-

cuzione dettagliate inerenti le informazioni specifiche che devono essere inserite nel prospetto stesso. Il regolamento CE 809/2004 reca appunto dette misure di esecuzione e, coerentemente con la propria natura, è entrato in vigore il 1° luglio 2005 senza necessità di alcun provvedimento di attuazione, nonostante la direttiva Prospetto non fosse ancora stata attuata. Tale situazione ha determinato l'esigenza di modificare il Regolamento Emittenti - nei limiti di competenza della Consob - in senso conforme alle previsioni contenute nel citato regolamento comunitario. Un più compiuto coordinamento normativo in materia si avrà con l'emanazione del decreto legislativo di esecuzione della direttiva Prospetto, fissato per il 12 luglio 2007. Per ogni ulteriore informazione di dettaglio inerente la direttiva e il regolamento in oggetto, si rinvia a quanto precisato nel capitolo relativo ai fondi immobiliari.

In materia di diritto societario si segnalano infine le raccomandazioni concernenti la remunerazione degli amministratori delle società quotate e il ruolo degli amministratori non esecutivi e dei membri degli organi di controllo delle medesime società. Nonostante sia a livello iniziale, si sottolinea altresì la presenza di una proposta di direttiva in ordine all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti, la quale ha lo scopo di facilitare l'esercizio dei diritti di voto degli azionisti in assemblea nonché di risolvere i problemi derivati dall'esercizio di tali diritti su base transfrontaliera.

Provvedimenti comunitari in materia di diritto societario

IL REGIME TRIBUTARIO DEGLI OICR

La disciplina fiscale degli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano (fondi comuni mobiliari e SICAV) e dei fondi lussemburghesi c.d. "storici" (d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461) prevede l'applicazione di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 12,50% sul risultato maturato della gestione conseguito in ciascun anno. Per gli organismi che investono in partecipazioni qualificate e che sono sottoscritti da meno di 100 partecipanti, particolari disposizioni prevedono, tuttavia, l'applicazione dell'imposta sostitutiva nella misura del 27% sul risultato maturato della gestione riferibile alle predette partecipazioni; in ogni caso, l'imposta sostitutiva si applica sempre nella misura del 12,50% se le quote sono detenute per oltre il 50% da "investitori qualificati" diversi dalle persone fisiche (banche, SIM, fondi pensione, ecc.), a prescindere dalla circostanza che il numero dei partecipanti sia inferiore a 100.

L'attuazione del principio della tassazione del risultato della gestione maturato nell'anno è avvenuta riconoscendo ai suddetti organismi di investimento del risparmio la natura di soggetti "lordisti" al momento della percezione delle plusvalenze e della maggior parte dei redditi di capitale.

In particolare, gli organismi di investimento continuano a subire le ritenute alla fonte a titolo d'imposta su quei proventi per i quali è prevista l'applicazione di una ritenuta con aliquota superiore a quella fissata per l'imposta sostitutiva sul risultato della gestione (ad esempio, interessi su obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi per i quali trova applicazione la ritenuta nella misura del 27%), nonché con riferimento a quei proventi sottoposti a ritenuta operata in forma indifferenziata da parte dell'emittente (ad esempio, interessi su titoli obbligazionari emessi da società non quotate, proventi delle cambiali finanziarie). Per questi proventi, ancorché conseguiti dall'organismo, il legislatore ha ritenuto infatti di dover conservare la tassazione della ritenuta alla fonte, salvo poi riconoscere, onde evitare una doppia imposizione dei proventi (una volta sotto forma di ritenuta ed una volta sotto forma di imposta sostitutiva sul risultato della gestione), la loro esclusione dal concorso alla formazione del risultato della gestione da sottoporre ad imposta sostitutiva.

**Fondi comuni
mobiliari e SICAV
italiani, fondi
lussemburghesi
c. d. "storici":
regime impositivo**

L'imposta sostitutiva dovuta dal fondo e calcolo del valore della quota

L'imposta sostitutiva si paga sul risultato della gestione maturato nel periodo d'imposta determinato al netto dei redditi affluenti alla gestione esenti da imposta o soggetti a ritenuta alla fonte a titolo d'imposta o ad imposta sostitutiva. Più specificatamente, la base imponibile (ossia il risultato della gestione) è costituita dalla differenza tra il patrimonio netto del fondo rilevato dal prospetto relativo all'ultimo giorno dell'anno (aumentato dell'imposta sostitutiva accantonata, dei proventi distribuiti e delle somme rimborsate) ed il patrimonio netto all'inizio dell'anno (aumentato delle sottoscrizioni, dei proventi esenti, dei proventi soggetti a ritenuta nonché dei proventi e delle perdite derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposta sostitutiva).

Per una corretta determinazione del valore unitario delle quote, la Sgr deve calcolare quotidianamente il risultato della gestione e applicare la relativa imposta. In altri termini, ogni giorno deve essere verificato l'incremento del patrimonio del fondo derivante dalle diverse componenti reddituali; su tale incremento deve essere applicata l'imposta sostitutiva che è contestualmente accantonata in apposita voce del passivo. In questo modo il valore della quota, che è pubblicato sui quotidiani, esprime un valore al netto delle imposte che sono pagate interamente dal fondo attraverso la Sgr. A fine esercizio, l'ammontare complessivo dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo costituisce il debito d'imposta che la Sgr deve versare all'Erario in unica soluzione o in un numero massimo di undici rate a partire dal 16 del mese di febbraio dell'anno successivo.

Se, invece, per effetto delle operazioni di gestione, il risultato del fondo è negativo, e cioè si è verificato un decremento del valore del patrimonio rispetto a quello rilevato all'inizio del periodo d'imposta, tale risultato negativo - anch'esso determinato con la stessa periodicità con cui si procede al calcolo del valore della quota - è computato, senza limiti temporali, in diminuzione dei risultati di gestione positivi successivamente conseguiti. In altri termini, sorge in capo al fondo un diritto a pagare in futuro meno imposte sui successivi incrementi patrimoniali. Tale diritto è nella sostanza un risparmio d'imposta pari al 12,50% del risultato negativo di gestione.

Ciò comporta - da un punto di vista operativo - che, a fronte del risultato negativo via via conseguito, la Sgr accredita giornalmente al fondo un importo pari al 12,50% del risultato negativo. Tale somma va a diminuire il debito dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo del fondo ovvero ad aumentare il valore del credito rilevato nell'attivo (e quindi determina un maggior valore della quota per il partecipante).

Il risultato negativo di gestione conseguito dal fondo in un periodo d'imposta è computato, senza limiti temporali, in diminuzione dai risultati positivi maturati

nei successivi periodi d'imposta per l'intero importo che trova in essi capienza. Detto risultato negativo potrà essere altresì utilizzato, in tutto o in parte, in diminuzione dei risultati positivi conseguiti da altri fondi gestiti dalla medesima Sgr, accreditando una somma di pari ammontare a favore del fondo "*minusvalente*". In tale ipotesi, l'importo da accreditare al fondo "*minusvalente*" dovrà essere prelevato dall'imposta sostitutiva dovuta da uno o più fondi "*plusvalenti*" gestiti dalla Sgr che hanno registrato rendimenti positivi e quindi debiti di imposta. Pertanto, la Sgr dovrà versare all'Erario, a partire dal 16 febbraio dell'anno successivo (in unica soluzione o ratealmente), soltanto la differenza tra l'ammontare delle imposte complessivamente dovute dai fondi che hanno conseguito un risultato positivo e l'ammontare delle somme accreditate ai fondi che hanno conseguito un risultato negativo.

Le suddette modalità di determinazione del risultato di gestione (e quindi del valore della quota), nonché le condizioni e i termini di pagamento dell'imposta sostitutiva da versare si applicano anche alle SICAV italiane e ai fondi lussemburghesi "*storici*".

Particolari disposizioni regolano l'individuazione della nozione di provento di capitale derivante dalla partecipazione ad un OICR (cfr. art. 45, comma 4-*bis*, del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917-TUIR). In sintesi, il provento di capitale è dato dalla differenza tra il valore delle quote o azioni rilevato dal prospetto (e pubblicato sui quotidiani) alla data di distribuzione, riscatto o cessione e il valore rilevato alla data di sottoscrizione o acquisto.

In riferimento a tali proventi, la normativa prevede un differente regime tributario a seconda che gli stessi siano conseguiti o meno nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale.

Più precisamente, i proventi conseguiti dai soggetti non esercenti attività d'impresa commerciale (persone fisiche, enti non commerciali, società semplici) sono esclusi da imposizione (perché il fondo ha già pagato tutte le imposte), mentre quelli conseguiti dagli imprenditori (società commerciali, imprenditori individuali) sono imponibili soltanto al momento della loro percezione. Tuttavia, in tale ultimo caso, per evitare una doppia imposizione dei proventi, è riconosciuto un credito d'imposta pari al 15% o al 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto ad imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%. Tale credito d'imposta concorre a formare la base imponibile dell'imposta personale (IRPEF o IRES) ed è successivamente detratto dall'imposta dovuta; il credito d'imposta non rileva, invece, ai fini IRAP. Peraltro, tali disposizioni trovano applicazione limitatamente alla parte di provento corrispondente all'incremento di valore della quota o azione rilevato dai

Regime tributario dei proventi percepiti dai partecipanti

prospetti periodici relativi alla data di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni e alla data di distribuzione dei proventi, riscatto o cessione delle quote o azioni stesse. Se il provento conseguito eccede quello corrispondente all'incremento di valore della quota o azione (ciò si verifica quando le quote o azioni sono acquistate o vendute a prezzi diversi da quelli di prospetto), tale eccedenza costituisce reddito diverso (cfr. art. 67, comma 1, lett. c-ter), del TUIR ovvero reddito d'impresa se conseguito nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale (su tale eccedenza non spetta quindi il credito d'imposta).

Il reddito diverso (plusvalenza) realizzato dal partecipante è sottoposto ad una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 12,50%. L'applicazione di tale imposta sostitutiva può avvenire in sede di dichiarazione dei redditi oppure può essere operata dall'intermediario finanziario che regola le operazioni di cessione o rimborso, ma a condizione che il contribuente abbia optato per il regime del risparmio amministrato. Se invece le quote o azioni sono oggetto di una gestione individuale di patrimoni per la quale trovano applicazione le disposizioni sul risparmio gestito, la plusvalenza conseguita concorre a formare il risultato della gestione. Qualora attraverso la partecipazione ad un OICR di diritto italiano o lussemburghese "storico" sia conseguita una minusvalenza, il partecipante dovrà stabilire per quale parte tale minusvalenza derivi dalla partecipazione all'OICR e per quale parte derivi, invece, dalla negoziazione. Tale distinzione si rende necessaria in quanto le minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad un OICR non possono ritenersi deducibili dalle plusvalenze e dagli altri redditi conseguiti dal partecipante, essendo già deducibili nella determinazione del risultato maturato di gestione del fondo. Eventuali commissioni pagate dai sottoscrittori (ad esempio, commissioni di sottoscrizione o rimborso) costituiscono reddito diverso di natura finanziaria (minusvalenze) e possono essere dedotte dalle plusvalenze realizzate dal contribuente.

Proventi percepiti da soggetti non residenti

La legge prevede specifiche disposizioni per i proventi conseguiti da soggetti non residenti che acquistano quote di OICR di diritto italiano o di fondi lussemburghesi "storici". Queste disposizioni tuttavia riguardano principalmente i soggetti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del d.lgs. 1° aprile 1996, n. 239, ossia coloro che risiedono in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni (Paesi individuati dal d.m. 4 settembre 1996 e successive modificazioni, c.d. "white list"), nonché agli "investitori istituzionali" esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni, agli enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, alle

Banche centrali o agli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

In particolare, i soggetti non residenti possono conseguire i proventi di capitale derivanti dell'investimento in fondi comuni al lordo dell'imposta sostitutiva attraverso due strade distinte:

- a) conseguono dal fondo i proventi al netto dell'imposta sostitutiva dovuta dal fondo e ricevono una somma corrispondente al 15% dei proventi erogati dal fondo (o dalla SICAV) che ha pagato l'imposta sostitutiva;
- b) sottoscrivono fondi italiani specificamente dedicati a soggetti non residenti che non sono sottoposti ad imposta sostitutiva sul risultato della gestione.

Per quanto concerne invece i redditi diversi (plusvalenze e minusvalenze) conseguiti da soggetti non residenti attraverso la partecipazione ad un OICR di diritto italiano o ad un fondo lussemburghese "storico", se ne dovrà valutare l'imponibilità sulla base dei principi di territorialità sanciti dall'art. 23, comma 1, lett. f), del TUIR, delle disposizioni di esenzione di cui all'art. 5, comma 5, del d.lgs. n. 461 del 1997, nonché delle norme convenzionali.

L'imposta di successione e donazione non è più dovuta per i trasferimenti di quote o azioni di partecipazione a fondi comuni o SICAV verificatesi successivamente alla data del 25 ottobre 2001. In caso di donazione, tuttavia, qualora il donatario non sia legato al donante da un rapporto di coniugio, di discendenza in linea retta o di parentela entro il quarto grado e il valore delle quote o azioni donate ecceda euro 180.759,91 si applicano le imposte sui trasferimenti.

Le imprese commerciali (imprenditori individuali e società) che sottoscrivono o riscattano quote di fondi comuni (o azioni di SICAV) devono rilevare le operazioni nella contabilità prevista ai fini delle imposte sui redditi ma non devono effettuare alcuna annotazione nella contabilità prevista in materia di IVA dal d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633. Le operazioni di sottoscrizione e rimborso di quote di fondi comuni di investimento, alla stregua delle altre operazioni di sottoscrizione e rimborso di titoli (obbligazioni, titoli di Stato, ecc.), non devono essere fatturate in quanto sono considerate operazioni fuori campo di applicazione dell'IVA.

Dall'investimento in fondi comuni mobiliari e SICAV di diritto estero il partecipante può conseguire sia redditi di capitale sia redditi diversi. In particolare, i redditi di capitale sono quelli direttamente riferibili all'incremento di patrimonio rilevato in capo all'organismo di investimento estero. Vi rientrano, per-

L'imposta di successione e donazione

Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

Fondi comuni di investimento mobiliare e SICAV di diritto estero

tanto, sia i proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento (c.d. proventi periodici) sia quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto o di cessione delle quote o azioni e il valore medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni (cfr. art. 10-ter, comma 1, della legge 23 marzo 1983, n. 77).

Il regime tributario applicabile ai suddetti proventi assume aspetti diversi in relazione alla natura dell'organismo di investimento estero in cui l'investimento è stato effettuato.

In particolare, i proventi relativi a quote o azioni di OICR esteri "armonizzati" (e cioè conformi alle direttive CEE) commercializzati nel territorio dello Stato sono assoggettati a ritenuta del 12,50% a cura dell'intermediario residente incaricato del pagamento dei proventi medesimi, oppure del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni collocate in Italia. La ritenuta è a titolo d'imposta se i proventi non sono relativi a quote o azioni appartenenti ad imprese commerciali (ad esempio, persone fisiche ed enti non commerciali) mentre è a titolo d'acconto in tutti gli altri casi (ad esempio, per le società di capitali).

Per quanto riguarda invece i proventi derivanti dall'investimento in OICR esteri "non armonizzati" (cioè, diversi da quelli conformi alle direttive CEE), la ritenuta del 12,50% è sempre a titolo d'acconto, a prescindere dalla natura del percettore (persona fisica, impresa individuale o collettiva).

Qualora i proventi siano conseguiti direttamente all'estero senza, quindi, applicazione della ritenuta, essi devono essere sempre indicati dal contribuente nella dichiarazione annuale dei redditi e scontano le imposte secondo i regimi propri. In particolare, per quanto concerne i proventi percepiti al di fuori dell'esercizio di attività d'impresa commerciale:

- a) tassazione separata (quadro RM del modello UNICO), con aliquota del 12,50%, se si tratta di proventi relativi a organismi conformi alle direttive CEE;
- b) tassazione ordinaria (quadro RI del modello UNICO), se si tratta di proventi relativi a organismi non conformi alle direttive CEE.

Costituiscono, invece, redditi diversi i differenziali positivi o negativi derivanti dalla cessione delle quote o azioni (al netto dei proventi di capitale *pro tempore maturati*) e le perdite di partecipazione direttamente riferibili al decremento di patrimonio rilevato in capo all'organismo di investimento estero (ossia i differenziali negativi rilevati confrontando l'importo affidato in gestione con quello ottenuto attraverso il riscatto delle quote o azioni); tali redditi sono soggetti ad imposizione secondo le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).

Anche per i proventi derivanti dall'investimento in OICR di diritto estero vale la

regola prevista per i fondi italiani sulla deducibilità delle commissioni di sottoscrizione e rimborso.

La Borsa Italiana SpA ha lanciato un nuovo segmento, denominato Mercato Telematico Fondi (MTF), al fine di consentire la quotazione e negoziazione di OICR aperti "indicizzati" sia italiani sia esteri tra i quali, oltre ai fondi comuni mobiliari e alle SICAV tradizionali, sono ricompresi anche i cosiddetti ETF (*Exchange-Traded Funds*). La creazione di un mercato secondario per le quote o azioni degli organismi di investimento collettivo del risparmio in questione non implica, comunque, un regime fiscale diverso rispetto a quello previsto per i fondi comuni e le SICAV non negoziati. Il regime tributario applicabile agli OICR di diritto italiano negoziati nel mercato MTF è infatti quello previsto per i fondi comuni mobiliari e le SICAV italiani di cui si è detto in precedenza sia per quanto riguarda il regime del fondo sia per quanto attiene al regime dei proventi percepiti dai partecipanti. Per i proventi derivanti dall'investimento in OICR di diritto estero (compresi gli ETF) trova invece applicazione la disciplina disposta per i fondi comuni mobiliari e le SICAV esteri che, come evidenziato nel precedente paragrafo, è differente a seconda che si tratti di OICR esteri "armonizzati" o di OICR esteri "non armonizzati".

**OICR aperti
"indicizzati"
italiani ed esteri
negoziati nel
Mercato Telematico
Fondi (MTF)**

OICR DI DIRITTO ITALIANO E FONDI LUSSEMBURGHESI "STORICI"

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Treatmento fiscale	Tutte le imposte sono prelevate in capo al fondo. I redditi di capitale conseguiti dai sottoscrittori che non esercitano attività d'impresa non sono imponibili (*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione del reddito di capitale nel modello UNICO	No	No
<p>(*) Se le quote degli OICR sono sottoscritte nell'esercizio di una attività d'impresa commerciale, i redditi di capitale sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti; per evitare la doppia imposizione sui proventi (che potrebbe avvenire perché il fondo eroga proventi al netto delle ritenute e delle imposte subite) è riconosciuto un credito d'imposta del 15% o del 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto a imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%. Il credito d'imposta concorre alla formazione della base imponibile ed è scomputato dall'imposta personale dovuta; il credito d'imposta non rileva ai fini IRAP.</p>		

OICR ESTERI "NON ARMONIZZATI"

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Treatmento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del pagamento dei proventi del riacquisto o della negoziazione delle quote preleva una ritenuta del 12,50% sui proventi periodici e sui redditi di capitale compresi nella differenza tra il valore di riscatto (o vendita) ed il costo medio di sottoscrizione (o acquisto) delle quote (*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione dei redditi di capitale nel modello UNICO	Si, nel quadro RI	Si
<p>(*) La ritenuta è sempre a titolo d'acconto.</p>		

OICR ESTERI "ARMONIZZATI" COLLOCATI IN ITALIA

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Trattamento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del pagamento dei proventi del riacquisto o della negoziazione delle quote preleva una ritenuta del 12,50% sui proventi periodici e sui redditi di capitale compresi nella differenza tra il prezzo di riscatto (o vendita) ed il costo medio ponderato di sottoscrizione (o acquisto) delle quote (*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione dei redditi di capitale nel modello UNICO	No, ma soltanto se il reddito di capitale è stato assoggettato a ritenuta, altrimenti deve essere inserito nella dichiarazione dei redditi nel quadro RM.	Come i fondi

(*) La ritenuta è a titolo d'acconto per i proventi delle quote o azioni relative all'attività d'impresa commerciale; è a titolo d'imposta in ogni altro caso.

GLI HEDGE FUND

Come risulta dal decreto del ministero dell'economia e delle finanze n. 47/2003, l'articolo 16 del d.m. n. 228/99 consente alle società di gestione del risparmio di istituire una particolare tipologia di fondi comuni d'investimento, i fondi speculativi, che si caratterizzano rispetto ai fondi ordinari per poter:

- (i) investire il patrimonio in beni anche diversi da quelli nei quali può essere investito il patrimonio della generalità dei fondi;
- (ii) investire il patrimonio "in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia" (ad esempio effettuare vendite allo scoperto).

Il decreto n. 256 del 14 ottobre 2005 ha integrato il suddetto d.m. 228/1999, consentendo ai fondi speculativi, che investano esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari (i "fondi speculativi immobiliari"), di derogare ai limiti previsti per i fondi immobiliari in materia di assunzione di prestiti. In particolare, i fondi speculativi immobiliari - qualificabili come tali quando presentano una composizione patrimoniale identica a quella tipica minima obbligatoria prevista per i fondi immobiliari - non sono tenuti a rispettare il limite all'indebitamento massimo del 60% del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e quello del 20% degli altri beni, applicabili ai fondi immobiliari.

A fronte dell'estrema libertà nella definizione delle politiche di investimento riconosciuta ai gestori dei fondi speculativi, l'articolo 16 del d.m. 228/99 prevede un particolare regime per quanto attiene la sottoscrizione e la circolazione delle quote di partecipazione al fondo, da un lato, e la formulazione del regolamento di gestione del fondo dall'altro. In particolare:

- i fondi speculativi devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno 500.000 Euro e un numero di partecipanti non superiore a 200 unità;
- le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento e non possono essere frazionate in nessun caso;
- il regolamento di gestione del fondo deve "menzionare la rischiosità del-

**Cosa sono
i fondi speculativi**

I

l'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia".

Riguardo all'operatività dei fondi speculativi, generalmente è previsto il calcolo della quota mensile e si effettuano sottoscrizioni e rimborsi con la medesima frequenza. Alcuni fondi, come ad esempio i fondi di fondi speculativi, prevedono rimborsi trimestrali per tener conto delle possibili complicazioni operative connesse al disinvestimento dai fondi target. Altri fondi, in particolare alcuni con strategie "pure", prevedono invece una valorizzazione settimanale.

Con riferimento ai costi di gestione, la maggioranza dei fondi speculativi applica la regola del 2+10: cioè il fondo riconosce alla Sgr una commissione fissa del 2% annuo sul valore del fondo più una commissione aggiuntiva pari al 10% del risultato di gestione (positivo). Quasi tutti i fondi adottano il meccanismo dell'*high water mark*: la commissione aggiuntiva viene prelevata solo se il valore del fondo è superiore a quello massimo storico raggiunto dal fondo stesso. Al di là di tale disciplina specifica, ai fondi speculativi si applicano le regole di funzionamento (ad esempio la previsione di una banca depositaria) e di comportamento previste per i fondi ordinari.

Chi può istituire i fondi speculativi

La disciplina dei fondi speculativi si differenzia in modo particolare da quella dei fondi ordinari in forza dell'obbligo di costituire, per la gestione di tali fondi, una apposita società di gestione del risparmio (la cosiddetta Sgr speculativa). Il Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio prevede infatti che i fondi speculativi possano essere istituiti o gestiti soltanto da società di gestione del risparmio, che abbiano ad oggetto esclusivo l'istituzione e la gestione di fondi speculativi. L'operatività delle Sgr speculative può comprendere anche, oltre alla suddetta attività di istituzione e gestione di fondi speculativi, quelle consistenti nella prestazione di attività di consulenza e del servizio di gestione su base individuale dei patrimoni facenti capo a investitori istituzionali, con tecniche analoghe a quelle utilizzate per l'investimento dei patrimoni dei fondi speculativi, purché tali patrimoni non facciano capo a persone fisiche.

Il prime broker

Alla stregua degli hedge fund di diritto internazionale, i fondi speculativi di diritto italiano possono ricorrere per le proprie esigenze di finanziamento a un soggetto specializzato, il *prime broker*, la cui attività consiste nell'offerta di un complesso di servizi integrati (finanziamenti, prestito titoli, servizi di custodia, supporto informatico, calcolo del valore della quota, ecc). Considerata la particolare rilevanza che assume il ruolo del *prime broker* la Banca d'Italia richiede

che esso sia un primario intermediario, sottoposto a forme adeguate di vigilanza prudenziale e dotato di un elevato standing e di provata esperienza nel settore. Nel caso di garanzie rilasciate dal fondo al *prime broker* a fronte dei finanziamenti ricevuti, che comportino il trasferimento ad esso stesso della titolarità dei beni costituiti in garanzia, la Banca d'Italia richiede alle Sgr di assicurare attraverso opportuni meccanismi contrattuali:

- (i) che il valore dei beni costituiti in garanzia - determinato facendo riferimento ai prezzi di mercato - non superi, se non in misura limitata, l'importo del finanziamento ricevuto;
- (ii) la facoltà incondizionata di chiudere la posizione - ottenendo quindi la restituzione immediata delle garanzie dietro estinzione anticipata del prestito, anche prima della scadenza - al verificarsi di eventi, riguardanti il finanziatore, che pongano in pericolo la restituzione delle garanzie del fondo (clausola di *set off* del contratto).

I fondi speculativi di diritto italiano che investono il proprio patrimonio esclusivamente in strumenti finanziari sono soggetti al medesimo regime fiscale previsto per gli OICR italiani e i fondi lussemburghesi c.d. "*storici*". Infatti, come riconosciuto dalla stessa Amministrazione finanziaria, le disposizioni in tema di imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione e di tassazione dei proventi percepiti dai partecipanti trovano applicazione, in via generale, nei confronti di tutti i fondi che investono il proprio patrimonio esclusivamente in strumenti finanziari, a prescindere dalla loro politica di investimento. Si rinvia pertanto alle considerazioni svolte nel precedente capitolo 7.

Per i proventi derivanti dall'investimento in fondi speculativi mobiliari di diritto estero trova invece applicazione la disciplina disposta per i proventi relativi a quote o azioni di OICR esteri "non armonizzati", come illustrata nel precedente capitolo 7.

Il regime tributario dei fondi speculativi

	Numero di fondi	Patrimonio mln euro	Conc. %
1 PIONEER INVESTMENTS - Gr. UNICREDITO IT.	30	3.238,80	16,39%
PIONEER ALTERNATIVE INV. MANAGEMENT LTD	10	1.824,30	9,23%
PIONEER ALTERNATIVE INV. SGRpa	20	1.414,50	7,16%
2 KAIROS PARTNERS	15	2.938,00	14,86%
KAIROS ALTERNATIVE INVESTMENT SGR	14	1.720,00	8,70%
KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LTD (UK)	1	1.218,10	6,16%
3 BANCA ESPERIA	18	2.465,90	12,47%
DUEMME HEDGE SGR SPA	17	2.456,70	12,43%
DUEMME INTERNATIONAL MULTIFUNDS LTD	1	9,2	0,05%
4 CREDIT AGRICOLE AM	10	1.602,70	8,11%
CREDIT AGRICOLE AIPG SGR	10	1.602,70	8,11%
5 BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	9	1.528,50	7,73%
ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR SpA	9	1.528,50	7,73%
6 GRUPPO INTESA	16	1.340,80	6,78%
NEXTRA ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR	16	1.340,80	6,78%

7 MONTE DEI PASCHI DI SIENA	6	1.281,10	6,48%	72,83
MPS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SPA	6	1.281,10	6,48%	
8 ERSEL	9	1.244,80	6,30%	79,13
ERSEL HEDGE SGR	9	1.244,80	6,30%	
9 HEDGE INVEST	7	596,00	3,02%	82,14
HEDGE INVEST SGR	7	596,00	3,02%	
10 BANCA POPOLARE ITALIANA	6	560,00	2,83%	84,97
BIPITALIA ALTERNATIVE INVESTMENT SGR	5	460,10	2,33%	
BIPIELLE INTERNATIONAL (UK) LTD	1	99,90	0,51%	
11 SANPAOLO - IMI	6	453,90	2,30%	87,27
SANPAOLO ASSET MANAGEMENT	4	269,50	1,36%	
SANPAOLO IMI ALTERNATIVE INV. SGR SpA (SpAI)	4	269,50	1,36%	
BANCA FIDEURAM	2	184,40	0,93%	
SpAI FIDEURAM ALTERNATIVE FUND DEFENSIVE	2	184,40	0,93%	
12 BANCA DEL CERESIO	2	388,40	1,97%	89,23
GLOBAL SELECTION SGR	2	388,40	1,97%	
13 GRUPPO BIPIEMME	4	330,60	1,67%	90,91
AKROS HFR ALTERNATIVE INV. SGR	4	330,60	1,67%	
14 BANCA LOMBARDA	2	297,80	1,51%	92,41
CAPITALGEST ALTERNATIVE INVESTMENTS	2	297,80	1,51%	
15 PRIVATE WEALTH MANAGEMENT	5	253,50	1,28%	93,7
PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR SPA	5	253,50	1,28%	
16 CREDITO EMILIANO	2	200,40	1,01%	94,71
EUROMOBILIARE ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR	2	200,40	1,01%	
17 GRUPPO BANCA INTERMOBILIARE	3	175,20	0,89%	95,6
BANCA INTERMOBILIARE	3	175,20	0,89%	
BIM ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SPA	3	175,20	0,89%	
18 LE ASSICURAZIONI GENERALI	3	172,90	0,87%	96,47
GENERALI INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR	3	172,90	0,87%	
19 GRUPPO MEDIOLANUM	2	143,40	0,73%	97,2
MEDIOLANUM INTERNATIONAL FUNDS LTD	2	143,40	0,73%	
20 UBS	1	138,40	0,70%	97,9
UBS ALTERNATIVE INVESTMENTS (ITALIA) SGR SPA	1	138,40	0,70%	
21 FINECO - GRUPPO BANCARIO CAPITALIA	1	138,30	0,70%	98,6
FIN.ECO INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR S.p.A.	1	138,30	0,70%	
22 ALBERTINI	5	115,70	0,59%	99,18
ALBERTINI SYZ INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR SPA	5	115,70	0,59%	
23 GRUPPO AZIMUT	1	106,60	0,54%	99,72
AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT SGR	1	106,60	0,54%	
24 DEUTSCHE BANK	1	29,90	0,15%	99,87
DWS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SpA	1	29,90	0,15%	
25 PFM	2	15,30	0,08%	99,95
ZENIT ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR	2	15,30	0,08%	
26 FINANZIARIA INTERNAZIONALE	1	10,00	0,05%	100,00%
FINANZIARIA INTERNAZIONALE ALT. INV. SGR	1	10,00	0,05%	
TOTALE	167	19.766,90	100,00%	100,00%

Tab 1 Numero di fondi e patrimonio delle società promotrici di fondi hedge

IL RISPARMIO GESTITO NELLO SCENARIO INTERNAZIONALE

L'industria europea dei fondi comuni è costituita dall'insieme dei fondi comuni cosiddetti armonizzati, ovvero conformi alla direttiva CEE 85/611 che stabilisce caratteristiche, limiti di investimento e modalità di gestione, e dai fondi comuni non armonizzati, regolamentati a livello nazionale. I dati di seguito presentati sono principalmente forniti dalla federazione europea dei gestori di fondi d'investimento (www.efama.org) che raccoglie tutte le associazioni nazionali di gestori di fondi. Il totale del patrimonio gestito dai fondi comuni europei ha superato nel 2005 i 6,5 mila miliardi di euro, continuando così il trend positivo dell'ultimo periodo con un incremento medio annuo di oltre il 10%. La quota dei fondi armonizzati, pari al 78,7%, conferma il ruolo preponderante assunto negli anni dai fondi destinati alla circolazione a livello europeo.

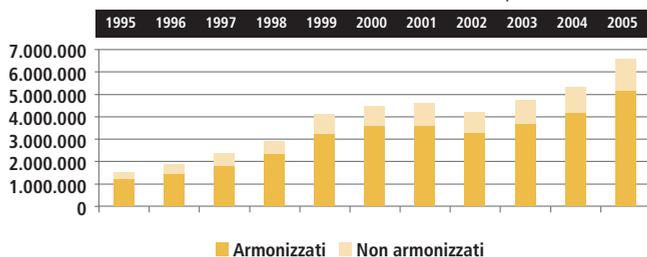


Fig 1 Evoluzione del patrimonio dei fondi comuni in Europa (mil euro)

Osservando i dati relativi ai singoli paesi si nota come i prodotti non armonizzati svolgano un ruolo molto significativo in Germania (oltre il 70% dei prodotti

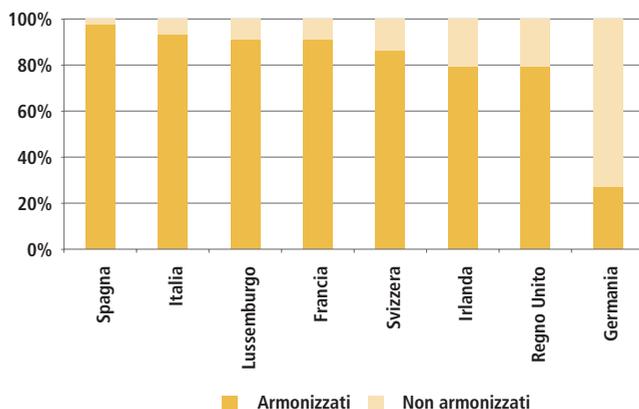


Fig 2 Patrimonio investito in fondi armonizzati e non armonizzati - confronto tra i principali paesi europei

1 Evoluzione dell'industria europea dei fondi armonizzati

offerta); questi prodotti rappresentano una quota rilevante anche nel Regno Unito, in Irlanda e in Svizzera, mentre sono presenti soltanto in modo marginale negli altri principali mercati europei.

Sono oltre 30 mila i fondi comuni d'investimento armonizzati offerti dai paesi europei a fine dicembre 2005. Il patrimonio raccolto ha superato il valore complessivo di 5 mila miliardi di euro, crescendo rispetto al 2004 di oltre il 20%. Tale crescita è da attribuire per i 3/5 alla rivalutazione dei titoli componenti il portafoglio dei fondi comuni e per i 2/5 alla raccolta confluita al sistema. I sottoscrittori europei hanno infatti acquistato quote di fondi per oltre 377 miliardi di euro, valore quasi doppio a quello registrato nel 2004, confermando in questo modo la fiducia verso questa tipologia di investimento.

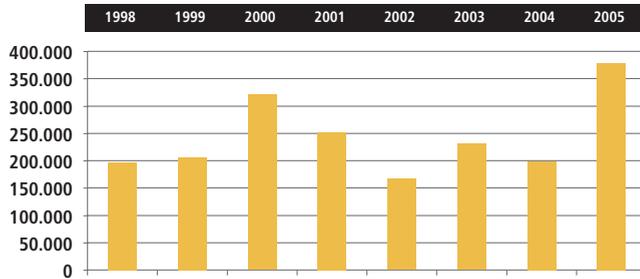


Fig 3 Andamento raccolta nei principali paesi europei (mln euro)

I fondi azionari, in particolare, sono i fondi maggiormente prescelti; questi prodotti, similmente a quanto era già avvenuto nel 2004, hanno avuto in termini assoluti la raccolta più alta nel corso del 2005; in questa categoria sono infatti confluiti 122 miliardi di euro. È comunque stata positiva anche la raccolta di tutte le altre tipologie di fondi: fondi obbligazionari (103 miliardi), altri fondi (75 miliardi), fondi bilanciati (61 miliardi) e fondi di liquidità (17 miliardi). La raccolta confluita in questi ultimi prodotti, ancorché bassa rispetto a quella delle altre categorie, mostra un dato in controtendenza rispetto agli anni scorsi: nel 2005 la raccolta è infatti ripresa interrompendo il trend decrescente iniziato dopo l'apice raggiunto dalla categoria nel 2001 (anno in cui i fondi di liquidità avevano raccolto oltre 105 miliardi di euro).

Grazie alle scelte dei sottoscrittori e all'andamento positivo dei mercati finanziari, il peso dei fondi azionari nell'industria è aumentato di 4 punti percentuali nel 2005, arrivando a rappresentare quasi il 40% del sistema. Rimane stabile il peso dei fondi bilanciati, pari al 13,7%, mentre diminuisce di converso quello dei fondi obbligazionari (25,7%) e monetari (18,2%).

2 Le realtà nazionali

Il forte sviluppo dei fondi dislocati in Lussemburgo e in Irlanda, paesi che tuttavia offrono generalmente solo la sede amministrativa, rendono complessa

l'analisi dell'andamento dei fondi comuni nelle singole realtà nazionali, soprattutto per quei paesi quali, ad esempio Svizzera, Germania, Italia e Regno Unito, dove il risparmio non confluisce più nei soli prodotti nazionali. Il patrimonio dei fondi di diritto lussemburghese è infatti cresciuto del 25% nel corso dell'ultimo anno, anche grazie ad una raccolta di 236 miliardi di euro (pari ad oltre il 60% della raccolta europea), mentre i principali paesi europei sono cresciuti con quote normalmente comprese tra il 4 e il 10%.

È importante quindi porre particolare cautela alle analisi nazionali, dato che i semplici posizionamenti delle diverse nazioni cambiano:

- se si guarda alle masse amministrate nei soli fondi armonizzati, il Lussemburgo con 1.387 miliardi di euro si colloca al primo posto, la Francia con 1.155 miliardi di euro è al secondo posto, il Regno Unito con 503 miliardi di euro si colloca al terzo posto. Successivamente si posizionano Irlanda (463 miliardi) e Italia (382 miliardi);
- se si considerano solo i fondi armonizzati e la residenza degli investitori, l'Italia sale al terzo posto, dopo Francia e Regno Unito;
- se si amplia l'analisi considerando anche i fondi non armonizzati oltre che la residenza degli investitori, l'Italia si colloca al quarto posto dopo Francia, Germania e Regno Unito.

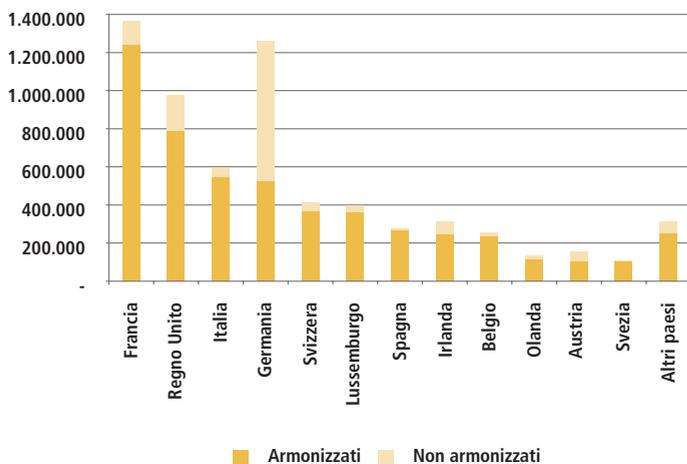


Fig 4 Patrimonio per paese (la quota rappresentata dai fondi lussemburghesi e irlandesi è stata suddivisa per paese di promozione) (mln euro)

Il fattore "estero" è conosciuto nel mercato italiano dove i fondi armonizzati hanno avuto riscatti per circa il 4% del loro patrimonio, mentre se venissero considerati anche i flussi di raccolta confluiti nei fondi domiciliati all'estero (principalmente in Lussemburgo e in Irlanda) la raccolta diventa positiva e pari al 4,1% del patrimonio.

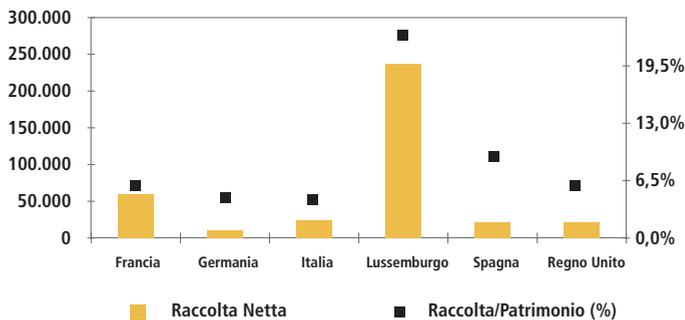


Fig 5 Raccolta nei principali paesi europei (min euro)

L'allocazione degli investimenti tra le categorie di fondi riflette le diverse caratteristiche nei mercati nazionali: alla media europea che vede l'investimento nei fondi azionari pesare per quasi il 40% degli investimenti, si contrappongono i paesi del Nord con investimenti medi superiori al 50%, e quelli degli altri paesi che prediligono invece fondi obbligazionari e di liquidità.

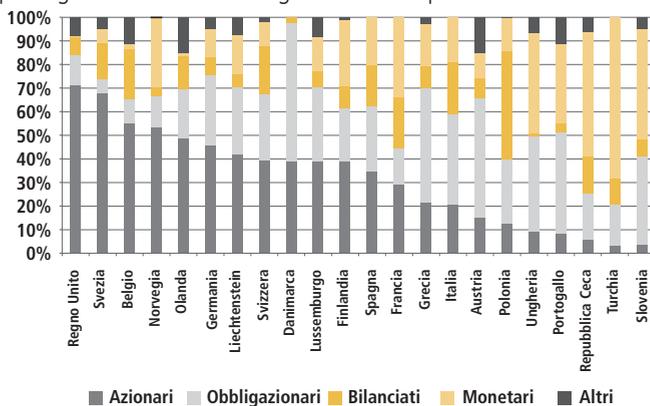


Fig 6 Asset allocation Europa 2005

L'asset allocation dell'industria europea ha visto, dal 2002, un costante incremento del peso dei fondi azionari all'interno del portafoglio delle famiglie europee, con un'accelerazione nel corso del 2005. Anche nei singoli paesi tale situazione si ripropone, ad eccezione del Regno Unito e dell'Italia: nel Regno Unito si è assistito ad un decremento della componente azionaria, sebbene la

	Azionari			Bilanciati			Obbligazionari			Monetari		
	2002	2004	2005	2002	2004	2005	2002	2004	2005	2002	2004	2005
Regno Unito	74,3%	70,1%	71,0%	8,3%	7,5%	7,4%	16,8%	16,5%	13,0%	0,6%	0,9%	0,8%
Germania	39,9%	43,6%	45,9%	7,3%	6,3%	7,2%	32,3%	31,5%	29,9%	19,6%	14,5%	12,1%
Lussemburgo	29,1%	34,1%	38,9%	7,1%	6,8%	7,0%	45,8%	33,7%	31,5%	11,5%	18,3%	14,5%
Spagna	23,2%	32,2%	34,8%	13,5%	14,8%	17,5%	32,1%	28,7%	27,5%	31,2%	24,3%	20,3%
Francia	21,5%	25,0%	28,9%	22,5%	21,4%	21,7%	18,3%	18,6%	15,7%	37,7%	34,9%	33,7%
Italia	20,1%	19,8%	20,6%	16,4%	18,5%	22,4%	42,5%	39,6%	38,2%	21,0%	22,1%	18,7%
Italia + Fondi Esteri	23,1%	23,8%	25,9%	15,6%	16,4%	18,7%	43,7%	42,1%	40,1%	17,6%	17,7%	14,6%
Media Europa	32,3%	35,0%	38,7%	14,2%	13,5%	13,5%	31,6%	27,2%	25,3%	20,0%	20,7%	17,9%

Tab 1 Evoluzione dell'asset allocation nei principali paesi europei

stessa sia la più elevata registrata nei diversi paesi europei, mentre in Italia l'incremento risulta inferiore di quello registrato a livello europeo.

Anche nei flussi di raccolta sono evidenti le differenze tra paesi nelle scelte di asset allocation: mentre in Lussemburgo, Francia e Spagna la domanda di investimento in fondi è stata trainata anche nel 2005 dall'investimento azionario, sebbene in Francia i fondi di liquidità abbiano raccolto risorse cospicue, in Gran Bretagna e in Germania, i fondi obbligazionari hanno attratto maggiori investimenti.

In Italia i fondi azionari hanno avuto una raccolta negativa, mentre i fondi bilanciati hanno raccolto oltre 18 miliardi di euro (si ricorda che la classificazione europea dei fondi bilanciati è diversa dalla classificazione italiana: nella prima rientrano tutti i fondi che investono parzialmente in azioni e quindi, rispetto a quella italiana, sono inclusi i fondi Obbligazionari Misti e fondi Flessibili).

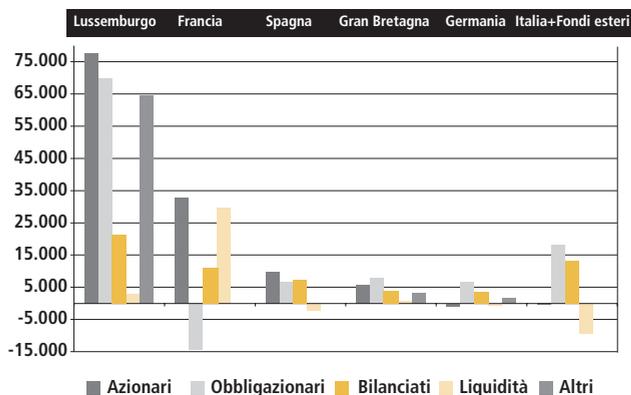


Fig 7 Raccolta - Asset allocation nei principali paesi europei nel 2005 (mln euro)

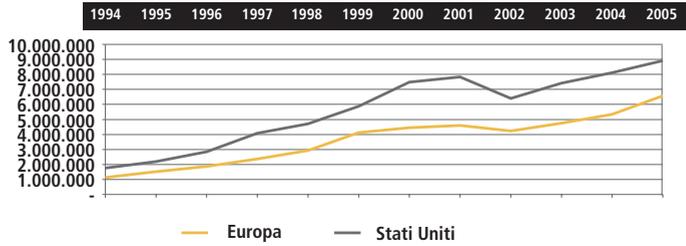
L'industria dei fondi a livello mondiale gestisce a fine 2005 circa 15,8miliardi di euro di cui metà negli Stati Uniti (55%), un terzo in Europa (33%), un decimo nell'area asiatica e pacifica (12%) e lo 0,4% in Africa. Nel corso del 2005 sono affluite risorse doppie di quelle registrate nel 2004 e pari ad oltre 900 miliardi di euro.

L'esposizione ai mercati azionari è pari al 46%, in crescita di due punti percentuali rispetto al 2004 e di quasi dieci punti rispetto al 2002, anno in cui l'industria aveva toccato il suo minimo. I fondi bilanciati rappresentano il 9% dell'industria mentre sia i fondi obbligazionari che monetari detengono il 19% delle quote; infine il 7% dei fondi è classificato in altre categorie.

Se si osserva solamente il mercato statunitense questo rappresenta da solo quasi il 50% del mercato mondiale. Rispetto al mercato europeo, questo mercato è maggiormente esposto all'investimento azionario: a fine 2005 i fondi azionari rappresentano il 55% dell'industria, quota in crescita di quasi 1,5

3 Il mercato nel mondo

punti percentuali rispetto al 2004. Il mercato statunitense è inoltre caratterizzato da una maggior concentrazione e da una conseguente maggior dimensione dei fondi di investimento: la dimensione media dei fondi USA è pari a cinque volte quella dei fondi del vecchio continente (924 milioni di euro contro i 167 milioni di euro).



86 9 Fig 8

Evoluzione del Patrimonio (mln euro, dollari)

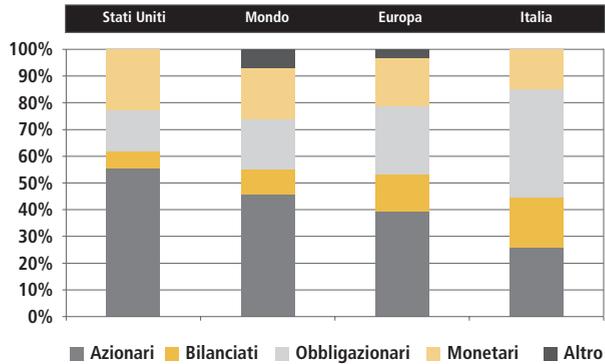


Fig 9

Confronto asset allocation



PARTE II

ANALISI DEI SOTTOSCRITTORI



LE SCELTE DEI SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI

1 Introduzione

II

10 | 91

Dalla seconda metà degli anni novanta le famiglie italiane hanno iniziato a modificare l'allocazione della ricchezza finanziaria trasferendo parte delle risorse detenute in titoli di Stato in altre attività e prodotti caratterizzati da profili di rischio-rendimento diversi. Dinamiche legate al risparmio e al reddito familiare, nonché l'influenza delle aspettative e la cultura finanziaria dei singoli risparmiatori, hanno influito sia sull'ammontare di risorse da riallocare nei diversi prodotti sia nella scelta di avvicinarsi ai mercati finanziari attraverso l'intermediazione o meno di gestori professionali.

La ricchezza disponibile delle famiglie è stata influenzata negli anni da diverse fasi congiunturali: l'andamento prima positivo dei mercati finanziari, successivamente seguito da fasi negative, corredate anche da scandali, e poi ancora da fasi positive, ha avuto effetti importanti, e talvolta negativi, sul portafoglio finanziario delle famiglie italiane.

In questo contesto l'utilizzo del prodotto fondo è cresciuto fortemente tra il 1996 e il 2000 portandosi, in termini relativi sul totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie, a livelli simili a quelli registrati in altri Paesi europei, per poi successivamente assestarsi e lievemente diminuire, a seguito sia della maggiore maturazione del settore sia della contrazione dei mercati finanziari, che hanno indotto in diversi casi i sottoscrittori a prendere posizione. Di fronte a questo scenario non è però venuto meno il rapporto di fiducia instaurato con l'industria dei fondi comuni.

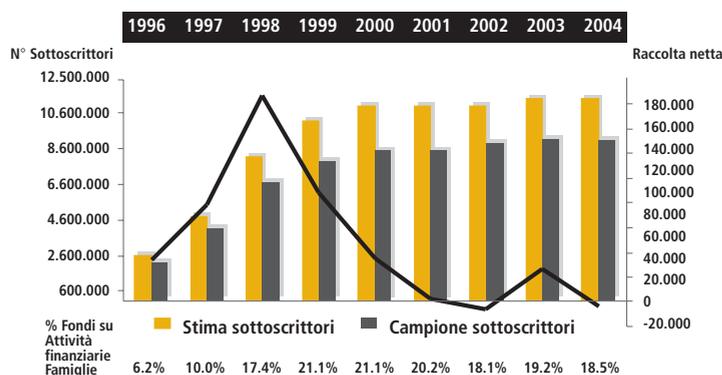


Fig 1 Sottoscrittori, raccolta netta, % su attività finanziarie delle famiglie (mln euro)

La trasparenza e la diversificazione degli investimenti, insieme alla gestione professionale del risparmio sono gli elementi che si sono dimostrati essenziali per continuare a mantenere salda la relazione con i sottoscrittori. L'andamento altalenante del patrimonio investito nei fondi, influenzato sia dalle risorse disponibili destinate all'industria sia dai mercati finanziari, sembra non essere correlato con il numero di sottoscrittori. Si stimano infatti costanti intorno agli undici milioni gli individui che dal 2000 al 2004 detengono direttamente o indirettamente quote di fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano o di diritto estero.

Il rapporto si pone l'obiettivo di fornire alcuni spunti di riflessione sulle principali caratteristiche socio-demografiche dei sottoscrittori che investono direttamente in fondi comuni, sulle scelte da loro effettuate a fine 2004 nonché sull'evoluzione avuta nel corso degli anni. Nel rimandare alle Note metodologiche per una spiegazione del campione analizzato e delle caratteristiche dell'indagine, si premette che, nel corso degli ultimi anni, il rapporto sottostima la crescita e le caratteristiche di quegli italiani che investono direttamente in fondi comuni di diritto estero e/o attraverso gestioni patrimoniali.

2 Dati di sintesi

A fine 2004, ipotizzando che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare, risulta che quasi 40 famiglie su 100 detengono direttamente quote di fondi comuni; percentuale stabile rispetto al 2003.

A livello territoriale però l'utilizzo del prodotto fondo rimane eterogeneo: sia nel Nord-Ovest che nel Nord-Est quasi il 51% delle famiglie investe in fondi, mentre mano a mano che si scende verso il Sud tale percentuale diminuisce fino ad essere pari a poco più del 20% nelle Isole.

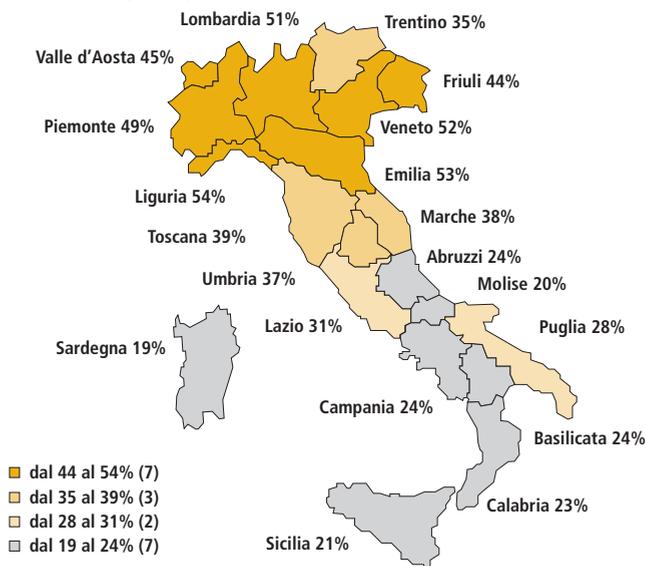


Fig 2 Diffusione dei fondi per famiglie

L'età media del sottoscrittore italiano è 53,7 anni, in crescita di 0,7 anni rispetto a fine 2003. L'aumento dei sottoscrittori con un'età superiore ai 65 anni e l'incremento del grado di invecchiamento della popolazione hanno influito sull'innalzamento dell'età, che comunque risulta allineata con quella dei percettori di reddito all'interno della famiglia italiana (*I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002, Supplemento al Bollettino statistico (nuova serie), n. 12, Banca d'Italia, Roma, marzo 2004*).

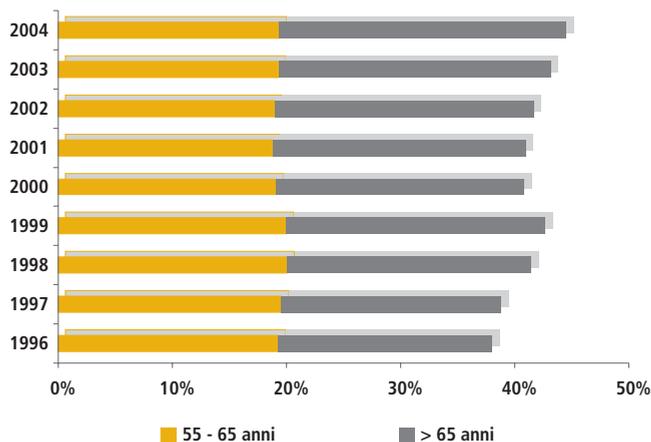


Fig 3 Sottoscrittori per classi di età

Gli uomini sono coloro che detengono oltre la metà del patrimonio analizzato (61,9%) e sono generalmente più giovani delle donne di 1 anno. La composizione del portafoglio detenuto in fondi è simile tra le due categorie, salvo che gli uomini mostrano una maggiore propensione al rischio rispetto alle donne.

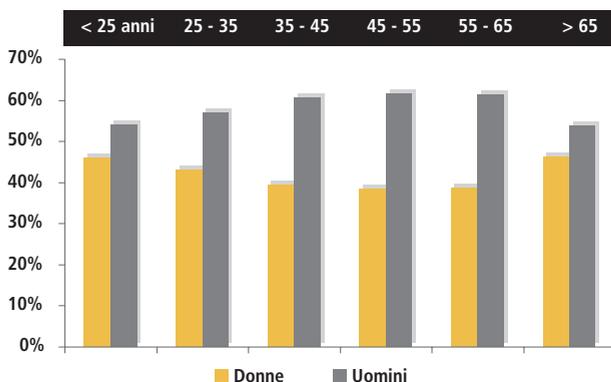
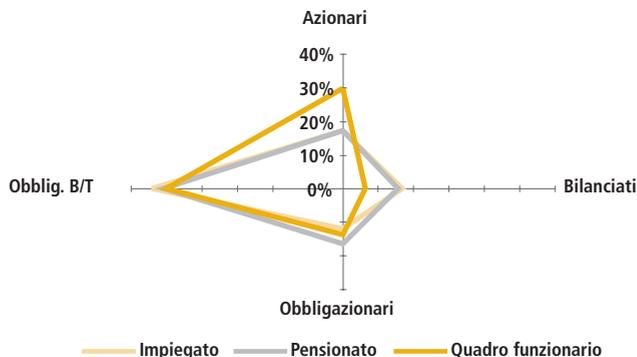


Fig 4 Uomini e donne per classi di età

Gli impiegati (52,3%), i pensionati (18,3%) e i liberi professionisti (10,1%) sono le categorie professionali maggiormente rappresentate all'interno del campione. Il patrimonio medio investito in fondi per ognuna di queste categorie si assesta intorno ai 33.000 euro, mentre quello detenuto dagli imprenditori e dagli operai è rispettivamente pari al doppio e alla metà. Il reddito dispo-

nibile nonché la diversa propensione al rischio influenza inoltre la composizione del portafoglio.



94 | 10

Fig 5 Asset allocation per professione

Le esigenze dei soggetti, che in una situazione di incertezza vogliono accantonare periodicamente parte dei propri risparmi, in attesa anche dell'assestamento della riforma del sistema pensionistico, ben si sposano con la possibilità di sottoscrivere quote di fondi attraverso la sottoscrizione di Piani di Accumulo del Capitale. A fine 2004 l'8,2% dei sottoscrittori sceglie esclusivamente questa forma di sottoscrizione. Di questi, il 31,4% ha meno di 35 anni e il 48% ha un'età compresa tra i 36 e i 55 anni.

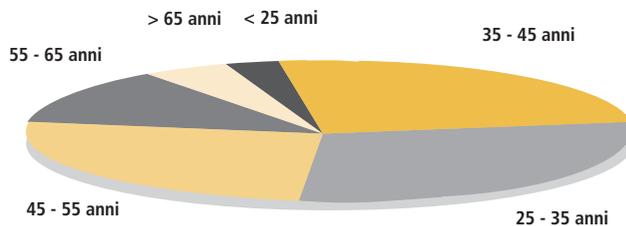


Fig 6 Età dei sottoscrittori PAC

Il numero di sottoscrittori che detiene un unico fondo è in crescita dell'1,5% rispetto al 2003. Questi sottoscrittori rappresentano quasi il 60% di quelli complessivi (39,9% in termini di patrimonio). Oltre il 40% di questi sottoscrive un fondo Azionario ove la fascia di investimento sia inferiore ai 5.000 euro, un fondo Obbligazionario ove la fascia di investimento sia compresa fra 15.000 e 150.000 euro e un Fondo di Liquidità per importi superiori a 150.000 euro.

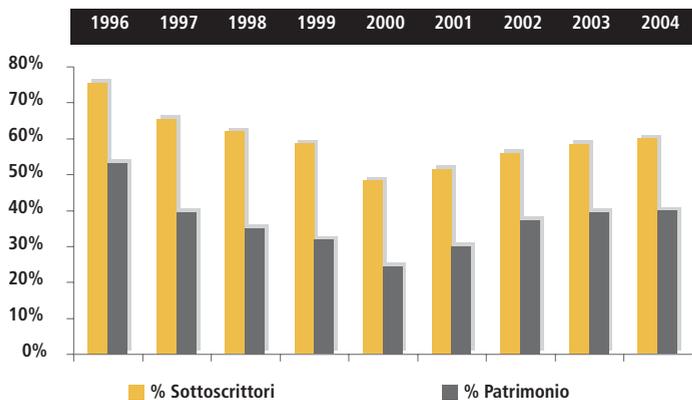


Fig 7 Evoluzione dei sottoscrittori che detengono un solo fondo

L'asset allocation del portafoglio varia a seconda del numero di fondi detenuto. A fine 2004 coloro che detengono un solo fondo acquistano primariamente fondi a breve termine oppure fondi in cui il peso delle azioni è poco rilevante, mentre coloro che detengono più di 7 fondi incrementano l'investimento in fondi Azionari e riducono quello in Fondi di Liquidità e Bilanciati.

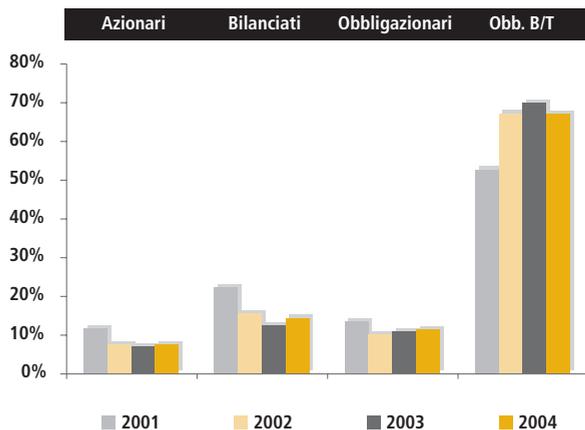
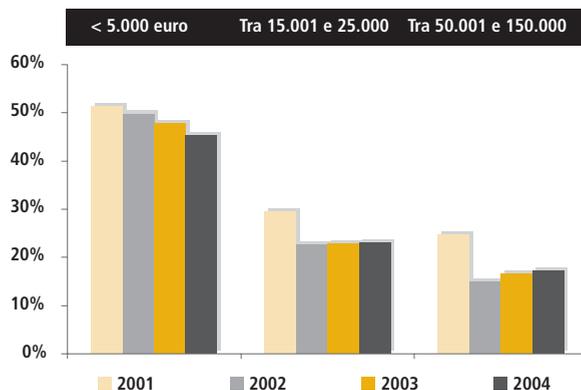


Fig 8 Asset allocation dei sottoscrittori che detengono un solo fondo

Più l'importo investito cresce e più aumenta la quota in portafoglio rappresentata dai fondi Obbligazionari a Breve Termine e dai Fondi di Liquidità a discapito dei fondi Azionari. I soggetti con età non superiore ai 45 anni sono più propensi al rischio rispetto ai soggetti più adulti e detengono in portafoglio una quota di fondi Azionari più alta rispetto agli altri. Per importi inferiori a 5.000 euro viene sottoscritto per il 45% dei casi un fondo azionario; successivamente il portafoglio viene maggiormente diversificato e il peso dei fondi azionari decresce costantemente, ad eccezione degli investimenti superiori a 150.000 euro.

Fig 9

Fondi azionari
per classi di importo
detenuto in fondi



3 Principali risultati

3.1 Distribuzione territoriale

Rimane stabile intorno al 40% la distribuzione del prodotto fondo tra le famiglie italiane; se si ipotizza che ogni sottoscrittore sia rappresentativo non solo delle famiglie bensì dei percettori di reddito all'interno delle famiglie addirittura risulta che il 60% degli stessi utilizza questi strumenti finanziari (Cfr. *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002*, op. cit).

I dati nazionali nascondono però distribuzioni locali eterogenee. La regione con il maggior numero di famiglie che ha investito in fondi è la Liguria (53,9%), seguita dall'Emilia-Romagna (53,4%) e dal Veneto (51,8%), mentre quelle con il minor numero sono la Sardegna (19,0%), il Molise (20,3%) e la Sicilia (20,6%). A livello provinciale il primato dell'utilizzo del fondo spetta anche quest'anno alle famiglie di Lecco (ben il 69,7% di esse investe in fondi), seguite dalle famiglie di Cuneo (60,9%), di Asti (60,0%) e Parma (59,1%), mentre le province in cui le famiglie investono meno in fondi sono Nuoro (14,6%), Benevento (15,3%) e Avellino (15,5%).

Il Nord-Ovest è l'area geografica con il maggior numero di ultra 55-enni, pari al 47,9% del totale di sottoscrittori, mentre l'area con sottoscrittori più giovani è il Sud con il 17,8% di under 35-enni. In particolare Liguria e Piemonte sono le regioni con prevalenza di 65-enni, rispettivamente pari al 33,5% e al 31,1%; tra le regioni con più investitori giovani (meno di 35 anni) troviamo il Trentino Alto Adige (23,2%) e le Marche (18,4%). Caserta e Avellino sono le province con il minor numero di anziani (oltre 65 anni), rispettivamente il 16,3% e il 16,4%, e il maggior numero di soggetti in età tra i 36 e i 55 anni, rispettivamente 46,8% e 48,1%. Imperia e Genova sono le province con più investitori anziani (rispettivamente 34,2% e 34%), mentre Bolzano e Sondrio hanno più giovani (rispettivamente 28,3% e 20,6%).

Anche guardando al numero di fondi detenuti si osserva un'Italia diversificata. La media nazionale mostra che quasi il 60% dei sottoscrittori detiene un unico fondo, ma se si guarda alle regioni del Sud tale valore sale al 70,2%, arrivando al 73,2% nella Puglia, mentre scende al di sotto del 57% nel Nord-Ovest e nel Nord-Est, toccando la sua punta minima nell'Emilia-Romagna con il 54,5%.

L'importo medio detenuto, generalmente in crescita in tutte le regioni rispetto al 2003, è maggiore nel Nord-Ovest (36.954 euro), seguito da Centro (33.077 euro), Sud (32.476 euro), Nord-Est (30.204 euro) e Isole (29.288 euro). La distribuzione cambia a livello regionale, dove tale importo è superiore nel Lazio (40.043 euro) e nella Campania (39.177 euro), mentre è minore nel Trentino Alto Adige (22.600 euro) e nelle Marche (25.142 euro). A livello di provincia, nel 2004 Trieste lascia il primo posto a favore di Milano con 44.489 euro e a Roma con 43.922 euro, slittando al terzo posto con 42.629 euro.

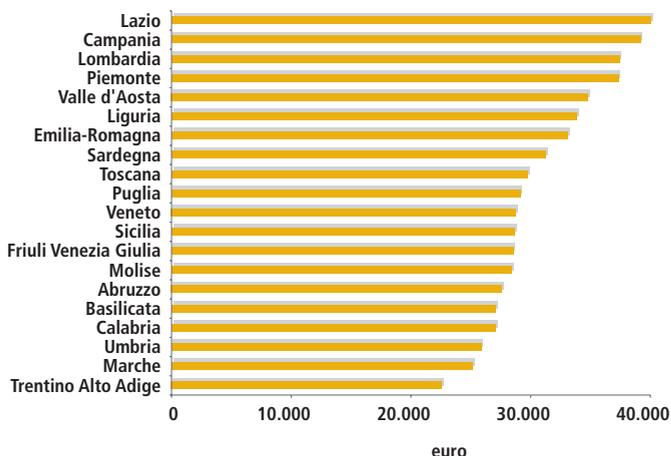


Fig 10 Importo medio detenuto in fondi comuni per regione a fine 2004

Il Trentino Alto Adige risulta essere la regione con il maggior numero di sottoscrittori che detengono quote di fondi per importi fino a 15.000 euro; la Valle d'Aosta è invece la regione con il più alto numero di sottoscrittori che investono dai 15.001 euro ai 50.000 euro, mentre per gli investimenti dai 50.001 euro ai 150.000 euro prevale la Campania; il Lazio si conferma infine la regione con il maggiore numero di sottoscrittori con investimenti superiori a 150.001 euro.

La regione con il profilo di rischio più alto risulta essere il Trentino Alto Adige, dove il 32,1% del patrimonio detenuto dai suoi residenti è rappresentato da fondi Azionari. La Calabria risulta essere la regione con la più alta percentuale di patrimonio investito in fondi Obbligazionari (62%), in particolar modo Obbligazionari breve termine, il Piemonte in fondi Bilanciati (14,4%), il Molise in fondi di Liquidità (32,5%), l'Umbria in fondi Flessibili (2,7%) e il Veneto in Fondi Hedge (0,9%). Trento continua ad essere la provincia in cui è maggiore l'investimento

in fondi Azionari (37,2%), seguita da Arezzo (30,5%) che prende il posto di Bolzano per il 2004. Cosenza e Vibo Valentia sono ancora le province con l'investimento più alto in fondi Obbligazionari, rispettivamente pari a 67,9% e 64,7%; Biella prende il posto di Trieste, che passa al secondo posto, per quanto riguarda l'investimento in fondi Flessibili, pari al 5,6% del patrimonio investito. I Fondi Hedge sono maggiormente presenti nei portafogli degli investitori residenti a Belluno (2,5%), quelli Bilanciati nei portafogli dei residenti a Cremona (17,8%) e i Fondi di Liquidità nei portafogli dei residenti a Nuoro (40,5%).

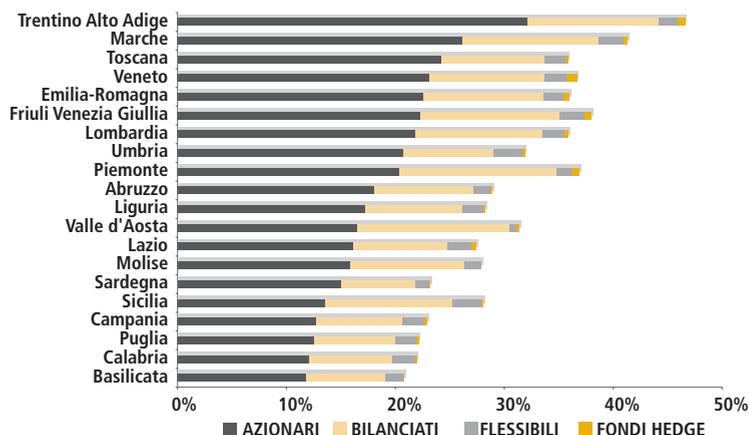


Fig 11 Profilo di rischio per regioni

3.2 Età

L'età media dei sottoscrittori continua a crescere passando da 53 anni a 53,7 anni a fine 2004. L'incremento dei sottoscrittori all'interno della fascia di età più elevata (oltre 65 anni) contestualmente con la diminuzione di quelli rappresentati dai giovani (età inferiore ai 35 anni) e l'incremento del grado di invecchiamento della popolazione (l'indice di vecchiaia, ovvero il rapporto tra la popolazione con 65 anni e oltre e quella con meno di 15 anni, è passato da 133,8% per il 2003 al 135,9% per il 2004) (Fonte *Annuario Statistico Italiano*, Istat, 2005) sono fattori che hanno concorso all'aumento dell'età media dei sottoscrittori.

Gli investitori con almeno 65 anni sono aumentati di quasi un punto e mezzo rispetto al 2003 e rappresentano poco più di un quarto dei sottoscrittori complessivi (25,1%) (I dati contenuti in *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002*, op. cit., mostrano come nel 2002 il 27,7% dei capofamiglia ha un'età superiore ai 65 anni e che questa percentuale passa al 25,2% se si considerano solo i percettori di reddito all'interno delle famiglie. Si osservano distribuzioni non molto differenti anche per l'analisi relativa al 2000). Essi detengono ben il 34,7% del patrimonio complessivamente analizzato. Seguono i soggetti con

età compresa fra i 36 e i 45 anni, pari al 20,3%, i quali detengono soltanto il 14,7% del patrimonio complessivamente analizzato.

Quasi i tre quarti dei soggetti più giovani (meno di 35 anni) investono in fondi non più di 15.000 euro, mentre mano a mano che crescono con l'età questo importo tende ad aumentare, così come varia l'asset allocation e il numero di fondi detenuti. In particolare si conferma la correlazione inversa tra l'età e la rischiosità del portafoglio: la quota detenuta in fondi Azionari diminuisce all'aumentare dell'età a vantaggio dei fondi Obbligazionari, evidenziando una maggiore avversione al rischio per i soggetti più anziani.

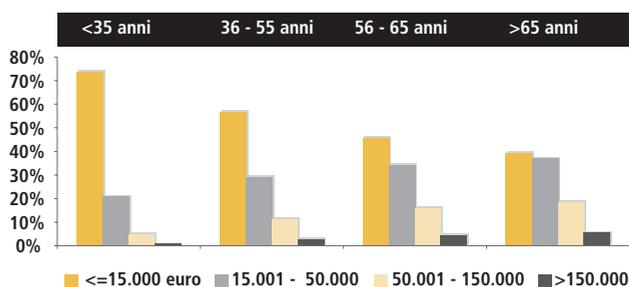


Fig 12 Numero di sottoscrittori per classi di età e importo investito

I soggetti che detengono almeno 7 fondi sono generalmente più anziani di quelli che ne detengono di meno.

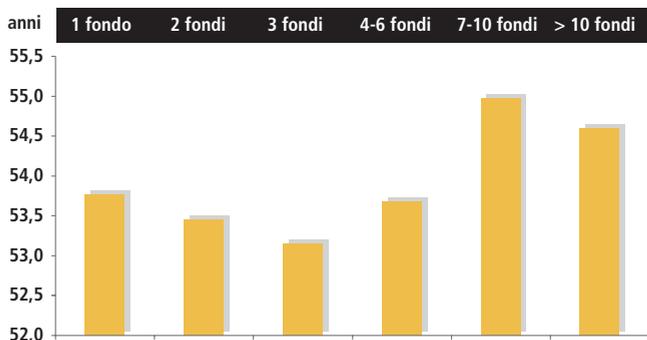


Fig 13 Età media dei sottoscrittori per numero di fondi detenuti

Gli uomini sono a fine 2004 i principali sottoscrittori di fondi comuni: la quota parte rappresentata dalle donne, in costante aumento negli anni precedenti, è rimasta pressoché invariata tra il 2003 e il 2004. Nel 1996 le donne rappresentavano il 36,7% dei sottoscrittori (32,7% del patrimonio), nel 2000 il 40,9% dei sottoscrittori (36,9% del patrimonio) e nel 2003 e 2004 il 41,4% (38,1% in termini di patrimonio).

Il Sud è l'area geografica con il maggior numero di sottoscrittori di sesso maschile rispetto a quelli di sesso femminile (38,3%), mentre l'area in cui questa

3.3 Sesso

differenza risulta più attenuata è il Nord-Ovest, dove le donne ammontano al 43,4%. La regione con il più alto numero di uomini che investono in fondi è il Molise, con il 65,2% di uomini, mentre quella con il minor numero è la Liguria, con il 54,4% di uomini. Le due province con la minore differenza in termini di sesso si trovano in Liguria e sono Imperia (52,8% di uomini) e Genova (52,8% di uomini), mentre quelle con la maggiore differenza non si trovano nel Molise bensì in Campania: Avellino (67,3% di uomini) e Benevento (66% di uomini). Considerando i soggetti (19,1% del campione complessivo) per i quali sono disponibili sia sesso che professione, si può osservare che non vi sono grandi differenze. Le prime tre professioni maggiormente svolte dai sottoscrittori, sia maschili che femminili, sono: Impiegati/e (57,9% delle donne e 49,1% dei maschi), Pensionati/e (21,3% delle donne e 16,5% dei maschi) e Liberi Professionisti/e (7,3% delle donne e 11,6% dei maschi). La quarta professione, in termini di numero di soggetti che la svolge, è differente a seconda del sesso: infatti per le donne si tratta di quella Docenti/Insegnanti (4,8%), mentre per gli uomini ritroviamo quella del Commerciante (5,6%).

Mediamente un uomo detiene un numero di fondi leggermente più alto (2,2 fondi) rispetto a quello di una donna (2 fondi). Le donne indipendentemente dal numero di fondi detenuto sono nella maggior parte dei casi ultra 65-enni, mentre per gli uomini si osserva una maggiore variabilità.

Fig 14 Donne per numero di fondi e classi di età

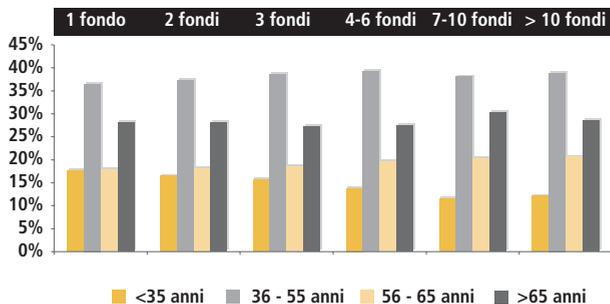
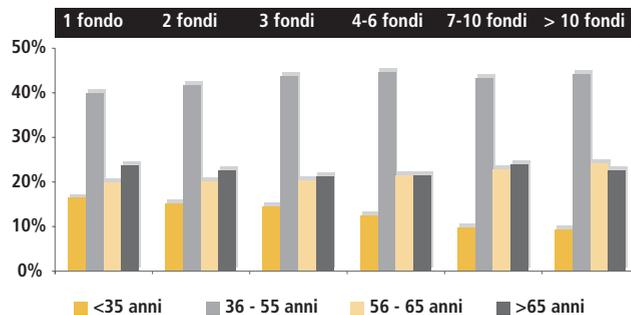


Fig 15 Uomini per numero di fondi e classi di età



Gli uomini e le donne che detengono fino a due fondi investono con maggior frequenza un importo inferiore ai 15.000 euro, mentre quelli che detengono più di due fondi investono prevalentemente importi fra i 15.001 e i 50.000 euro.

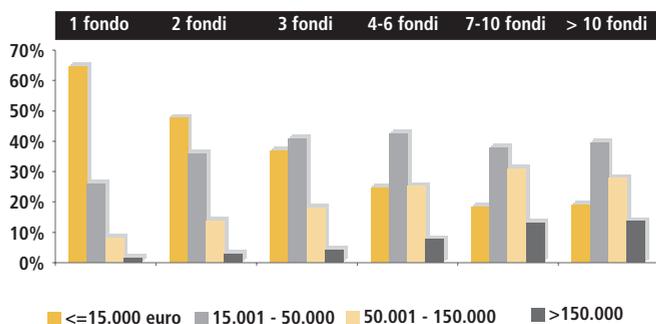


Fig 16 Donne per numero di fondi e classi di importo investito in fondi comuni

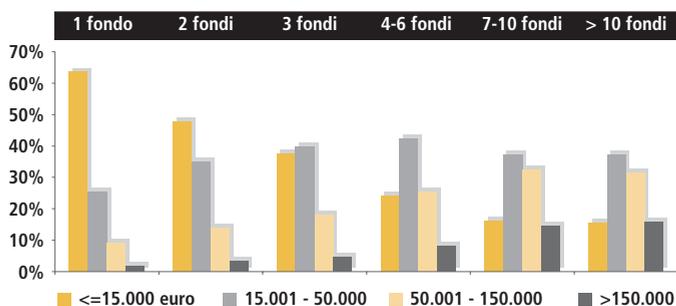


Fig 17 Uomini per numero di fondi e classi di importo investito in fondi comuni

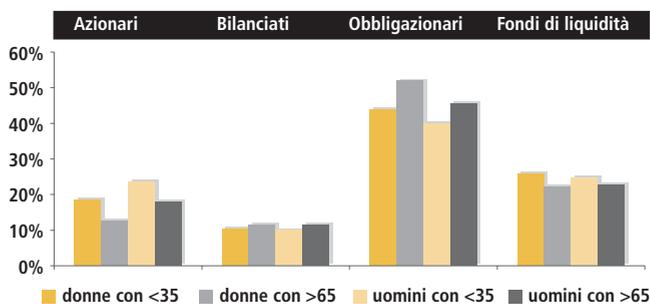
Ogni uomo investe mediamente 34.382 euro, mentre ogni donna 29.955 euro, valori entrambi in rialzo rispetto all'anno precedente. Le donne del Nord-Ovest sono quelle che detengono un importo mediamente più alto, mentre quelle che investono di meno risiedono nel Nord-Est. Anche gli uomini con l'investimento medio più alto li troviamo nel Nord-Ovest, mentre quelli che investono mediamente di meno sono residenti nelle Isole. La regione in cui le donne investono di più non si trova però nel Nord-Ovest, ma nel Centro, ed è il Lazio, dove il patrimonio mediamente investito da una donna è pari a 37.209 euro. Sempre nel Lazio ritroviamo gli uomini che investono mediamente di più. Il Trentino Alto Adige è la regione in cui si registra il più basso importo medio investito sia dagli uomini che dalle donne (pari rispettivamente a 25.021 euro per gli uomini e 18.990 per le donne). Le donne con l'investimento medio più basso si trovano a Bolzano (18.269 euro), mentre gli uomini, che investono mediamente di meno, si trovano a Rovigo (20.115 euro). Roma è la provincia in cui l'investimento medio effettuato da un uomo (45.753 euro) e da una donna (40.430 euro) è più alto rispetto a tutte le altre province.

Il numero delle donne che investono non più di 15.000 euro in fondi comuni di-

minuisce all'aumentare dell'età (passando dal 74,7% delle donne con età inferiore ai 35 anni al 40,4% delle donne più di 65 anni), mentre il numero delle donne che investono più di 15.001 euro aumenta all'aumentare dell'età. Stesso andamento lo si osserva per i maschi.

Per entrambe le tipologie di sottoscrittori si osserva una correlazione inversa tra età, importo detenuto e rischiosità del portafoglio. All'aumentare dell'età diminuisce il peso dei sottoscrittori che investono importi fino a 15.000 euro, così come aumenta il peso dei fondi Obbligazionari presenti nel portafoglio e diminuisce quello dei fondi Azionari e Liquidità, pur mantenendo sempre una percentuale al di sopra del 22%. Gli uomini si espongono maggiormente in prodotti Azionari o caratterizzati da un investimento minimo in azioni, mentre le donne preferiscono i fondi Obbligazionari.

Fig 18 Donne e uomini per classi di età e tipologia di fondo detenuto in portafoglio



3.4 Professione

La metà dei sottoscrittori su cui sono state fornite informazioni riguardo l'attività svolta (Cfr. Note Metodologiche) sono Impiegati (52,3%), in aumento di 5,1 punti percentuali rispetto all'anno 2003, seguiti da Pensionati (18,3%) e Liberi Professionisti (10%), entrambi diminuiti in rapporto al 2003 (erano pari rispettivamente a 20,6% e 10,4%). I primi detengono quasi la metà del patrimonio complessivamente analizzato (48,9%), mentre le altre due professioni rappresentano il 30,9%.

A parte i Pensionati, la categoria di investitori più anziani sono i Dirigenti, i quali hanno nella maggior parte dei casi un'età compresa fra i 56 e i 65 anni; seguono i Quadri/Funzionari, insieme ai Docenti/Insegnanti e agli Agricoltori con un'età fra i 46 e i 55 anni; tra i 36 e i 45 anni ci sono gli Operai insieme agli Imprenditori, ai Liberi Professionisti, agli Impiegati e ai Commercianti; infine i Non Occupati risultano essere prevalentemente i più giovani (età compresa tra i 26 e i 35 anni).

L'importo medio detenuto dalle tre categorie di investitori prevalenti (Impiegati, Pensionati e Liberi Professionisti) è pressoché in linea con la media complessiva. Gli Operai (i quali rappresentano indicativamente un quinto delle fa-

miglie italiane e detengono un reddito familiare medio più basso rispetto a tutti gli altri lavoratori dipendenti, autonomi e pensionati, nonché inferiore a quello medio di circa il 17%) (Cfr. *I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002, op. cit.*) hanno in media importi al di sotto della metà della media complessiva, ossia circa 16.500 euro; al contrario gli Imprenditori (i quali insieme ai Liberi Professionisti rappresentano pressappoco un ventesimo delle famiglie italiane e detengono il secondo reddito familiare medio più alto) (Cfr. *I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002, op. cit.*) hanno importi pari a quasi il doppio della media complessiva, ossia circa 66.300 euro. La composizione del portafoglio è inoltre differente a seconda della professione. È utile ricordare che l'analisi mostra solamente l'investimento effettuato direttamente in fondi comuni escludendo quindi sia gli acquisti di strumenti finanziari fatti direttamente dall'investitore sul mercato finanziario sia quelli interposti attraverso l'acquisto di un servizio di gestione patrimoniale.

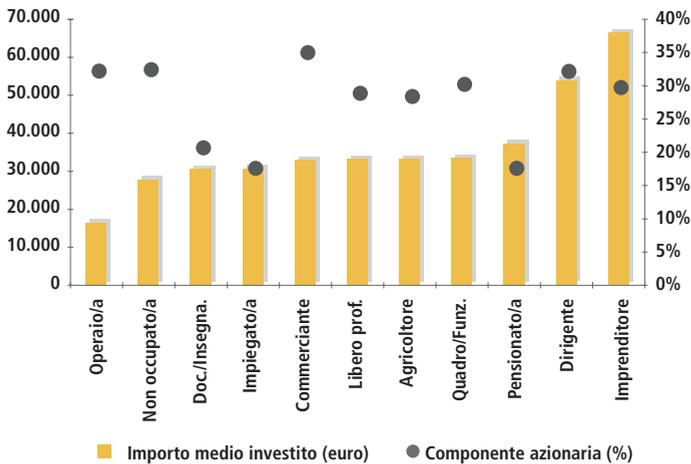


Fig 19 Importo medio detenuto e peso componente azionaria nel portafoglio per professione

È possibile osservare come anche la professione del sottoscrittore influisca sia sul numero di fondi acquistato che sull'asset allocation: infatti, 60 Impiegati su 100 investono in un unico fondo, mentre la professione con il minor numero di sottoscrittori detentori di un solo fondo sono i Quadri/Funzionari (40,8%). Infatti, questi ultimi sono coloro che detengono in media nei loro portafogli più fondi rispetto a tutte le altre professioni (5 fondi). Inoltre si osserva che un Impiegato ha un portafoglio meno diversificato, in termini di tipologia di fondi, rispetto ad un Libero Professionista o ad un Quadro/Funzionario. I Liberi Professionisti e i Quadri/Funzionari sembrano attivamente partecipare al processo di selezione dell'asset allocation del portafoglio; si osserva infatti che all'aumentare del numero di fondi detenuti diminuisce la quota rappresentata dai fondi Bilan-

ciati e dai Liquidità, mentre aumenta l'esposizione in fondi Azionari e Obbligazionari specializzati in mercati e settori.

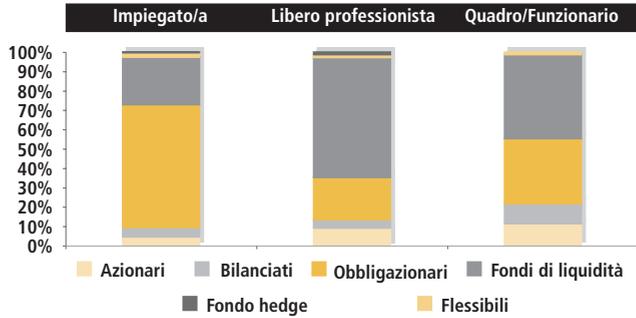


Fig 20 Acquisto di un fondo: importo detenuto per professione e tipologia di fondo

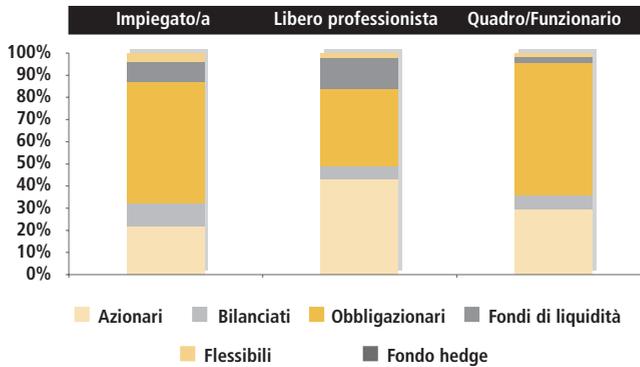


Fig 21 Acquisto di tre fondi: importo detenuto per professione e tipologia di fondo

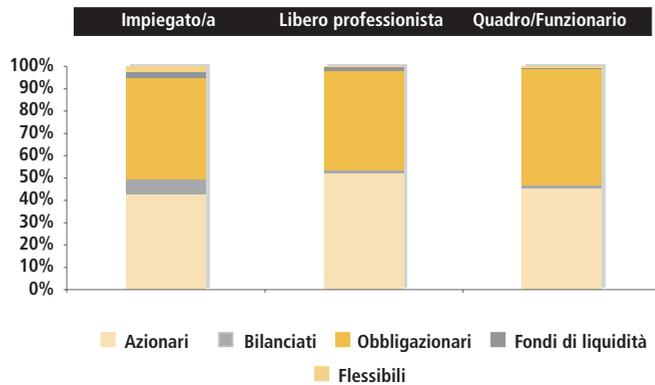


Fig 22 Acquisto di dieci fondi: importo detenuto per professione e tipologia di fondo

Gli Impiegati e i Pensionati risultano essere le categorie meno propense al rischio, infatti detengono quote di fondi Azionari pari rispettivamente a 16% e 19% del loro patrimonio; all'opposto i Liberi Professionisti risultano essere gli investitori più rischiosi con una quota di fondi Azionari nei loro portafogli pari al 31,3%.

A fine 2004 circa l'85% dei fondi italiani prevedono la possibilità di sottoscrivere quote attraverso piani di accumulo. I PAC consentono al sottoscrittore di effettuare un risparmio "forzoso" e diversificare gli investimenti, ma non necessitano di un immediato impiego di cospicue somme di denaro. A fine 2004 questa possibilità è stata utilizzata dall'8,2% dei sottoscrittori, mentre la modalità di investimento tramite versamenti in un'unica soluzione (PIC) è stata prescelta dall'85% degli investitori. Nel 6,8% dei casi vengono utilizzate entrambe le possibilità.

Guardando l'età dei soggetti che hanno sottoscritto attraverso versamenti in un'unica soluzione, si osserva che nel 48% dei casi questi hanno un'età superiore ai 56 anni, mentre i giovani ammontano al 13,9%. Al contrario osservando solamente i soggetti che utilizzano i piani di accumulo si nota che il 31,4% di essi è rappresentato dai giovani (meno di 35 anni), tale quota sale al 79,4% se si considerano anche i soggetti con un'età compresa fra i 36 e i 55 anni.

All'aumentare del numero di fondi detenuto da ogni investitore diminuisce il peso dei soggetti che investono tramite versamento unico: tra tutti quelli che detengono un solo fondo, coloro che hanno sottoscritto secondo questa modalità ammontano all'88,2%, mentre ammontano al 66,9% tra i sottoscrittori che detengono più di 10 fondi. Il PAC viene quindi anche scelto come modalità ulteriore per diversificare il *timing* dell'investimento sfruttando, grazie ai versamenti periodici, un ingresso graduale ma costante nei mercati finanziari.

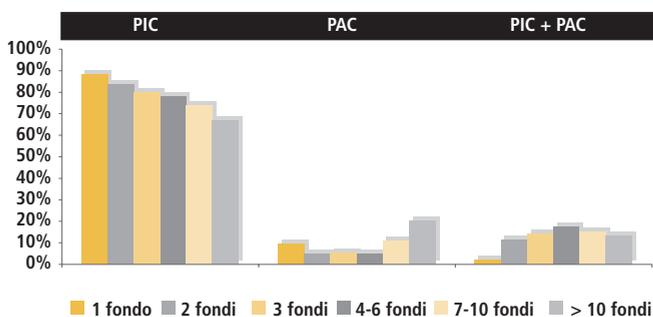


Fig 23 Numero di sottoscrittori per modalità di investimento e numero di fondi detenuto in portafoglio

Il numero medio di fondi, pari a 2,1 a fine 2004, è in leggera diminuzione rispetto al 2003 (2,2). Il numero di sottoscrittori che detiene un unico fondo è infatti in crescita dell'1,5% e a fine 2004 quasi il 60% dei sottoscrittori, rappresentanti il 39,9% del patrimonio analizzato, detiene un unico fondo.

Nel 1996 oltre il 75% dei sottoscrittori deteneva un unico fondo, negli anni successivi tale quota è diminuita raggiungendo nel 2000 il minimo storico (48%), per poi successivamente aumentare. L'inversione di tendenza può essere do-

3.5 Modalità di sottoscrizione

3.6 Numero di fondi

vuta a molteplici fattori, quali ad esempio:

- l'ammontare mediamente investito nei fondi non è elevato (il 53% dei sottoscrittori investe nei fondi importi inferiori a 15.000 euro) e il sottoscrittore acquistando semplicemente un unico fondo riesce a diversificare il rischio specifico degli strumenti finanziari dell'asset class prescelta;
- il sottoscrittore usa lo strumento fondo per esporsi solo in particolari aree e settori oppure come investimento della liquidità;
- il sottoscrittore delega l'asset allocation del portafoglio complessivo famigliare al gestore professionale comprando prodotti a componente azionaria e obbligazionaria flessibile oppure sottoscrivendo quote di fondi di fondi piuttosto che gestioni patrimoniali in fondi.

Coloro che hanno sottoscritto fino a 2 fondi hanno prevalentemente investito importi fino a 15.000 euro, mentre coloro che hanno almeno 3 fondi hanno investito prevalentemente importi tra i 15.001 e i 50.000 euro.

L'asset allocation del portafoglio varia a seconda del numero di fondi detenuto. Coloro che detengono un solo fondo acquistano primariamente fondi a breve termine (Fondi di Liquidità Area Euro - 36,2%, Obbligazionari Euro Governativi Breve Termine - 30,11%) oppure fondi in cui il peso delle azioni è limitato o variabile nel tempo (Bilanciati, Obbligazionari Misti, Flessibili - 13,6%). All'opposto coloro che detengono più di 7 fondi incrementano l'investimento in fondi Azionari e riducono quello in Fondi di Liquidità e Bilanciati. L'aumento delle risorse disponibili è correlato con l'aumento del numero di fondi detenuti in portafoglio.

3.7 Importo detenuto

Alla fine del 2004 il 53% dei sottoscrittori detiene in fondi somme inferiori ai 15.000 euro, quota in leggera diminuzione rispetto all'anno scorso (53,5% del 2003).

Negli ultimi 8 anni i soggetti che hanno investito fino a 15.000 euro sono diminuiti di quasi 16 punti percentuali, mentre quelli fra i 15.001 e i 50.000 euro sono aumentati di 7 punti percentuali. Aumenta di 15 punti percentuali, invece, il peso in termini di patrimonio degli investimenti al di sopra dei 150.000 euro a discapito di quelli al di sotto dei 50.000 euro, diminuiti di oltre 19 punti percentuali.

I sottoscrittori che detengono importi inferiori a 15.000 euro hanno per il 42% dei casi un'età compresa tra i 36 e 55 anni e insieme ai giovani (sotto i 36 anni) rappresentano il 64% dei sottoscrittori di questa fascia di investimento. Anche per la classe 15.001 - 50.000 euro gli individui con età compresa tra i 36 e i 55 anni sono gli individui maggiormente rappresentativi della categoria (37%) e insieme agli over 65 rappresentano il 67% dei sottoscrittori. Simile situazione si osserva per le classi di investimento successive, sebbene il peso della fascia dei

36-55enni diminuisca di qualche punto percentuale, mentre aumenta quello degli over 65-enni.

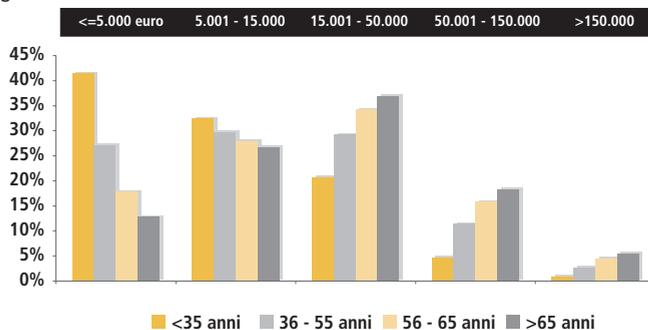


Fig 24 - Sottoscrittori per classi di importo investito e classi di età

A seconda dell'importo investito la composizione del portafoglio detenuto varia. Coloro che investono fino a 15.000 euro detengono nel loro portafoglio prevalentemente fondi Obbligazionari (37,08%), seguono gli Azionari (32,22%), i Fondi di Liquidità (16,06%), i Bilanciati (12,52%) e i Flessibili (2,13%). A mano a mano che l'importo dell'investimento aumenta diminuisce il peso dei Fondi Azionari e Bilanciati a vantaggio dei Fondi di Liquidità, degli Obbligazionari e dei Fondi Hedge. Quest'ultima tipologia di fondi, in particolare, si ritrova solo nei portafogli di coloro che detengono fondi per almeno 150.000 euro.

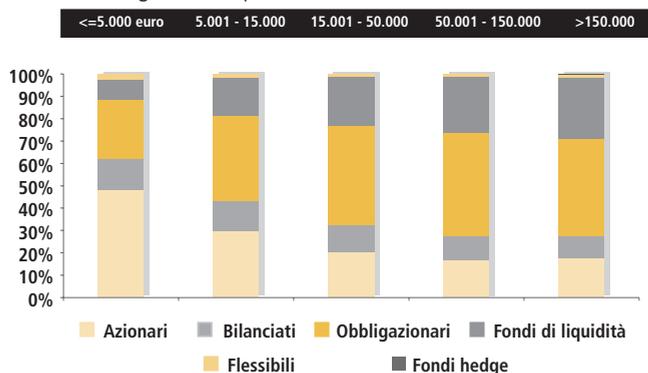


Fig 25 - Importo investito per classi di importo e tipologia di fondo

Per tutte le classi di investimento la percentuale di sottoscrittori che detiene un unico fondo è la prevalente, sebbene all'aumentare dell'importo detenuto aumenti il numero di fondi acquistati. I sottoscrittori che detengono importi inferiori a 15.000 euro hanno per il 72,2% dei casi un unico fondo; nelle classi successive tale valore scende al 50% (15.001 - 50.000 euro), al 39,9% (50.001 - 150.000 euro) e al 31,2% (> 150.000 euro).

Guardando la distribuzione geografica si osserva che per le classi di importo fino ad investimenti inferiori a 150.000 euro la clientela è concentrata per oltre il 50% in Lombardia, Emilia-Romagna, Veneto, Piemonte. Per l'ultima fascia di importo (> 150.000 euro) il Veneto viene sostituito dal Lazio.

4 Note metodologiche

Assogestioni, sin dal 1996, invita annualmente tutte le Associate che hanno istituito fondi o Sicav aperti a fornire, alla fine di ogni anno di rilevazione, informazioni anagrafiche in forma anonima sui sottoscrittori che detengono quote di tali strumenti. L'indagine offre una fotografia delle caratteristiche delle sole persone fisiche che hanno sottoscritto direttamente quote di fondi ed esclude, per non attendibilità del campione, l'analisi delle caratteristiche sia degli individui che sottoscrivono indirettamente quote di fondi (per esempio nell'ambito di gestioni patrimoniali) sia delle persone giuridiche (per esempio imprese, fondazioni, fondi pensione). Il campione non rileva quindi nella loro interezza alcune caratteristiche del sistema fondi, sottostimando alcune variabili legate alla numerosità e all'area geografica dei sottoscrittori. È infatti molto complesso per le Società recuperare informazioni utili all'indagine, nel caso in cui il sottoscrittore italiano acquisti fondi di diritto estero (sia promossi da gruppi italiani sia da gruppi stranieri) o sottoscriva quote di fondi indirettamente (per esempio attraverso gestioni patrimoniali). Si ricorda che i fondi di diritto estero rappresentavano fino al 1999 circa il 15,7% dei fondi di diritto italiano e il 13,6% dei fondi complessivamente acquistati dagli investitori italiani, mentre nel 2003 e nel 2004 il peso di tali fondi è più che duplicato, portandosi rispettivamente al 39,1% e al 28,1% per il 2003 e al 47,1% e al 32% per il 2004.

	Caratteristiche del campione				Dati sul sistema		
	Patrimonio complessivo delle Società (PCSOC) Mil. euro	Patrimonio delle sole Persone fisiche (PPF) Mil. euro	Numero Persone fisiche (NPF)	Rappresentatività Campione: PCSOC/POI	Rappresentatività Campione: PPF/POI	Patrimonio in OICR di gruppi italiani ed esteri (POI) Mil. euro	Stima Sottoscrittori Sistema Italia
1996	66.156	66.156	2.171.658	60,7%	60,7%	109.019	2.597.255
1997	150.684	137.258	4.088.184	74,3%	67,7%	202.882	4.739.023
1998	310.590	256.081	6.735.587	78,5%	64,7%	395.561	8.125.795
1999	418.482	312.899	7.861.417	75,9%	56,7%	551.604	10.106.481
2000	462.219	308.809	8.480.518	78,9%	52,7%	585.469	10.948.569
2001	412.650	276.923	8.443.768	74,2%	49,8%	556.084	10.918.451
2002	378.581	266.595	8.838.645	75,0%	52,8%	504.573	10.925.022
2003	401.133	301.608	9.139.623	71,6%	53,8%	560.566	11.350.189
2004	394.726	304.208	9.056.473	67,3%	51,9%	586.352	11.388.585

Tab 1 Rappresentatività del campione - patrimonio

Categoria	Campione	Sistema
	% Patrimonio delle sole Persone fisiche (PPF)	% Patrimonio OICR di gruppi italiani ed esteri (POI)
Azionari	20,0%	24,4%
Bilanciati	10,7%	7,3%
Obbligazionari	43,8%	46,0%
Fondi di Liquidità	23,1%	17,5%
Flessibili	2,0%	2,4%
Fondi Hedge	0,4%	2,4%
TOTALE	100,0%	100,0%

Tab 2 Rappresentatività del campione - Asset Allocation a dicembre 2004

Particolare attenzione si suggerisce inoltre nell'analisi intertemporale, in quanto l'indagine è stata effettuata su un campione di tipo aperto. La tabella sottostante mostra la numerosità campionaria dal 2001 al 2004 e per il primo anno in cui l'Associazione ha effettuato questo tipo di analisi. Per il 2004 si può osservare, ad esempio, che delle 50 società¹ che hanno partecipato alla rilevazione 12 partecipano dal 1996, 20 partecipano dal 2001, 7 dal 2002, 4 dal 2003 e 7 dal 2004.

Anno di ingresso nel campione	Anno rilevazione				
	1996	2001	2002	2003	2004
1996	29	19	16	11	12
2001		29	22	23	20
2002			7	7	7
2003				5	4
2004					7
Numerosità campionaria	29	48	45	46	50

Tab 3 Numerosità delle società partecipanti

I dati forniti dalle singole Società presentavano naturalmente alcune differenze, soprattutto per alcune tipologie di variabili richieste. Per questo motivo, si è resa necessaria la ridefinizione del campione di analisi per ogni variabile oggetto dell'indagine, con l'obiettivo di massimizzare il numero di dati disponibili per ogni singola statistica. Si mostrano di seguito, per le singole variabili oggetto di indagine, la percentuale di informazioni disponibili sul totale della dimensione campionaria.

	Anno investimento iniziale	Provincia	Sesso	Età	Stato civile	Titolo di studio	Professione
1996	91,7%	75,7%	94,5%	100,0%	11,4%	0,5%	15,7%
2001	99,9%	98,6%	100,0%	100,0%	8,4%	0,1%	19,6%
2002	99,9%	98,5%	92,3%	99,9%	8,8%	0,1%	16,2%
2003	99,9%	99,9%	94,2%	100,0%	9,5%	0,1%	19,1%
2004	99,9%	99,9%	99,8%	100,0%	8,4%	0,1%	19,1%

Tab 4 Disponibilità delle variabili sulle persone fisiche

Al fine di valutare l'attendibilità del campione, si è proceduto a confrontare le caratteristiche dei sottoscrittori con la struttura delle famiglie italiane rilevata nella ricerca biennale di Banca d'Italia su " *I Bilanci delle famiglie italiane - l'anno 2002*", osservando le variabili comuni. Pur mantenendo sempre una

¹ Akros HFR Alternative Investments Sgr SpA, Aletti Gestielle Sgr SpA, Allianz Dresdner Asset Management Luxembourg SA, Anima Sgrpa, Antonveneta Abn Amro Sgr SpA, Arca SpA Sgr, Aureo Gestioni Sgrpa, Bancoposta Fondi SpA Sgr, Bim Intermobiliare Sgr SpA, Bipielle Fondicri Sgr SpA, Bipiemme Gestioni Sgr SpA, Bnl Gestioni Sgrpa, Bpu Pramerica Sgr SpA, BPVI Fondi Sgr SpA, Capitalgest Sgr SpA, Carige Asset Management Sgr SpA, Credit Agricole Asset Management Sgr SpA, Credit Suisse Asset Management Funds Sgr SpA, DWS Investments Italy Sgr SpA, Effe Gestioni Sgr SpA, Ersel Asset Management Sgr SpA, Euromobiliare Asset Management Sgr SpA, Fideuram Gestions SA, Fideuram Investimenti Sgr SpA, Fineco Asset Management SpA Sgr, Fineco Investimenti Alternativi Sgr SpA, Fondi Alleanza Sgr SpA, Generali Asset Management SpA Sgr, Generali Investimenti Alternativi Sgrpa, Grifogest Sgr SpA, Interfund Sicav, International Securities Fund New Economy SA, Mc Gestioni Sgrpa, Mediolanum Gestione Fondi Sgrpa, Mediolanum International Funds Ltd, Monte Paschi Asset Management Sgr SpA, Nextra Investment Management Sgr SpA, Optima SpA Sgr, Pensplan Invest Sgr SpA, Pioneer Alternative Investment Sgr SpA, Pioneer Investment Management Sgrpa, Pixel Investment Management Sgrpa, Ras Asset Management Sgrpa, Sanpaolo Imi Alternative Inv. Sgr SpA (S. P.A. I.), Sanpaolo Imi Asset Management Sgr SpA, Symphonia Multisicav, Symphonia Sicav, Systema Asset Management Sgr SpA, Unipol Fondi Ltd, Vegagest SpA Sgr

certa cautela, dato il diverso periodo temporale di riferimento e la differente metodologia di indagine, è stato possibile giustificare alcuni comportamenti e particolari tendenze rilevate nell'analisi stessa dei sottoscrittori.

Banca d'Italia ²	Famiglie	Perceptori	Assogestioni	Sottoscrittori
Sesso		Sesso		
Maschi	70,6%	56,4%	Maschi	58,6%
Femmine	29,4%	43,6%	Femmine	41,4%
Età		Età		
Fino a 30 anni	6,5%	13,3%	Fino a 35 anni	16,0%
Da 31 a 40 anni	20,3%	19,2%	Da 36 a 55 anni	39,5%
Da 41 a 50 anni	21,4%	19,4%	Da 56 a 65 anni	19,4%
Da 51 a 65 anni	24,2%	23,0%	Oltre 65 anni	25,1%
Oltre 65 anni	27,7%	25,2%		
Area Geografica³		Area Geografica		
Abruzzo	2,88%	2,0%	Abruzzo	1,31%
Basilicata	0,97%	2,0%	Basilicata	0,58%
Calabria	2,53%	2,3%	Calabria	1,88%
Campania	8,78%	7,9%	Campania	5,30%
Emilia Romagna	8,94%	8,3%	Emilia Romagna	10,52%
Friuli	2,95%	2,4%	Friuli	2,55%
Lazio	5,70%	8,8%	Lazio	7,31%
Liguria	4,64%	3,3%	Liguria	4,56%
Lombardia	11,30%	16,7%	Lombardia	22,36%
Marche	4,73%	2,9%	Marche	2,43%
Molise	1,06%	0,7%	Molise	0,28%
Piemonte	9,74%	8,1%	Piemonte	10,37%
Puglia	5,16%	6,1%	Puglia	4,41%
Sardegna	3,71%	2,7%	Sardegna	1,32%
Sicilia	8,18%	6,9%	Sicilia	4,31%
Toscana	6,98%	6,6%	Toscana	6,50%
Trentino	1,61%	1,8%	Trentino	1,52%
Umbria	3,37%	1,8%	Umbria	1,39%
Valle D'aosta	0,27%	0,1%	Valle D'aosta	0,28%
Veneto	6,50%	8,5%	Veneto	10,59%

² Cfr. "I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", op. cit.

³ Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia

Tab 5 Confronto dati desunti dall'analisi sui bilanci delle famiglie italiane e sui sottoscrittori



PARTE III

**PREVIDENZA E FONDI
PENSIONE APERTI**



L'ASSETTO REGOLAMENTARE

Con il decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, in attuazione della legge di delegazione 23 agosto 2004 n. 243, è stato riformato il sistema di previdenza complementare italiano. Si è trattato di un intervento di riordino dell'intero *corpus* normativo della previdenza complementare al fine di consentire un effettivo e definitivo decollo dei prodotti del secondo pilastro delle pensioni attraverso l'eliminazione degli ostacoli che ad oggi impediscono la parità competitiva di tutte le forme pensionistiche complementari e la piena portabilità delle posizioni individuali degli aderenti nell'ambito dell'intero sistema.

L'entrata in vigore della nuova disciplina è temporalmente differita al 1° gennaio 2008, salvo talune disposizioni riguardanti, in particolare, la vigilanza sulle forme pensionistiche complementari e i compiti della Covip (Commissione di vigilanza sulle forme pensionistiche complementari).

Solo le forme pensionistiche complementari che, alla data del 1° gennaio 2008, saranno attuate mediante la costituzione di appositi fondi o di patrimoni separati, potranno utilizzare la denominazione di "fondo pensione".

Il legislatore delegato ha, poi, inteso riconoscere ai fondi pensione aperti evidenza giuridica di forma pensionistica di "duplice" natura, contemplandola, espressamente, sia nell'ambito delle forme pensionistiche collettive sia in quello delle forme individuali.

A partire dalla suddetta data e, successivamente, per un limitato periodo di tempo, tutti i lavoratori saranno chiamati ad effettuare una scelta della forma pensionistica, sia essa collettiva o individuale, nella quale allocare il proprio Tfr, indipendentemente dalle scelte operate in monte dal proprio datore di lavoro. Agli stessi lavoratori sarà altresì consentito di optare per il mantenimento del Tfr presso l'azienda. In tale contesto è, quindi, importante che sia garantita completezza informativa al fine di assicurare la libertà di scelta individuale.

Il tema del finanziamento delle forme pensionistiche complementari costituisce, senz'altro, uno dei punti qualificanti la riforma: l'incremento dell'entità dei flussi di finanziamento è attuato tramite il conferimento del Tfr maturando che potrà avvenire attraverso modalità esplicite (libera scelta del lavoratore) o, in assenza di queste, mediante modalità tacite.

1 I principi della riforma della previdenza complementare



Soltanto per i lavoratori che non effettuino nessuna scelta, né di adesione ad alcuno schema pensionistico complementare né di mantenimento del Tfr presso il datore di lavoro, il Tfr sarà trasferito, in base al principio del silenzio-assenso, alla forma pensionistica collettiva prevista dagli accordi o contratti collettivi anche aziendali o, in ipotesi di coesistenza di più forme pensionistiche, a quella alla quale abbia aderito il maggior numero di lavoratori dell'azienda. In ultima ipotesi, nel caso in cui non siano applicabili le predette modalità, il Tfr sarà devoluto alla forma pensionistica complementare residuale istituita presso l'INPS.

Un meccanismo quale quello descritto potrà permettere un effettivo e vantaggioso accesso alle forme pensionistiche collettive senza perciò negare la possibilità di scelte individuali.

La scelta operata dal legislatore delegato di mantenere inalterata la distinzione fra forme pensionistiche collettive e forme individuali, in ragione della loro struttura e delle modalità di adesione, seppur a fronte di una identica disciplina in tema di finanziamento, di prestazioni e di trasparenza, costituisce sicuramente un risultato importante che migliora la coerenza del sistema attuale nel dare attuazione alla delega. La menzionata distinzione si riscontra, in particolar modo, nel sistema di *governance*.

Nell'impianto delineato dalla legge di delegazione, questo consiste in un modello basato su:

- a) il ricorso a persone particolarmente "qualificate e indipendenti" per il conferimento dell'incarico di responsabile delle forme pensionistiche, anche individuali;
- b) l'incentivazione dell'attività di "eventuali organismi di sorveglianza" previsti nell'ambito delle adesioni collettive ai fondi pensione aperti.

Tuttavia, soltanto nel caso di fondi pensione aperti ad adesione collettiva i suddetti organi coesistono. È per tale ragione che, per questa tipologia di prodotto, la definizione e il buon funzionamento di un sistema di *governance* a tutela degli aderenti potranno essere assicurati solo a patto che siano eliminate eventuali sovrapposizioni di competenze e di funzioni fra i due organi.

La realizzazione della parità competitiva fra tutte le forme pensionistiche, l'eliminazione degli ostacoli che si frappongono alla libera adesione e circolazione dei lavoratori, al pari dell'adozione di tutte le misure necessarie al fine di favorire le adesioni collettive ai fondi pensione aperti, sono tra i principali obiettivi che la riforma intende perseguire. Tali obiettivi possono contribuire, sicuramente, ad un significativo progresso in termini di equilibrio, di equità e di libertà di scelta del sistema previdenziale.

L'equiparazione, nonché la parità competitiva fra le diverse forme di previdenza

complementare, non può tuttavia prescindere dalla preventiva omogeneizzazione delle stesse sotto i profili della trasparenza e della tutela e, di conseguenza, non può che passare attraverso la definizione di regole comuni in ordine alla comparabilità dei costi, alla trasparenza e alla portabilità. È quanto auspicato dal legislatore della legge di delegazione di riforma del sistema previdenziale, che vuole innovare il sistema attuale di funzionamento dell'intero comparto della previdenza complementare al fine di tutelare l'adesione consapevole dei soggetti destinatari e, in particolare, di tutti coloro che si troveranno di fronte alla scelta di "se", "come", "dove" e "quando" conferire il proprio Tfr. Sarà compito dell'Autorità di vigilanza garantire tutto ciò.

Tra le misure oggetto di intervento va del pari ricordata la semplificazione delle procedure di autorizzazione all'esercizio dell'attività, di riconoscimento della personalità giuridica dei fondi pensione negoziali e di approvazione degli statuti e dei regolamenti, con la possibilità di utilizzo al meccanismo del silenzio-assenso e di esclusione di forme di approvazione preventiva per modifiche conseguenti a sopravvenute variazioni normative o regolamentari.

Con riferimento alle prestazioni, il decreto delegato ridefinisce i requisiti e le modalità di accesso alle prestazioni pensionistiche finali, nonché arricchisce il sistema delle anticipazioni della posizione individuale maturata attraverso la previsione di nuove e diverse fattispecie.

Nel nuovo sistema delineato dal decreto di riforma, il diritto alla prestazione pensionistica si acquisisce al momento della maturazione dei requisiti di accesso alle prestazioni stabiliti nel regime obbligatorio di appartenenza, con almeno cinque anni di partecipazione al sistema previdenziale complementare. Cade, quindi, la distinzione fra prestazioni pensionistiche di anzianità e di vecchiaia e sono unificati i periodi minimi di permanenza nel sistema necessari per l'esercizio del diritto. La prestazione pensionistica finale può essere erogata sotto forma di capitale o di rendita; l'erogazione in capitale è consentita, a scelta dell'aderente, per un importo non superiore al 50 per cento del montante finale accumulato, ovvero qualora la rendita derivante dalla conversione di almeno il 70 per cento del montante finale risulti inferiore al 50 per cento dell'assegno sociale di cui all'articolo 3, commi 6 e 7, della legge 8 agosto 1995, n. 335.

Per ciò che concerne l'erogazione in forma di rendita, la scelta della tipologia di quest'ultima è rimessa all'aderente in base alle opzioni offerte dalle convenzioni assicurative allegata ai regolamenti di gestione dei fondi pensione aperti e agli statuti dei fondi pensione negoziali.

Il nuovo regime delle anticipazioni prevede che gli aderenti alle forme pensionistiche complementari possano richiedere una anticipazione della posizione individuale maturata:

- a) in qualsiasi momento, per un importo non superiore al 75 per cento, per spese sanitarie a seguito di gravissime situazioni relative a loro stessi, al coniuge e ai figli, per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche;
- b) decorsi otto anni di iscrizione, per un importo non superiore al 75 per cento, per l'acquisto della prima casa di abitazione per loro stessi o per i figli, documentato con atto notarile, o per la realizzazione degli interventi di cui alle lettere *a)*, *b)*, *c)* e *d)* del comma 1 dell'articolo 3 del testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia edilizia di cui al d.P.R. 6 giugno 2001, n. 380 (Interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, interventi di restauro e risanamento conservativo e interventi di ristrutturazione edilizia), relativamente alla prima casa di abitazione, documentato come previsto dalla normativa stabilita ai sensi dell'articolo 1, comma 3, della legge 27 dicembre 1997, n. 449;
- c) decorsi otto anni di iscrizione, per un importo non superiore al 30 per cento, per ulteriori esigenze degli aderenti stessi.

In particolare, alle somme anticipate ai sensi del punto sub *a)*, è riconosciuta, in termini di cedibilità, sequestrabilità e pignorabilità, la stessa tutela ammessa per le pensioni a carico degli istituti di previdenza obbligatoria previsti dall'articolo 128 del regio decreto-legge 4 ottobre 1935, n. 1827, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 aprile 1935, n. 1155 e dall'articolo 2 del d.P.R. 5 gennaio 1950, n. 180 e successive modificazioni.

Anche la disciplina dei riscatti risulta innovata. Questi sono ora ammessi in misura:

- a) parziale, non oltre il 50 per cento della posizione individuale maturata, nei casi di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo di tempo non inferiore a 12 mesi e non superiore a 48, ovvero nel caso di ricorso, da parte del datore di lavoro, a procedure di mobilità, cassa integrazione guadagni ordinaria o straordinaria;
- b) totale, nei casi di invalidità permanente che comporti la riduzione della capacità di lavoro a meno di un terzo e a seguito di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo di tempo superiore a 48 mesi. All'esercizio di tale facoltà il legislatore ha tuttavia posto un limite, per finalità antielusive, impedendo che ciò avvenga nei cinque anni che precedono la maturazione dei requisiti di accesso alle prestazioni pensionistiche complementari; in tali casi, quindi, l'aderente non potrà che richiedere la prestazione pensionistica, in forma di rendita o di capitale, in base quanto ad esso concesso.

Ulteriori punti qualificanti la riforma sono il perfezionamento dell'unitarietà e

dell'omogeneità del sistema di vigilanza sul settore della previdenza complementare, che affida al Ministero del Lavoro e delle politiche sociali l'attività di alta vigilanza - esercitata tramite l'adozione di direttive generali in materia - e alla Covip il compito di impartire disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali fra tutte le forme pensionistiche collettive e individuali, e di vigilare sulle modalità di offerta al pubblico degli strumenti previdenziali.

Le forme pensionistiche individuali attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita (Pip), a partire dall'entrata in vigore della riforma, al fine dell'acquisizione di nuove adesioni e della destinazione del Tfr, dovranno essere costituite nella forma di patrimonio autonomo e separato e predisporre un apposito regolamento, da allegare al contratto di assicurazione, preventivamente approvato dalla Covip. Tuttavia, a differenza di quanto previsto per le altre forme pensionistiche complementari, ai Pip stipulati fino alla data del 31 dicembre 2007, è concessa la possibilità di optare per il mantenimento della disciplina vigente alla data di entrata in vigore del decreto n. 252/05, e cioè al 13 dicembre 2005. Dal 1° gennaio 2008, infatti, solo le forme pensionistiche che abbiano provveduto agli adeguamenti richiesti e abbiano ricevuto la relativa autorizzazione o approvazione da parte della Covip, potranno raccogliere nuove adesioni, anche con conferimento del Tfr.

Il decreto delegato prevede, da ultimo, il pieno riconoscimento, in capo all'aderente, del diritto alla "portabilità" della propria posizione pensionistica, anche avendo riguardo ai futuri flussi di contribuzione (contributo del datore di lavoro e quote di Tfr maturando), nel caso in cui egli intenda trasferirsi ad altre forme pensionistiche.

Tuttavia, se trattasi di lavoratore dipendente aderente alla previdenza complementare sulla base delle previsioni contenute nelle fonti istitutive di natura collettiva (accordi e contratti collettivi, anche aziendali), il versamento del contributo del datore di lavoro alla nuova forma pensionistica prescelta potrà avvenire solo nei limiti e secondo le modalità stabilite dai contratti o accordi collettivi, anche aziendali.

Le novità introdotte nel sistema di previdenza complementare dalla riforma troveranno attuazione, come prima evidenziato, a far data dal 1° gennaio 2008; fino a quel momento, rimarranno in vigore le disposizioni contenute nel decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, e successive modificazioni, concernente la "Disciplina delle forme pensionistiche complementari, a norma dell'articolo 3, comma 1, lettera v), della legge 23 ottobre 1992, n. 421".

Il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, e successive modifiche e integrazioni, ha costituito una innovazione di notevole rilievo nel sistema previden-

2 Cosa è e quando nasce il fondo pensione

ziale e finanziario del nostro Paese, poiché ha introdotto la prima disciplina organica delle "forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico".

Tali forme di previdenza, denominate fondi pensione, consentono di realizzare piani pensionistici complementari attraverso il sistema della capitalizzazione con una gestione professionale del risparmio previdenziale, grazie anche a consapevoli scelte di investimento che meglio rispondono alle mutevoli esigenze previdenziali di coloro che vi accedono. Si tratta dei prodotti del cosiddetto "secondo pilastro" delle pensioni, il cui scopo è quello di assicurare livelli più elevati di copertura previdenziale rispetto al sistema obbligatorio.

Il livello delle pensioni pubbliche, infatti, ancorché determinato in riferimento, diretto o indiretto, al reddito e alle retribuzioni, difficilmente ad oggi coincide, e né potrà nel futuro eventualmente coincidere, con l'ultima retribuzione o l'ultimo reddito percepiti dai lavoratori. Anche i meccanismi di perequazione, pur privilegiando i livelli pensionistici più bassi, non sono idonei a garantire una dinamica corrispondente a quella delle retribuzioni e del costo della vita. Chi oggi lavora deve quindi pensare a nuove soluzioni che permettano di integrare la propria pensione pubblica: i lavoratori hanno infatti sempre interesse a mantenere, anche da pensionati, lo stesso tenore di vita che è stato loro consentito dalle retribuzioni e, se questo potrà essere sempre meno soddisfatto dai regimi previdenziali pubblici, occorrerà rivolgersi altrove.

Da qui, pertanto, l'esigenza dell'ingresso nel mercato finanziario italiano di un nuovo operatore, per l'appunto il fondo pensione, che sia in grado di gestire professionalmente ingenti volumi di risorse e sia in grado, nel contempo, di influenzare positivamente la crescita del mercato stesso, convogliandovi le risorse raccolte in gestione. L'esperienza, specialmente estera, ha inoltre dimostrato che gli investimenti dei fondi pensione si segnalano particolarmente per la loro qualità, in quanto si dirigono in misura prevalente verso i mercati regolamentati. Riguardo a tali mercati essi svolgono una importante funzione di stabilità poiché, raccogliendo flussi costanti di risorse ma avendo impegni differiti nel tempo e relativamente facili da pianificare in quanto a entità, possono meglio programmare le politiche di investimento e, quindi, attuare scelte di portafoglio in modo molto più consapevole rispetto ad un normale investitore. I fondi pensione, infatti, salvo ipotesi del tutto eccezionali, sono in genere "sganciati" da esigenze di breve periodo e, essendo legati a orizzonti temporali piuttosto ampi, si comportano in maniera sostanzialmente "anticiclica".

I fondi pensione possono essere di due specie: fondi pensione ad ambito definito (o negoziali/contrattuali) ovvero fondi pensione aperti, e si distinguono a seconda della veste giuridica e dei soggetti destinatari.

I fondi pensione negoziali sono quelli previsti in favore di particolari categorie professionali di soggetti. Essi hanno origine da contratto, accordo collettivo o regolamento, anche aziendale (cosiddette fonti istitutive) e possono accogliere le sole contribuzioni dei soggetti che hanno partecipato alla loro istituzione (ad esempio i lavoratori del settore chimico, qualora ne ricorrano i presupposti, possono aderire al FONCHIM, come i lavoratori del settore metalmeccanico al COMETA).

Sono soggetti giuridici e possono essere costituiti nella forma di associazioni ovvero di fondazioni, con o senza personalità giuridica.

Accanto ai fondi pensione negoziali, esiste poi la categoria dei fondi pensione aperti. Tale genere di fondi nasce per delibera del Consiglio di Amministrazione dell'intermediario istitutore, che può essere una banca, una società di gestione del risparmio, un'impresa di assicurazioni o una SIM. I fondi pensione così costituiti sono patrimoni autonomi e separati, nell'ambito del patrimonio del soggetto istitutore, non distraibili dal fine previdenziale al quale sono stati destinati.

Il nome "aperto" attribuito a tale tipo di fondi deriva dal fatto che essi sono aperti alle adesioni di chiunque, rivolgendosi perciò a un numero estremamente ampio di destinatari: chiunque sia interessato alla realizzazione di un piano di previdenza complementare può infatti liberamente accedere a un fondo pensione aperto, indipendentemente dal tipo di attività esercitata.

Per poter accedere alle prestazioni complementari dei fondi pensione il beneficiario deve essere titolare di un reddito di lavoro ed essere iscritto a una forma di previdenza obbligatoria. Da ciò deriva che destinatari dei fondi pensione possono essere:

- lavoratori dipendenti (dirigenti, quadri, impiegati, operai);
- lavoratori autonomi iscritti all'INPS (artigiani, commercianti);
- liberi professionisti iscritti alle Casse di Previdenza di categoria (medici, dottori commercialisti, avvocati, ecc);
- liberi professionisti e lavoratori autonomi iscritti - a partire dal 1° aprile 1996 - alla gestione separata INPS e tenuti al versamento del contributo obbligatorio istituito dall'articolo 2, comma 26, della legge 8 agosto 1995, n. 335 (amministratori di società, collaboratori coordinati e continuativi, imprenditori e liberi professionisti senza cassa);
- i soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro;
- i soggetti destinatari del decreto 16 settembre 1996, n. 565, anche se non iscritti al fondo ivi previsto (si tratta dei soggetti destinatari del fondo di previdenza per le persone che svolgono lavori di cura non retribuiti derivanti da responsabilità familiari).

Giova precisare che, allo stato, l'adesione su base contrattuale collettiva può

3 Soggetti destinatari dei fondi pensione

avvenire solo a condizione che le fonti istitutive dei fondi negoziali (e cioè i contratti, gli accordi collettivi e i regolamenti, anche aziendali) non “*sussistano o non operino*”.

Tale inciso sta a significare che possono aderire ad un fondo pensione aperto, su base collettiva, sempre se iscritti ad una forma di previdenza obbligatoria:

- indistintamente tutti i lavoratori autonomi e i liberi professionisti;
- i lavoratori dipendenti solo se:
 1. *siano decorsi* sei mesi dal rinnovo del primo contratto nazionale di categoria ovvero dalla stipula di diversi accordi collettivi nazionali istitutivi di forme pensionistiche complementari, successivamente al 17 agosto 1995;
 2. *non esiste* un contratto o accordo collettivo istitutivo di un fondo pensione negoziale;
 3. *esiste un fondo pensione negoziale* previsto da un contratto o accordo collettivo, ma il datore di lavoro non è iscritto all’associazione sindacale stipulante il contratto (cosiddetta non operatività della fonte istitutiva);
 4. *esiste un fondo pensione negoziale*, il datore di lavoro è iscritto al sindacato stipulante il contratto ed *esiste, altresì, un contratto integrativo aziendale* che preveda l’adesione ad un fondo pensione aperto a condizioni migliori. In questa specifica ipotesi l’adesione al fondo aperto è consentita, salvo però diverse previsioni - esplicite o implicite - a livello di contrattazione collettiva nazionale. Ciò significa che qualora il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale preveda l’adesione dei lavoratori a un fondo pensione ad ambito definito, rimettendo alla contrattazione integrativa soltanto la regolamentazione di taluni aspetti contrattuali (quali ad esempio la retribuzione e le ferie) ma senza includervi la materia della previdenza complementare, si deve ritenere inibita la possibilità di adesione ad un fondo pensione aperto, anche se fatta a livello di contrattazione collettiva integrativa (previsione implicita). Del pari l’adesione a un fondo aperto deve considerarsi non attuabile nel caso in cui il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale non solo preveda l’adesione ad un fondo pensione ad ambito definito ma stabilisca, *altresì, esplicitamente*, che la materia inerente la previdenza complementare è riservata al solo livello di competenza nazionale. Di fatto, in questo caso, non è prevista la possibilità di deroga da parte della contrattazione collettiva integrativa;
- i soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro alle stesse condizioni previste per i lavoratori dipendenti;
- i lavoratori parasubordinati ai quali si applicherà la disciplina prevista per i lavoratori autonomi o per i lavoratori subordinati, nel caso in cui le loro condizioni siano regolate da CCNL.

Principio fondamentale della disciplina in materia è la tutela e garanzia, in ogni caso, della *libertà di adesione* ai fondi pensione.

L'accesso alla previdenza complementare tramite adesione su base individuale ai fondi aperti, anche per la realizzazione di piani pensionistici individuali, è, invece, riconosciuta a qualunque soggetto, anche non titolare di redditi di lavoro (subordinato o autonomo) o di impresa e anche se privo di una copertura previdenziale obbligatoria. I soggetti che aderiscono a fondi pensione aperti in forma individuale possono realizzare sia forme di previdenza di tipo complementare sia forme pensionistiche individuali. Tuttavia anche se l'adesione è libera, i vantaggi fiscali potranno essere riconosciuti nei soli casi in cui questa avvenga nelle forme previste dalla legge.

Le forme pensionistiche possono operare in regime di:

- contribuzione definita (per tutti i destinatari);
- prestazione definita (solo per i lavoratori autonomi e liberi professionisti), calcolata con riferimento al livello del reddito, ovvero a quello del trattamento pensionistico obbligatorio.

I fondi pensione aperti operano in regime di contribuzione definita. Ciò significa che l'entità delle prestazioni che verranno erogate è determinata in base ai contributi versati negli anni di permanenza nel fondo, secondo il principio della capitalizzazione (le contribuzioni effettuate da ciascun aderente verranno accantonate sulla posizione individuale aperta al momento dell'adesione).

L'adesione ai fondi aperti è sempre volontaria e deve essere preceduta dalla consegna del prospetto informativo, del regolamento e, su richiesta, della ulteriore documentazione prevista (ad esempio l'ultimo rendiconto annuale del fondo).

L'adesione si perfeziona con la sottoscrizione da parte dell'aderente dell'apposito modulo contenuto nel prospetto informativo, il quale prevede il rilascio di una apposita dichiarazione attestante l'esistenza dei requisiti di partecipazione, da sottoscrivere specificamente. L'aderente deve altresì comunicare al fondo se aderisce in forma individuale ovvero su base contrattuale collettiva e, quindi, se intende realizzare in proprio favore una forma di previdenza complementare di tipo collettivo ovvero individuale.

L'adesione può anche avvenire, qualora si abbia già una posizione previdenziale in essere, per trasferimento della posizione stessa da altro fondo pensione o da altra forma pensionistica individuale. In questo caso colui che effettua il trasferimento dovrà comunicare al nuovo fondo tutte le informazioni utili ai fini del trasferimento stesso.

Al suo interno, il fondo pensione può essere:

4 Come può essere il regime delle forme pensionistiche complementari

5 Come si aderisce ai fondi pensione aperti

- a) monocomparto o monolinea;
- b) multicomparto o multilinea;

nel caso in cui il fondo individui più linee di investimento l'aderente deve comunicare al fondo, all'atto dell'adesione, la specifica linea di investimento cui intende aderire. La scelta di una piuttosto che un'altra linea di investimento è dettata dall'analisi della politica di investimento della linea stessa e dal profilo di rischio proprio dell'aderente (variabile in base all'età anagrafica e all'anzianità contributiva). Una volta effettuata la scelta della linea di investimento, la permanenza nella stessa è obbligatoria per il periodo di tempo minimo stabilito dal regolamento di gestione del fondo. Allo scadere di detto periodo l'aderente può richiedere la conversione (*switch*) della propria posizione individuale ad altra linea di investimento.

Come è possibile osservare, a colui che aderisce a fondi pensione non è allo stato consentito realizzare un'adesione "multicomparto" distribuendo contemporaneamente i versamenti contributivi su diverse linee di investimento. A tale risultato non è tuttavia da escludere che si giunga in breve tempo: la Commissione di vigilanza è stata infatti interessata alla questione e se ne attende a breve un pronunciamento.

6 Chi gestisce il fondo pensione aperto

Il fondo pensione aperto può essere gestito dalla stessa società che ne ha deliberato l'istituzione o, per delega, da uno o più intermediari abilitati, quali banche, società di gestione del risparmio, compagnie di assicurazione e SIM. È però espressamente precisato dalla normativa che la delega non può mai interessare la totalità del portafoglio del fondo.

Le attività nelle quali il fondo può investire le proprie disponibilità sono disciplinate, al livello più generale, dal decreto legislativo n. 124 del 1993 (in particolare dall'articolo 6, comma 5), a livello di maggiore dettaglio, dal decreto del Ministro del Tesoro 21 novembre 1996, n. 703 nonché, in ultima analisi, dallo stesso regolamento di gestione del fondo. Per ciascun fondo pensione aperto la politica di investimento adottata è dettagliatamente descritta sia nel prospetto informativo sia nel regolamento di gestione.

La gestione finanziaria delle risorse può anche essere assistita dalla garanzia di un rendimento minimo ovvero di restituzione del capitale versato.

7 Chi è il responsabile del fondo pensione aperto

È colui il quale sovrintende all'amministrazione e alla gestione finanziaria del fondo, anche nel caso in cui questa sia delegata a soggetti terzi, e verifica la rispondenza della politica di impiego delle risorse alla normativa vigente e ai criteri stabiliti dal regolamento. La sua azione si svolge quindi nell'interesse degli aderenti, in favore dei quali egli è tenuto a operare e per i quali funge da rac-

cordo informativo con gli organi direttivi e gestori del fondo stesso. Esso è nominato, dopo averne accertato il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità, dal Consiglio di Amministrazione della società che ha promosso il fondo pensione.

Come nel caso dei fondi comuni di investimento, a tutela dei partecipanti, il patrimonio del fondo pensione è custodito presso una banca, distinta dal soggetto gestore, la banca depositaria. Similmente a quanto previsto per i fondi comuni, la banca depositaria è tenuta ad eseguire le operazioni impartite dal gestore del fondo, purché non siano contrarie alla legge, al regolamento e ai criteri stabiliti dal decreto n. 703 del 1996.

I fondi pensioni aperti si finanziano attraverso il versamento dei contributi da parte degli aderenti. I contributi sono infatti stabiliti a carico di tutti i lavoratori e, nel caso si tratti di lavoratori subordinati o parasubordinati, sono anche per una parte a carico dei datori di lavoro e dei committenti.

La misura dei contributi deve essere determinata in funzione degli imponibili di riferimento dell'aderente, ossia:

- a) per i lavoratori dipendenti in misura percentuale della retribuzione assunta a base per la determinazione del Tfr;
- b) per i lavoratori autonomi e per i liberi professionisti in misura percentuale rispetto al reddito di lavoro autonomo o di impresa dichiarato nel periodo di imposta precedente l'adesione al fondo;
- c) per i soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro in misura percentuale dell'imponibile considerato ai fini dei contributi previdenziali obbligatori.

Nei casi di adesione su base individuale, la misura della contribuzione è determinata dall'iscritto all'atto dell'adesione, e può essere da questi variata in qualsiasi momento. È prevista la possibilità di sospendere, in qualsiasi momento, la contribuzione, senza che questo causi il venire meno del rapporto fra l'aderente e il fondo. Per i lavoratori che aderiscano su base collettiva la misura della contribuzione a proprio carico, della contribuzione a carico del datore di lavoro e delle quote di Tfr è determinata dal contratto o accordo collettivo.

Per le persone che svolgono lavori di cura non retribuiti derivanti da responsabilità familiari, sono consentite contribuzioni saltuarie e non fisse. I soggetti rientranti in questa categoria di lavoratori possono anche delegare il centro servizi o l'azienda emittente la carta di credito o di debito da essi posseduta al versamento con cadenza trimestrale al fondo pensione dell'importo corrispondente agli abbuoni accantonati a seguito di acquisti effettuati tramite moneta

8 Dove sono depositate le disponibilità del fondo pensione



9 Come si finanziano i fondi pensione aperti

elettronica o altro mezzo di pagamento presso i centri vendita convenzionati (supermercati, grandi magazzini, centri commerciali, etc.).

10 Quale è il regime delle spese previsto per i fondi pensione

La misura delle spese, stabilita dal regolamento del fondo, è riprodotta nel prospetto informativo.

Le spese si distinguono in:

- a) *spese e oneri direttamente a carico dell'aderente* singolo (ad esempio la commissione di ingresso nel fondo, di anticipazione, di trasferimento, di riscatto o di conversione della posizione individuale);
- b) *spese e oneri a carico del fondo* e, quindi, indirettamente a carico della collettività intera degli aderenti (ad esempio la commissione di gestione, gli oneri fiscali, le spese legali e giudiziarie, le commissioni di incentivo, se previste ecc).

Nel caso in cui il fondo pensione investa le proprie disponibilità in parti di OICR (fondi comuni di investimento e Sicav), la commissione di gestione applicata a ciascuna linea di investimento del fondo pensione deve essere comprensiva della commissione gravante sull'OICR acquisito. È infatti previsto che il patrimonio del fondo non possa, in nessun caso, essere gravato da spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né dalle commissioni di gestione applicate dall'OICR stesso.

Ciascun aderente può conoscere, all'atto dell'adesione al fondo, quale è l'esatto ammontare delle spese e degli oneri a proprio carico prendendo visione del prospetto informativo nel quale tale importo deve essere espressamente indicato. Ulteriori spese applicabili sono quelle relative alla erogazione delle rendite, nonché quelle relative alle eventuali prestazioni accessorie per invalidità e premorienza. Il loro ammontare è definito nella convenzione assicurativa allegata al regolamento.

11 Quando è possibile trasferire o riscattare la posizione pensionistica accumulata presso un fondo pensione

Le disposizioni di legge e regolamentari in materia di previdenza complementare stabiliscono che l'iscritto al fondo possa conseguire la prestazione pensionistica (causa naturale di uscita dal fondo pensione) solo al raggiungimento dell'età pensionabile e decorso il periodo minimo di contribuzione. Anche prima della scadenza del piano pensionistico è, tuttavia, consentito all'aderente, ove ricorrano particolari condizioni, di trasferire ovvero di riscattare la propria posizione individuale (costituita dai contributi versati più il rendimento accumulato).

Il trasferimento della posizione individuale può essere disposto, al ricorrere dei presupposti di legge sotto specificati, verso un altro fondo pensione (aperto o negoziale) ovvero verso altra forma pensionistica individuale (attuata me-

dian­te l'adesione individuale a fondi aperti ovvero mediante la conclusione di contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziali).

Il trasferimento può essere richiesto:

- a) nel caso in cui vengano meno i requisiti di partecipazione al fondo (ad esempio per mutamento dell'attività lavorativa);
- b) per volontà dell'iscritto, una volta decorso il tempo di permanenza minimo obbligatorio stabilito dalla legge e dal regolamento di gestione del fondo (cinque o tre anni);
- c) nel caso in cui vengano introdotte delle modifiche peggiorative alle condizioni economiche di partecipazione (ad esempio aumento delle commissioni di gestione o di altre commissioni e spese).

Il riscatto, con conseguente chiusura del rapporto pensionistico, può essere richiesto solo per i seguenti motivi:

- a) nel caso in cui vengano meno i presupposti di partecipazione al fondo senza aver maturato i requisiti previsti per la richiesta delle prestazioni pensionistiche (ad esempio nel caso di mutamento dell'attività lavorativa il diritto al riscatto può essere esercitato in alternativa al trasferimento della posizione individuale);
- b) nel caso di cessazione dell'attività lavorativa;
- c) nel caso di decesso dell'aderente prima dell'esercizio del diritto alla prestazione pensionistica (premorienza). In tal caso il diritto al riscatto può essere esercitato dagli eredi, se il *de cuius* aveva aderito su base individuale (seguendosi le regole ordinarie della successione *mortis causa*, mancando familiari del *de cuius* la posizione viene acquisita dallo Stato); se invece l'adesione del *de cuius* traeva origine da un accordo o contratto collettivo (trattandosi quindi di soggetti lavoratori), saranno legittimati al riscatto il coniuge, i figli, i genitori se già viventi a carico dell'iscritto, o l'altro soggetto eventualmente designato dal *de cuius* stesso. In tale ultimo caso, in assenza dei predetti soggetti la posizione pensionistica resta acquisita al fondo pensione.

Nel caso di adesioni finalizzate alla realizzazione di piani pensionistici individuali, il diritto al riscatto, anche parziale, della posizione individuale maturata, può essere esercitato dall'aderente solo dopo che siano decorsi otto anni di partecipazione al fondo e solo per fini tassativamente individuati dalla legge e consistenti nelle necessità derivanti:

- dall'acquisto della prima casa di abitazione per sé o per i figli documentato con atto notarile;
- dalla realizzazione di interventi di recupero del patrimonio edilizio di cui alle lettere *a)*, *b)*, *c)* e *d)*, dell'art. 31, comma 1, della legge 5 agosto

1978, n. 457, relativamente alla prima casa di abitazione;

- dalle spese sanitarie per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche.

12 Quando è possibile richiedere l'anticipazione

III

128 | 11

Gli aderenti ai fondi pensione, siano essi lavoratori subordinati o autonomi, che per otto anni abbiano accumulato contributi sulla propria posizione individuale, possono conseguire una anticipazione, anche totale, dei contributi accumulati. La richiesta può essere effettuata solo al verificarsi di particolari evenienze, e cioè per:

- l'acquisto della prima casa di abitazione per sé o per i figli, documentato con atto notarile;
- la realizzazione di interventi di recupero del patrimonio edilizio di cui alle lettere *a)*, *b)*, *c)* e *d)*, dell'art. 31, comma 1, della legge 5 agosto 1978, n. 457, relativamente alla prima casa di abitazione;
- eventuali spese sanitarie per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche;
- eventuali spese da sostenere durante i periodi di fruizione dei congedi per la formazione e per la formazione continua, ovvero dei congedi parentali.

Le somme erogate a titolo di anticipazione possono, a scelta dell'aderente, essere in qualsiasi momento reintegrate al fondo con versamenti volontari.

13 Quali sono e quando si conseguono le prestazioni pensionistiche

Il fondo pensione, in base alle previsioni di legge e di regolamento, può erogare prestazioni pensionistiche complementari di anzianità o di vecchiaia.

Le prestazioni pensionistiche complementari di *anzianità* sono erogate all'atto della cessazione dell'attività lavorativa purché ricorrano i requisiti di:

- a) almeno 15 anni di iscrizione al fondo stesso e
- b) di un'età anagrafica di non più di 10 anni inferiore a quella prevista per il pensionamento di vecchiaia nel regime obbligatorio di appartenenza.

Le prestazioni pensionistiche di *vecchiaia* sono invece erogate al compimento dell'età pensionabile stabilita nel regime obbligatorio di appartenenza, con un minimo di 5 anni di partecipazione al fondo.

Per gli aderenti ai fondi pensione non titolari di redditi di lavoro o di impresa, convenzionalmente, si considera età pensionabile il raggiungimento dell'età prevista dall'art. 1, comma 20, della legge 8 agosto 1995, n. 335 (ad oggi il 57mo anno di età).

Sia nel caso di prestazioni pensionistiche di anzianità sia di vecchiaia, il periodo minimo di permanenza nel fondo (anni di iscrizione/contribuzione) necessario per l'ottenimento delle prestazioni stesse viene ad essere ridotto in considerazione di periodi maturati dall'aderente in conseguenza di precedenti iscrizioni

ad altre forme pensionistiche complementari collettive o individuali.

Le prestazioni del fondo possono essere erogate sotto forma di capitale ovvero in forma di rendita. Le prestazioni erogate in forma di capitale non possono eccedere il limite massimo del 50% della posizione individuale maturata, mentre la restante parte dovrà essere erogata sotto forma di rendita. Tale regola sconta solamente due eccezioni, che si hanno qualora il percipiente abbia la qualifica di *vecchio iscritto*, ovvero risulti essere stato iscritto, alla data del 28 aprile 1993, a forme pensionistiche complementari istituite entro il 15 novembre 1992, ovvero qualora l'importo annuo della prestazione pensionistica in forma periodica risulti inferiore al 50% dell'importo dell'assegno sociale.

Per le prestazioni erogate in forma di rendita è previsto che, all'atto della maturazione del diritto, il valore della posizione individuale - integrato dalla eventuale garanzia di risultato e al netto della eventuale quota di prestazione richiesta sotto forma di capitale - venga impiegato quale premio unico per la costituzione di una rendita vitalizia immediata.

In luogo della suddetta rendita vitalizia immediata, l'iscritto può richiedere:

- a) una rendita vitalizia reversibile;
- b) una rendita certa e successivamente vitalizia.

Le condizioni e le modalità di erogazione delle rendite sono riportate in dettaglio nelle convenzioni assicurative allegate al regolamento del fondo.

Il fondo può, eventualmente, contemplare anche prestazioni assicurative accessorie per invalidità e premorienza.

Dell'avvenuta iscrizione al fondo viene data apposita comunicazione mediante lettera di conferma nella quale sono indicati la data di iscrizione e tutte le ulteriori informazioni inerenti al primo versamento effettuato. Sono previste anche ulteriori comunicazioni periodiche agli aderenti concernenti la posizione individuale nonché i risultati di gestione del fondo (ad esempio la comunicazione periodica annuale che deve essere inviata entro il mese di marzo di ciascun anno). Inoltre, presso la sede della società che ha promosso il fondo nonché, nel caso di adesioni collettive, presso le sedi di lavoro ove prestino la propria attività almeno dieci iscritti, devono essere depositati copia del rendiconto del fondo e della nota integrativa. Ciascuno degli aderenti ha poi diritto di ricevere, al proprio domicilio, una copia a proprie spese dei suddetti documenti qualora ne faccia richiesta.

14 Come vengono attuate le misure di trasparenza nei rapporti con gli iscritti

IL REGIME TRIBUTARIO

Il decreto legislativo di riforma della previdenza complementare (d.lgs. 18 febbraio 2000, n. 47), entrato in vigore il 1° gennaio 2001, ha modificato profondamente il regime tributario dei fondi pensione. In particolare, è stato introdotto un regime che prevede l'applicazione di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura dell'11% sul risultato netto di gestione maturato in ciascun periodo d'imposta.

Per consentire una effettiva tassazione del risultato della gestione, il legislatore ha riconosciuto ai fondi pensione la natura di soggetti "lordisti", salvo alcune eccezioni, al momento della percezione dei redditi di capitale. La disposizione di deroga al regime delle ritenute alla fonte non opera, infatti, per quei proventi che sono soggetti a ritenute operate in modo indifferenziato da parte dell'emittente (è il caso, ad esempio, degli interessi dei titoli obbligazionari emessi da società non quotate), nonché con riferimento a quei proventi per i quali è prevista l'applicazione della ritenuta del 27% (ad esempio, interessi su obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi, proventi dei titoli atipici); in tali casi la ritenuta alla fonte è applicata a titolo d'imposta.

Al fine di evitare una doppia imposizione dei proventi (una volta sotto forma di ritenuta ed una volta sotto forma di imposta sostitutiva sul risultato della gestione) è previsto che i proventi soggetti a ritenuta (a titolo d'imposta) non concorrono alla formazione della base imponibile (ossia del risultato della gestione) su cui deve essere applicata l'imposta sostitutiva.

L'imposta sostitutiva si paga, infatti, sul risultato della gestione maturato nel periodo d'imposta determinato al netto dei redditi soggetti a ritenuta a titolo d'imposta, dei redditi esenti o comunque non soggetti ad imposta. In particolare, il risultato netto di gestione si determina sottraendo dal valore del patrimonio netto al termine di ciascun anno solare (aumentato dell'imposta sostitutiva accantonata, delle erogazioni effettuate per il pagamento dei riscatti, delle prestazioni previdenziali e delle somme trasferite ad altre forme pensionistiche) il valore del patrimonio netto all'inizio dell'anno (aumentato dei contributi versati, delle somme ricevute da altre forme pensionistiche nonché dei redditi soggetti a ritenuta, dei redditi esenti o comunque non soggetti ad imposta).

Regime impositivo



I proventi derivanti dall'investimento in quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposta sostitutiva concorrono a formare il risultato della gestione se percepiti o iscritti nel rendiconto del fondo pensione e su di essi spetta un credito d'imposta nella misura del 15%; il suddetto credito d'imposta concorre a formare il risultato della gestione ed è detratto dall'imposta sostitutiva dovuta dal fondo. L'imposta sostitutiva che risulta dovuta dal fondo pensione deve essere versata all'Erario entro il 16 del mese di febbraio di ciascun anno.

Se, invece, al termine del periodo d'imposta il risultato della gestione del fondo pensione è negativo, tale risultato è computato, senza limiti temporali, in diminuzione dei risultati della gestione maturati nei periodi d'imposta successivi per l'intero importo che trova in essi capienza. Inoltre, se il fondo gestisce più linee di investimento, il risultato negativo può essere utilizzato, in tutto o in parte, in diminuzione del risultato di gestione positivo conseguito dalle altre linee di investimento gestite. In tale ipotesi, l'ammontare da accreditare alla linea in perdita dovrà essere prelevato da una o più linee di investimento che hanno conseguito un risultato positivo (e quindi un debito d'imposta); il fondo pensione dovrà pertanto versare all'Erario, entro il 16 febbraio dell'anno successivo, soltanto la differenza tra l'ammontare delle imposte complessivamente dovute dalle linee di investimento che hanno conseguito un risultato positivo e l'ammontare delle imposte accreditate alle linee che hanno conseguito un risultato negativo.

In caso di scioglimento del fondo pensione e di trasferimento della posizione individuale dell'aderente ad altra forma pensionistica complementare, collettiva o individuale, l'eventuale risultato negativo della gestione può essere utilizzato dalla forma pensionistica destinataria della posizione trasferita in diminuzione del risultato netto della propria gestione. In tale ipotesi è previsto che al soggetto trasferito vengano attribuite quote che tengano conto anche di un importo pari all'11% di detto risultato negativo.

Le operazioni di trasferimento delle posizioni pensionistiche individuali che avvengano in favore delle forme pensionistiche disciplinate dal d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124, sono esenti da ogni onere fiscale.

Regime tributario dei contributi

La normativa che ha riformato il regime tributario delle forme di previdenza complementare (d.lgs. n. 47 del 2000) ha disposto che, a decorrere dal 1° gennaio 2001, i contributi (sia quelli versati dal lavoratore che dal datore di lavoro, gli accantonamenti ex art. 105 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) e quelli eccedenti il massimale contributivo di cui all'art. 2 della legge n. 335 del 1995) versati a forme di previdenza complementare collettive (e cioè fondi negoziali o fondi pensione aperti) ovvero individuali (fondi pensione aperti per

adesioni individuali e contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziali), sono deducibili dal reddito complessivo dell'aderente per un importo non superiore al 12% del reddito complessivo stesso e comunque a euro 5.164,57. È importante, al riguardo, sottolineare come tale beneficio fiscale operi:

- a) indipendentemente dalla composizione del reddito complessivo dell'aderente;
- b) a prescindere dalla circostanza che i soggetti aderiscano a forme di previdenza collettive ovvero individuali.

Alcune eccezioni sono tuttavia previste per i soggetti titolari di redditi di lavoro dipendente, per i quali il limite massimo fiscalmente deducibile deve essere determinato con riferimento alla devoluzione a forme di previdenza complementare di tipo collettivo di quote dell'accantonamento annuale al Tfr. È, infatti, previsto che se alla formazione del reddito complessivo dell'aderente concorrono redditi di lavoro dipendente, relativamente a tali redditi la deduzione compete per un importo complessivamente non superiore al doppio della quota di Tfr destinata a fondi negoziali e aperti e comunque entro i limiti del 12% del reddito complessivo e di euro 5.164,57.

La richiamata condizione relativa alla devoluzione del Tfr a forme di previdenza complementare di tipo collettivo non si applica nei casi in cui:

- la fonte istitutiva sia costituita da accordi fra soli lavoratori;
- l'adesione avvenga da parte dei soggetti cosiddetti "vecchi iscritti a vecchi fondi";
- l'adesione avvenga da parte di soggetti fiscalmente a carico di altri;
- la forma pensionistica collettiva istituita non sia operante dopo due anni dalla data di istituzione.

Fermo restando il limite complessivamente riconosciuto quale onere deducibile, la deduzione dei contributi compete al soggetto anche per le somme versate in favore di persone fiscalmente a carico, per la parte da questi non dedotta.

Qualora la contribuzione ai fondi pensione non abbia fruito, anche parzialmente, della deduzione, è riconosciuta all'aderente la possibilità di comunicare - entro il 30 settembre dell'anno successivo a quello in cui è stato effettuato il versamento - l'importo dei contributi non dedotti o che non saranno dedotti in sede di dichiarazione dei redditi. Ciò al fine di consentire che detti importi non concorrano a formare la base imponibile per la determinazione dell'imposta dovuta in sede di erogazione della prestazione finale.

Le prestazioni pensionistiche comunque erogate (sia in forma di capitale sia in forma di trattamento periodico) costituiscono, ai sensi dell'art. 50, comma 1, lett. h-bis), del TUIR, redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente. Circa il re-

gime fiscale applicabile è previsto che:

- a) per le prestazioni erogate in forma periodica, comprese le prestazioni erogate in forma di capitale a seguito di riscatto della posizione individuale ai sensi dell'art. 10, comma 1, lett. c), del d.lgs. n. 124 del 1993, diverso da quello esercitato a seguito di pensionamento o per la cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, si applicano le disposizioni di cui all'art. 52 del TUIR. In altri termini, tali prestazioni pensionistiche sono soggette a tassazione ordinaria;
- b) per le prestazioni erogate in forma di capitale, compresi il riscatto, anche parziale, esercitato ai sensi dell'art. 10, comma 1-*bis*), del d.lgs. n. 124 del 1993 e il riscatto esercitato, ai sensi dell'art. 10, comma 1, lett. c), del medesimo decreto, a seguito di pensionamento o per cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, e le anticipazioni, trovano applicazione le disposizioni di cui agli artt. 17, comma 1, lett. a-*bis*) e 20 del TUIR. Ciò significa che i capitali conseguiti sono soggetti a tassazione separata.

Qualunque sia la modalità di erogazione delle prestazioni (cioè rendita o capitale), ai fini della tassazione, l'imponibile è sempre determinato al netto della componente finanziaria che ha già scontato l'imposta sostitutiva in capo al fondo pensione nonché al netto dei contributi che non sono stati dedotti. Costituiscono eccezione a tale regola le prestazioni erogate in forma di capitale che superano di 1/3 il montante complessivamente maturato per le quali la componente finanziaria non potrà essere scomputata.

L'esclusione dei redditi già assoggettati ad imposta opera, in ogni caso, qualora:

- il riscatto sia esercitato a seguito di decesso dell'aderente;
- il riscatto sia esercitato a seguito di pensionamento o a seguito della cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o per altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti;
- l'importo annuo della rendita pensionistica (calcolato con riferimento ai 2/3 dell'ammontare complessivamente maturato alla data di accesso alla prestazione) non ecceda il 50% dell'importo dell'assegno sociale di cui all'art. 3, commi 6 e 7, della legge n. 335 del 1995.

Per quanto concerne, infine, le prestazioni pensionistiche erogate in caso di riscatto parziale, esercitato ai sensi dell'art. 10, comma 1-*bis*), del d.lgs. n. 124 del 1993, o di anticipazione lo scomputo della componente finanziaria può essere effettuato, qualora ne ricorrano le condizioni, solo all'atto della liquidazione definitiva della prestazione.

La disciplina della previdenza complementare è destinata a subire significativi mutamenti, a seguito delle norme introdotte in materia dal d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, la cui entrata in vigore, come precisato nel capitolo 7, è posticipata al 1° gennaio 2008.

Le modifiche apportate dal predetto decreto legislativo riguardano il regime tributario dei contributi versati dai lavoratori e quello delle prestazioni pensionistiche erogate. Nessuna modifica viene prevista, invece, per quanto concerne il regime di tassazione dei rendimenti del fondo pensione.

Circa il regime fiscale dei contributi, le disposizioni dell'art. 8, comma 4, del d.lgs. n. 252 del 2005 prevedono che i contributi versati dal lavoratore e dal datore di lavoro alle forme di previdenza complementare - dovuti in base a contratti o accordi collettivi anche aziendali o volontari - sono deducibili dal reddito complessivo fino ad un limite di 5.164,57 euro, con la possibilità, per il contribuente, di comunicare alla forma pensionistica complementare, entro il 31 dicembre dell'anno successivo a quello in cui è stato effettuato il versamento (ovvero, se antecedente, alla data in cui sorge il diritto alla prestazione), la parte dei contributi versati non dedotta o che non sarà dedotta in sede di dichiarazione dei redditi.

In altri termini, con riguardo alle suddette contribuzioni la novellata normativa prevede - a differenza delle vigenti disposizioni - solo il limite assoluto di 5.164,57 euro, senza che sia necessario rispettare la condizione congiunta del massimale espresso in percentuale del reddito complessivo (12%) e, per i lavoratori dipendenti, di un determinato rapporto massimo con il Tfr trasferito alla previdenza complementare. In tal modo, si va incontro alle esigenze di coloro che hanno redditi contenuti oppure caratterizzati da un andamento non uniforme nel tempo, stabilizzandone la contribuzione.

Resta confermata la disciplina dei contributi versati nell'interesse delle persone fiscalmente a carico. Infatti, fermo restando il limite complessivamente riconosciuto quale onere deducibile, la deduzione dei predetti contributi compete al soggetto nei confronti del quale dette persone sono a carico per la parte non dedotta dalle persone stesse.

Per i lavoratori di prima occupazione successiva alla data di entrata in vigore del d.lgs. n. 252 del 2005 è stato introdotto, limitatamente ai primi cinque anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari, un regime di favore in quanto viene loro consentito nei venti anni successivi al quinto anno di partecipazione a tali forme, dedurre dal reddito complessivo contributi eccedenti il limite di 5.164,57 euro, pari alla differenza positiva tra l'importo di 25.822,85 euro e i contributi effettivamente versati nei primi cinque anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari, per un importo, comunque, non superiore a 2.582,29 euro annui.

Tale regime di favore consente, quindi, ai predetti lavoratori di compensare un'eventuale modesta contribuzione versata nei primi cinque anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari, con successive contribuzioni deducibili per un importo eccedente il limite ordinario di 5.164,57 euro.

Con riferimento, invece, al regime di tassazione delle prestazioni pensionistiche, l'art. 11 del d.lgs. n. 252 del 2005 muta radicalmente tale regime di tassazione. Il comma 6 del citato articolo prevede, infatti, che sulla parte imponibile delle prestazioni pensionistiche comunque erogate sia operata una ritenuta a titolo d'imposta con l'aliquota del 15% ridotta di una quota pari a 0,30 punti percentuali per ogni anno eccedente il quindicesimo anno di partecipazione a forme pensionistiche complementari con un limite massimo di riduzione di 6 punti percentuali.

Pertanto, secondo le previsioni del d.lgs. n. 252 del 2005, la tassazione delle prestazioni pensionistiche maturate presso le forme pensionistiche complementari è operata, in via definitiva, tramite l'applicazione della predetta ritenuta a titolo d'imposta.

Resta immutato il principio secondo il quale la base imponibile delle prestazioni pensionistiche, a prescindere dalla modalità con cui tali prestazioni sono erogate (rendita, capitale), è determinata al netto della componente finanziaria che ha già scontato l'imposta sostitutiva in capo al fondo pensione nonché al netto dei contributi che non sono stati dedotti.

Per quanto concerne le anticipazioni delle posizioni individuali maturate, l'art. 11, comma 7, del d.lgs. n. 252 del 2005, prevede un regime di tassazione diverso in funzione della finalità per la quale le predette anticipazioni vengono erogate.

In particolare, nel caso in cui gli aderenti alle forme pensionistiche complementari richiedano un'anticipazione per spese sanitarie a seguito di gravissime situazioni relative a sé, al coniuge e ai figli per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti autorità pubbliche, sull'importo erogato, al netto dei redditi già assoggettati a imposta, è applicata una ritenuta a titolo d'imposta con l'aliquota del 15% ridotta di una quota pari a 0,30 punti percentuali per ogni anno eccedente il quindicesimo anno di partecipazione a forme pensionistiche complementari con un limite massimo di riduzione di 6 punti percentuali.

Invece, nell'ipotesi in cui sia richiesta un'anticipazione per l'acquisto della prima casa di abitazione per sé o per i figli, documentato con atto notarile, o per la realizzazione degli interventi di cui alle lettere a), b), c) e d) del comma 1 dell'art. 3 del testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia edilizia di cui al decreto del Presidente della Repubblica 6 giugno 2001, n. 380,

relativamente alla prima casa di abitazione, sull'importo erogato, al netto dei redditi già assoggettati a imposta, si applica una ritenuta a titolo d'imposta del 23%.

Con riferimento, infine, a richieste di anticipazioni per ulteriori esigenze degli aderenti, sull'importo erogato, al netto dei redditi già assoggettati ad imposta, si applica una ritenuta a titolo d'imposta del 23%.

I FONDI PENSIONE APERTI IN ITALIA

Il settore dei fondi pensione aperti è in crescita, sebbene la previdenza complementare in Italia stenti a decollare. Nel corso del 2005, infatti, il numero di iscritti ha superato le 406.000 unità, mentre l'attivo netto destinato alle prestazioni ha quasi sfiorato i 3 miliardi di euro.

Dati di sintesi

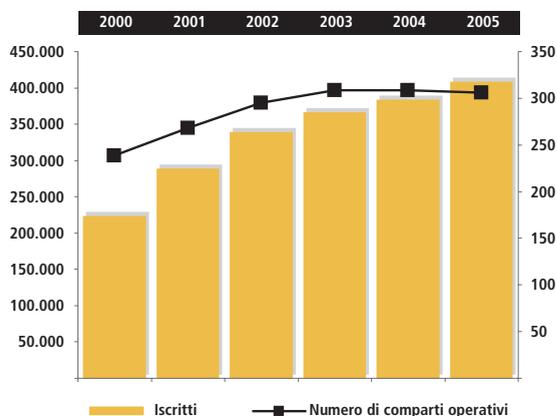


Fig 1 Iscritti e numero di comparti operativi

Con 24.743 nuovi aderenti il numero di iscritti ha raggiunto così quota 406.881 (+6,5% rispetto all'anno precedente; +20,5% e +83% rispetto a 3 e 5 anni prima), mentre l'attivo netto destinato alle prestazioni, incrementandosi in un anno di 723,7 milioni di euro (a fronte di una raccolta nel periodo di 455,5 milioni di euro), ha raggiunto i 2.954 milioni di euro (+32,4% rispetto all'anno precedente; +140,1% e +437% rispetto a 3 e 5 anni prima).

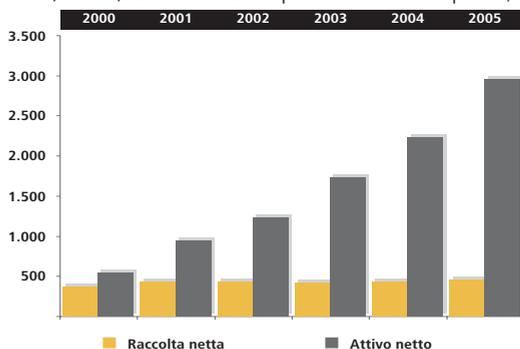


Fig 2 Attivo netto destinato alle prestazioni e raccolta netta (mln euro)

Struttura del mercato: dati per istitutore

Il numero di società impegnate nella promozione di fondi pensione aperti è pari a fine 2005 a 56 (2 in più rispetto al 2004 e 7 in più rispetto al 2000): 36 sono compagnie di assicurazione, 16 società di gestione del risparmio, 3 banche e una società di intermediazione mobiliare. Tali società offrono complessivamente 78 fondi pensione per un totale di 306 comparti operativi.

La maggiore offerta di comparti proviene dalle compagnie di assicurazione (più del 51%), seguite dalle Sgr (32%), dalle SIM (10,8%) e dalle banche (5,6%). Tale ripartizione si è mantenuta pressoché costante nel corso degli ultimi 4 anni. Nel 2002 si ricorda che la riduzione del peso delle Sgr è stata causata dal trasferimento del ramo di azienda relativo alla previdenza complementare da una Sgr ad una SIM.

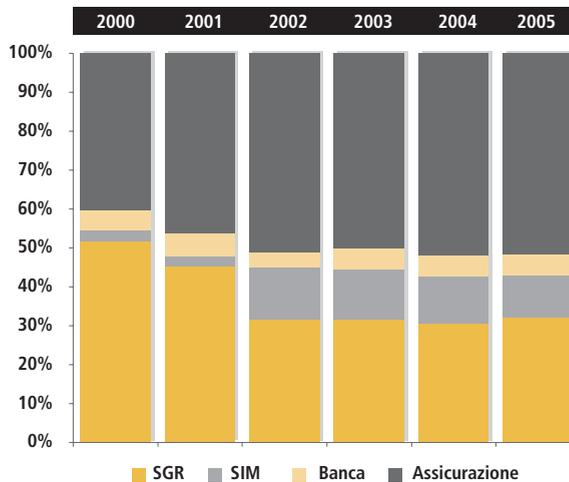


Fig 3 Comparti operativi per istitutore

Sebbene il maggior numero di comparti sia offerto da compagnie di assicurazione, sono piuttosto quelli istituiti dalle Sgr ad avere il maggior numero di iscritti (oltre il 30%) e a convogliare la maggioranza dell'attivo netto destinato alle prestazioni (più del 38%).

La classifica per istitutore in termini di numero di iscritti e in termini di attivo netto destinato alle prestazioni è sostanzialmente stabile dal 2002, e vede al primo posto le Sgr (30,2% degli iscritti, e 38,2% dell'attivo), al secondo le SIM (26,3% degli iscritti e 24,2% dell'attivo), al terzo le banche (22,5% degli iscritti e 13,4% dell'attivo) e al quarto le compagnie di assicurazione (21% degli iscritti e 24,1% dell'attivo). Simile situazione si osserva anche per la raccolta netta.

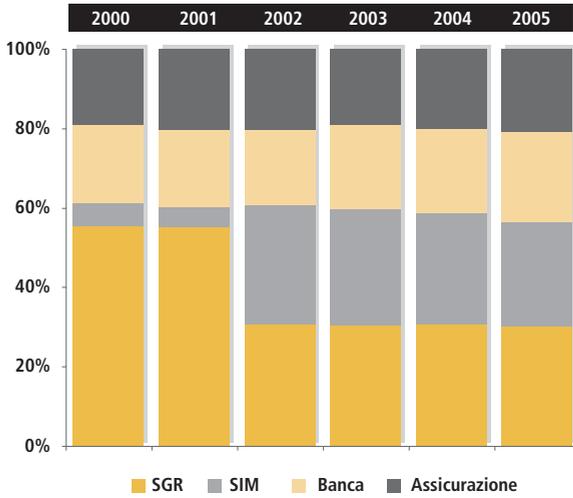


Fig 4 Iscritti per istitutore

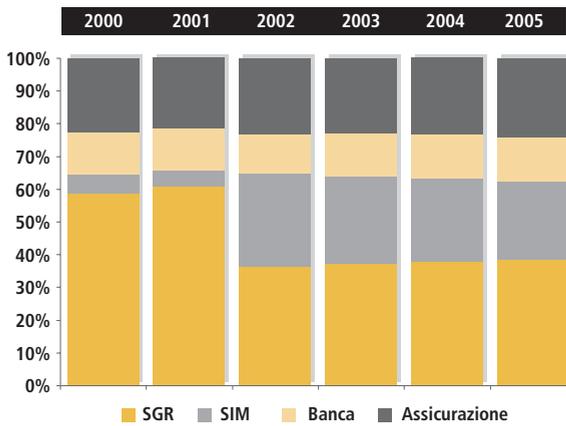


Fig 5 Attivo netto destinato alle prestazioni per istitutore

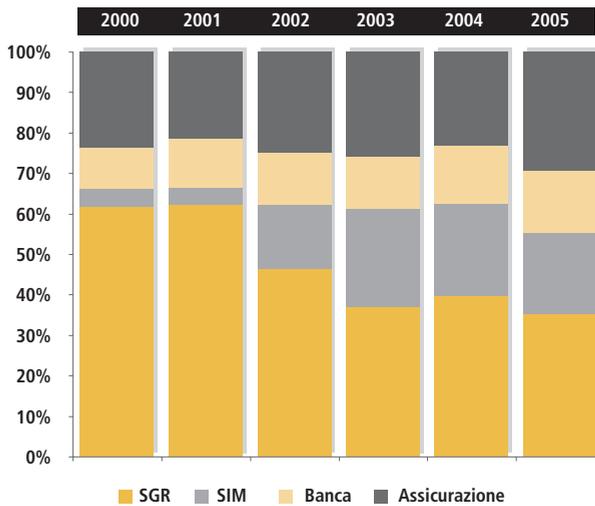


Fig 6 Raccolta netta per istitutore

Sebbene in riduzione rispetto agli anni precedenti, il settore dei fondi pensione aperti appare molto concentrato. Anche nel 2005, infatti, i primi tre gruppi gestiscono più del 52% dell'attivo e hanno un numero di iscritti pari a quasi il 50% del totale.

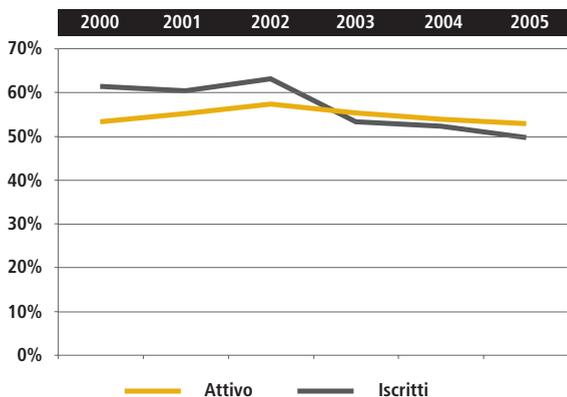


Fig 7 Concentrazione del sistema Primi tre gruppi

Struttura del mercato: dati per categoria

A fine 2005, la maggioranza dei comparti operativi offerti è di tipo bilanciato (60,2% del totale); seguono i comparti azionari (29,2%), obbligazionari (6%), monetari (3,9%) e flessibili (0,6%). Non sorprende, perciò, come ai fondi di tipo bilanciato aderiscano quasi il 65% degli iscritti; il 24,4% aderisce invece ai fondi azionari, il 6,5% ai fondi obbligazionari, il 3,5% ai fondi monetari e lo 0,7% ai fondi flessibili.

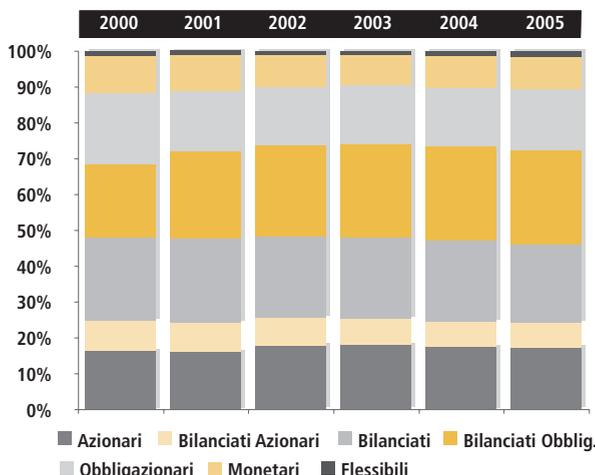


Fig 8 Comparti operativi per categoria

Nel tempo la ripartizione dell'attivo per categoria è rimasta pressoché costante, mentre i flussi di raccolta hanno subito delle leggere variazioni: è diminuito il flusso verso i comparti azionari (rappresenta a fine 2005 poco meno del 24%, contro il 29% del 2004 e il 34% del 2000), mentre è incrementato quello a fa-

vore dei fondi bilanciati obbligazionari (24% a fine 2005, contro il 18% del 2004 e l'11% del 2000) e obbligazionari (12% a fine 2005, contro il 7% del 2004 e quasi il 6% del 2000).

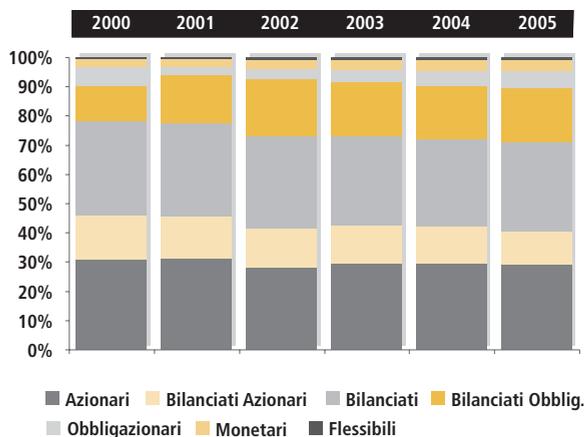


Fig 9 Attivo netto destinato alle prestazioni per categoria

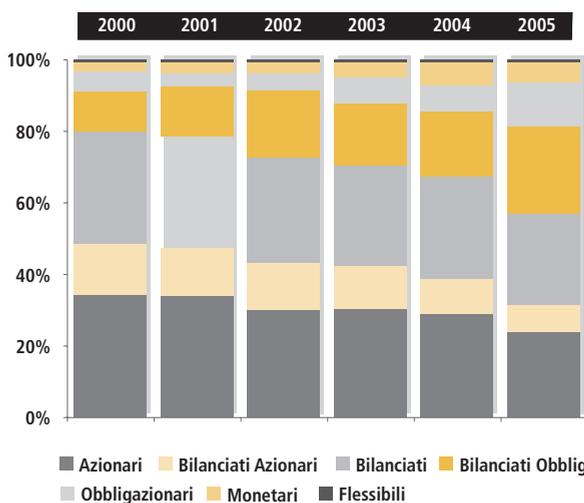


Fig 10 Raccolta netta per categoria

Gli investimenti principali dei fondi pensione aperti italiani sono rappresentati da titoli di debito italiani (circa il 25% dell'attivo netto), titoli di capitale statunitensi (circa 18%), titoli di debito e di capitale di altri Paesi dell'UE (rispettivamente circa 16% e 14%), e titoli di capitale italiani (6%).

Nello specifico a fine dicembre il portafoglio dei fondi pensione aperti è costituito da: 48,2% azioni e OICR azionari, 42% titoli di stato, obbligazioni e OICR obbligazionari, 6,7% strumenti di liquidità e OICR monetari, 3,1% altre attività e passività. Rispetto al 2004 la quota parte rappresentata dall'investimento obbligazionario è rimasta stabile al 42%, mentre quella azionaria è aumentata di

Asset allocation operata dai gestori

due punti percentuali. L'investimento complessivo in OICR (pari al 29,5%) è in riduzione rispetto ai due anni precedenti (dove superava il 34%), ma in linea con il 2000 e il 2001, dove superava di poco il 28% del totale attivo.

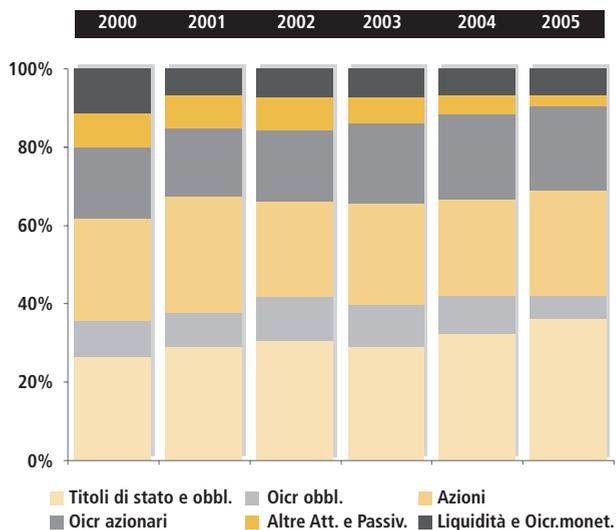


Fig 11 Composizione del portafoglio

Nel corso degli anni, i gestori hanno ridotto il peso dell'investimento in Italia (che, pur rimanendo l'area geografica prevalente, passa dal 39,6% del totale nel 2000 al 30,5% a fine 2005), a favore soprattutto di altri Paesi dell'UE (16% nel 2000, quasi il doppio nel 2005). Altre aree geografiche prescelte sono gli Stati Uniti che rappresentano a dicembre 2005 il 19,5% dell'attivo netto; il Giappone con il 4,4%; altri Paesi OCSE il 4,1% e Paesi non OCSE con l'1,2%.

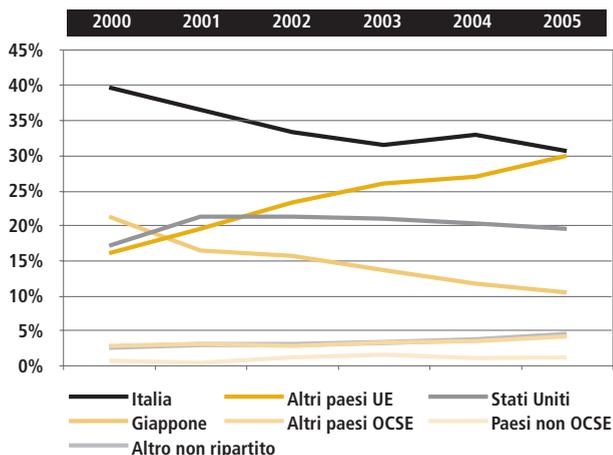


Fig 12 Composizione del portafoglio per area geografica

144 | 13

I flussi destinati ai fondi pensione sono rimasti pressoché costanti nel corso degli anni e mediamente superiori a 400 milioni di euro.

I contributi dei lavoratori autonomi, sebbene rappresentino ancora più del 50% dei flussi in entrata, sono in leggera flessione rispetto agli anni precedenti (essi costituivano il 57% del totale dei flussi in entrata a fine 2004 e il 53,6% a fine 2000). I contributi dei lavoratori dipendenti, sostanzialmente stabili rispetto allo scorso anno, rappresentano nel 2005 il 28,6% dei flussi in entrata. Quasi raddoppiato rispetto allo scorso anno il peso dei trasferimenti (21% a fine 2005).

È naturale osservare come il contributo annuale mediamente versato dai lavoratori dipendenti (comprensivo anche del contributo a carico dei datori di lavoro e della quota parte del TFR) sia di gran lunga superiore al contributo medio dei lavoratori autonomi. I primi accantonano ogni anno per la previdenza complementare 2.641 euro (di cui 656 per contributi direttamente a proprio carico); i secondi poco meno di 910 euro pro capite.

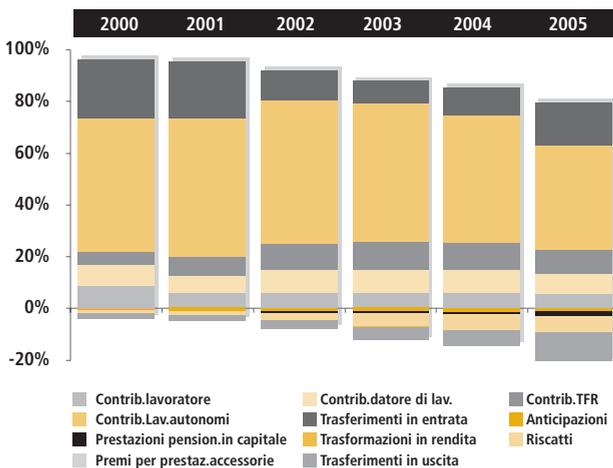


Fig 13 Composizione dei flussi in entrata e in uscita

Nel corso del 2005 i fondi pensione aperti hanno registrato 24.743 nuovi aderenti e il numero complessivo di iscritti ha raggiunto così quota 406.881 (+6,5% rispetto all'anno precedente; +20,5% e +83% rispetto a 3 e 5 anni prima).

Negli anni l'adesione da parte delle donne nei fondi pensione aperti si è incrementata notevolmente: a fine 2005 esse rappresentano quasi il 29% del totale aderenti (nel 2004 il 28,2% e nel 2000 poco più del 23% degli iscritti).

Cambia nel tempo anche la rappresentanza degli iscritti per fasce di età: rispetto al 2000 diminuisce di quasi 10 punti percentuali la fascia di età rappresentata dagli aderenti di età inferiore a 39 anni, mentre aumenta quasi specularmente quella di età superiore ai 50 anni. A fine 2005 la fascia di età più con-

Gli iscritti

sistente è quella degli aderenti di età compresa tra 40 e 49 anni che rappresenta oltre il 35% di iscritti (34,8% nel 2004); seguono, nell'ordine le seguenti fasce: 30-39 anni (28,9%; nel 2004 era il 30,5%), 50-59 anni (23,2%; nel 2004 era il 22,1%), minore di 30 anni (7,5%; nel 2004 era l'8%) e superiore a 59 anni (5%; nel 2004 era il 4,6%).

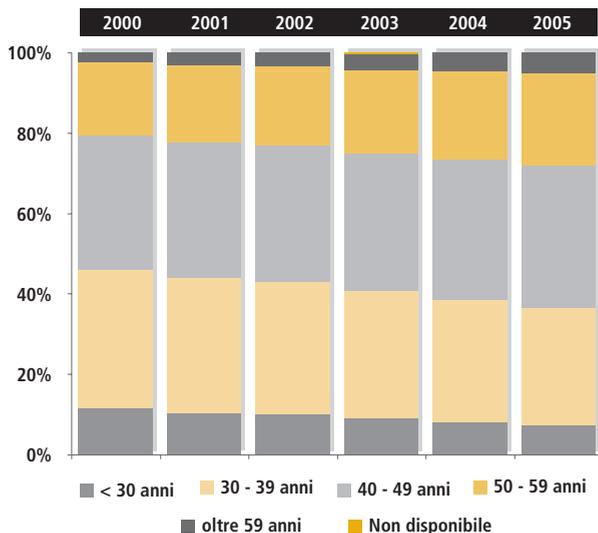


Fig 14 Iscritti per età

L'utilizzo del fondo pensione a livello geografico mostra una ripartizione degli iscritti sostanzialmente stabile nel tempo, e vede, a fine 2005, predominante il Nord Ovest (30,8%; 32,6% nel 2004), seguito dal Centro (27%; 25,9% nel 2004), dal Nord Est (20,7%; 19,2% nel 2004), dal Sud (17%; 17,7% nel 2004) e dalle Isole (4,5%; 4,6% nel 2004).

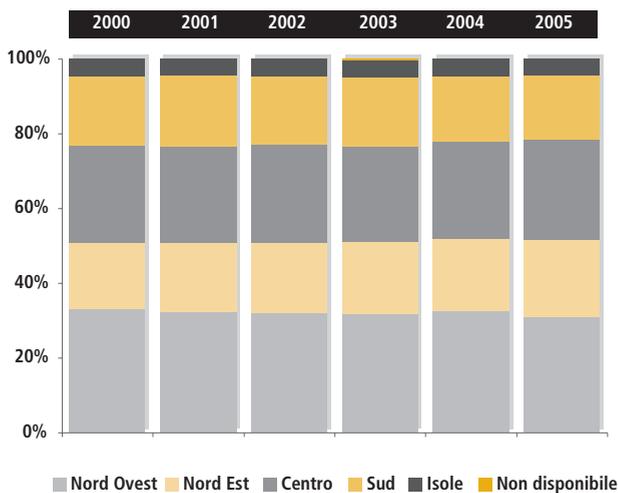


Fig 15 Iscritti per area geografica

146 | 13

Analogamente all'anno precedente, e in leggera flessione rispetto al 2000, le adesioni individuali raggiungono l'87,3% del totale (nel 2000 erano il 90%), conseguenza diretta dell'aumento delle adesioni in forma collettiva. Prova dello stesso fenomeno, è la riduzione del peso dei lavoratori autonomi, che se nel 2000 rappresentavano il 90% degli iscritti, a fine 2005 si riducono all'83,6% del totale (84,8% nel 2004).

Indipendentemente dall'età degli aderenti, la maggior parte predilige sottoscrivere una linea d'investimento di tipo bilanciato. La classe di età più "aggressiva", ossia più esposta su linee azionarie è quella compresa tra 30 e 39 anni (26,8%); quella più prudente (che investe prevalentemente in comparti monetari) è, invece, quella di età superiore ai 59 anni. In tutte le fasce d'età gli uomini sono mediamente più esposti delle donne sui comparti azionari.

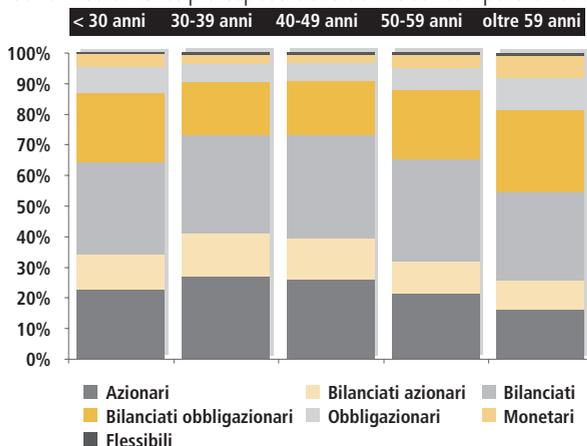


Fig 16

Preferenze di investimento per classe di età

A livello geografico si osservano delle differenze nelle preferenze di investimento. In particolare, i residenti nel Nord Est sono mediamente più esposti sui comparti azionari (32,5%) rispetto ai residenti nelle altre aree geografiche, che privilegiano l'investimento in comparti bilanciati.

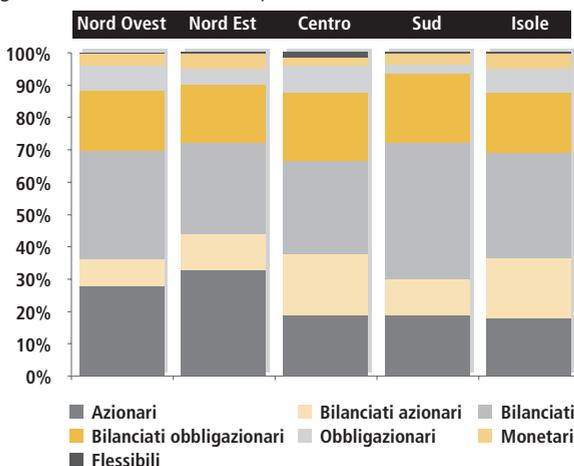
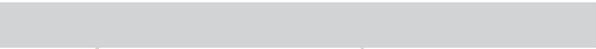


Fig 17

Preferenze di investimento per area geografica



PARTE IV

FONDI IMMOBILIARI

L'ASSETTO REGOLAMENTARE

Il fondo comune di investimento immobiliare ha fatto il proprio ingresso nel panorama dei prodotti finanziari italiani con l'emanazione della legge 25 gennaio 1994, n. 86, recante norme in materia di "Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi". Si tratta di un prodotto che consente all'investitore, grazie all'investimento di piccole somme nel "mattoncino", di partecipare ai risultati economici di iniziative assunte in campo immobiliare godendo, nel contempo, dei vantaggi propri della gestione professionale di patrimoni in monte e della diversificazione del rischio.

La scelta operata dal legislatore - inalterata anche a seguito della riscrittura compiuta con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e con gli ulteriori provvedimenti legislativi e regolamentari emanati in attuazione dello stesso - fu quella della struttura c.d. *closed-end*, fondata sul riconoscimento ai partecipanti del diritto al rimborso solo a scadenze predeterminate, in modo tale che durante il periodo di durata del fondo la liquidabilità dell'investimento fosse assicurata dalla sola alienazione a terzi delle quote a seguito della negoziazione delle stesse su un mercato secondario.

Al fine di consentire la smobilizzazione delle quote venne successivamente prevista a livello normativo l'obbligatorietà della richiesta di ammissione a quotazione in Borsa delle quote del fondo allorché l'ammontare minimo della sottoscrizione fosse inferiore ad una determinata soglia massima (fissata in venticinquemila euro).

Nel corso del 2001 si è potuto registrare un riaffermarsi dell'interesse degli operatori per questa particolare tipologia di investimento. Di tale circostanza è sintomo evidente l'emanazione - nell'ampio contesto del processo di valorizzazione e privatizzazione del patrimonio immobiliare pubblico - di una nuova normativa, contenuta nel decreto legge 25 settembre 2001, n. 351, come convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410.

Gli obiettivi perseguiti dal legislatore con il suddetto decreto possono essere individuati nell'esigenza di:

- a) ricostruire il patrimonio immobiliare pubblico, allo scopo di valorizzarlo, migliorarne la gestione, ridurre l'indebitamento della pubblica ammini-

strazione e diffondere la proprietà immobiliare;

- b) favorire la cessione dei beni non essenziali, realizzando, quindi, con maggiore efficacia, il processo di privatizzazione già avviato ed in parte già in essere, "con crescenti effetti di efficienza economica";
- c) servire al mercato un prodotto, per l'appunto il fondo immobiliare, "fondamentale nella presente congiuntura economica caratterizzata tra l'altro da domanda di beni rifugio".

Ed è proprio per realizzare quest'ultimo obiettivo che il legislatore è intervenuto con una riforma di ampio raggio, che investe non solo gli aspetti civilistici dei fondi comuni di investimento immobiliare ma anche, e soprattutto, quelli fiscali. Le nuove disposizioni normative - recentemente completate dalla disciplina di attuazione dettata dal Ministero dell'Economia e delle finanze (dm 31 gennaio 2003, n. 47, modificativo del dm n. 228 del 1999) e dalla Banca d'Italia (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005), per le rispettive competenze, apportando alcune modifiche al TUF - hanno ridisegnato la struttura di tale prodotto.

Il fondo comune di investimento immobiliare si presenta oggi come un prodotto autonomo, più flessibile rispetto a quello tradizionale, reso peculiare dalla circostanza che le scelte di investimento sono indirizzate in modo esclusivo o prevalente verso una specifica categoria di beni rappresentata dai beni immobili, dai diritti reali immobiliari e dalle partecipazioni in società immobiliari.

La raccolta del patrimonio può avvenire anche mediante più emissioni di quote. È pertanto possibile prevedere una o più riaperture delle sottoscrizioni (peraltro non prima che sia stato effettuato il richiamo di tutti gli impegni relativi alle emissioni precedenti) nonché rimborsi anticipati di quote (questa nuova struttura permette di qualificare il fondo immobiliare, a seconda dei casi, come fondo semi-chiuso, ovvero semi-aperto). Se entrambi sono previsti, le nuove sottoscrizioni e i rimborsi anticipati devono avvenire in coincidenza e con la medesima frequenza. In tal caso, peraltro, il regolamento di gestione del fondo indicherà anche i criteri in base ai quali verranno soddisfatte le richieste là dove le domande di rimborso eccedano quelle di sottoscrizione. In base alle descritte innovazioni, i sottoscrittori potranno liquidare, alle condizioni stabilite dai singoli regolamenti di gestione dei fondi, il proprio investimento in momenti, predeterminati, alternativi e ulteriori rispetto alla cessione della quota sul mercato. Le modalità con le quali verranno effettuate le emissioni successive di quote ricalcano sostanzialmente quelle previste per le sottoscrizioni iniziali e sono indicate in ciascun regolamento di gestione del fondo. Nel medesimo regolamento sono inoltre indicati i criteri e i processi di valutazione che verranno utilizzati per determinare il valore corrente delle quote in occasione delle operazioni di nuova sottoscrizione e di rimborso anticipato.

Tra le novità di maggior rilievo nella disciplina dei fondi immobiliari, quali fondi istituiti in forma chiusa, si segnalano, in particolare, le regole sulla sottoscrizione di quote mediante conferimento di beni, sulle operazioni in conflitto di interessi nonché quelle che favoriscono il ricorso al capitale di debito.

Con riguardo al primo aspetto - conferimenti in natura - è prevista la possibilità di sottoscrizione delle quote anche mediante conferimento di beni immobili, di diritti reali immobiliari ovvero di partecipazioni in società immobiliari (e cioè quegli stessi beni che costituiscono l'investimento tipico del fondo immobiliare). La facoltà di contemplare tale modalità di sottoscrizione, rimessa ad una specifica clausola regolamentare dei fondi, potrà essere riconosciuta a condizione che:

- a) il fondo acquisisca, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima, elaborata da esperti indipendenti, dalla quale risulti il valore attribuito ai beni conferiti;
- b) il valore attestato dalla relazione di stima non sia inferiore al valore delle quote emesse a fronte dei conferimenti;
- c) il fondo acquisisca la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione seguita dal fondo in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo stesso.

Altrettanto significativa appare la legittimazione di quelle operazioni che la prassi comunemente definisce "operazioni in conflitto d'interessi": il regolamento di gestione del fondo può prevedere che siano effettuate operazioni di cessione, acquisto o conferimento tra i soci della Sgr o delle società facenti parte del gruppo rilevante cui la stessa Sgr appartiene, e il fondo comune di investimento. Il compimento delle suddette operazioni deve, però, avvenire nel rispetto di alcune cautele quali, in particolare,

- i) il rispetto di limiti percentuali in relazione al valore del bene oggetto della operazione in conflitto di interessi;
- ii) l'acquisizione di una relazione di stima dei beni acquistati o venduti dal fondo;
- iii) il divieto di cessione, per almeno due anni dalla data di conferimento, delle quote ricevute a fronte dei conferimenti stessi, per un valore non inferiore al 30 per cento del valore complessivo delle sottoscrizioni (*lockin clause*). Le modalità di rispetto di tale divieto sono indicate nei regolamenti di gestione dei singoli fondi.

Per quanto concerne l'indebitamento, le nuove disposizioni ne individuano il limite massimo nel 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, nonché nel 20 per cento

degli altri beni in cui risulta essere investito il patrimonio del fondo; nell'ambito dei suddetti limiti è consentito ai fondi assumere prestiti anche per far fronte ai rimborsi anticipati delle quote, e comunque per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo, nonché per effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo stesso. Il suddetto limite può essere derogato solo da parte dei fondi immobiliari speculativi.

Si osserva, poi, che sia le operazioni di conferimento di beni (in conflitto di interessi o meno) sia il ricorso all'indebitamento da parte del fondo per far fronte ai rimborsi anticipati delle quote devono essere oggetto di adeguata pubblicità, effettuata, in conformità ai principi stabiliti dalla Consob in materia di pubblicità per operazioni di sollecitazione all'investimento, almeno attraverso la messa a disposizione presso la sede della Sgr, della banca depositaria nonché sul sito Internet della Sgr, con possibilità di acquisizione da parte dei sottoscrittori su supporto duraturo.

Si segnala, inoltre, che, nel corso dell'anno 2003, è stata introdotta nell'ambito del TUF, ad opera dell'articolo 41-*bis*, comma 7, del d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, una nuova previsione concernente la cosiddetta *governance* dei fondi chiusi.

Precisamente, in base al nuovo comma 2-*bis*, dell'articolo 37, del TUF, il regolamento di gestione di un fondo chiuso deve disciplinare, conformemente alla suddetta disposizione, le modalità di funzionamento e le materie di competenza dell'assemblea dei partecipanti al fondo stesso. In base alla citata disposizione è comunque previsto che l'assemblea deliberi sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione, ove non già prevista dal regolamento di gestione del fondo, e sulle modifiche delle politiche di gestione.

Le deliberazioni assunte dall'assemblea dei partecipanti sono trasmesse alla Banca d'Italia e si intendono approvate, con procedura di silenzio-assenso, qualora l'Autorità non si pronunci diversamente nel termine di quattro mesi dalla trasmissione.

Merita, infine, di essere segnalato che nel corso del 2005, a seguito dell'attuazione ed esecuzione nel nostro ordinamento nazionale della disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato e di prospetto di sollecitazione, la Consob ha apportato talune modifiche e integrazioni al regolamento contenente la disciplina sugli emittenti (Regolamento n. 11971/99 - Regolamento Emittenti).

Riguardo al primo aspetto - disciplina in materia di abusi di mercato - a seguito della riscrittura dell'articolo 114 del TUF e delle previsioni regolamentari che ne discendono, sono stati introdotti *nuovi obblighi informativi* in capo agli emittenti quotati, contemplandosi, in particolare, l'obbligo per gli emittenti stessi

- fra i quali rientrano senz'altro i fondi immobiliari chiusi quotati - di comunicare al pubblico senza indugio tutte le informazioni cosiddette privilegiate, intendendosi per tali, come peraltro disposto dall'articolo 181 del TUF, qualunque informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi dei suddetti strumenti finanziari.

A livello regolamentare, tre sono le principali novità che hanno interessato la disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi quotati. In particolare, all'interno del Regolamento Emittenti, sono stati introdotti:

- a) nuovi obblighi di comunicazione delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti (articoli 65-bis e ss. e articolo 102 Regolamento Emittenti);
- b) nuove regole in materia di *Internal dealing* (articoli 87, 101, 103, articoli da 152-*sexies* a 152-*octies*, allegati 3F e 6 del Regolamento Emittenti). Pur modificata in numerosi aspetti (soggetti rilevanti, soglie rilevanti, contenuti e tecniche di trasmissione), la disciplina appare confermata nei tratti generali. Secondo il medesimo spirito della precedente, infatti, anche la nuova impostazione è strutturata e realizzata su due canali di *disclosure* a fini sia di prevenzione (con la comunicazione ad una Autorità di supervisione, ora individuata nella Consob) sia di simmetria informativa (con la comunicazione al pubblico tramite l'invio a due agenzie);
- c) istituzione dei registri (c.d. *Insider List*) ove iscrivere le persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (dall'articolo 152-*bis* fino all'articolo 152-*quinquies* del Regolamento Emittenti). In base a tale obbligo, le società di gestione istitutrici di fondi chiusi quotati devono, a partire dalla data di formulazione della richiesta di ammissione a quotazione, istituire, aggiornare e conservare un registro nel quale iscrivere i nominativi di tutti coloro che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale, ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto della società di gestione stessa, abbiano accesso, su base occasionale o regolare, a informazioni privilegiate relative all'emittente (società di gestione/fondo).

Un ulteriore obbligo informativo (che però non discende dalla normativa comunitaria) merita, infine, di essere segnalato: in virtù del nuovo articolo 103 del Regolamento Emittenti, le Sgr, con riferimento alle quote di fondi chiusi quotati istituiti, devono comunicare alla Consob, con le modalità e i termini indicati dall'Allegato 3F al Regolamento Emittenti, le operazioni di compravendita sulle quote dalle stesse effettuate, ovvero effettuate da società da esse direttamente o indirettamente controllate, ovvero da soggetti da esse appositamente incaricati.

Quanto al secondo aspetto - disciplina in materia di prospetto di sollecitazione - la Consob, in ottemperanza alle disposizioni contenute nel Regolamento CE n. 809/2004 recante modalità di esecuzione della direttiva in materia di prospetto, ha provveduto a modificare e integrare il Regolamento Emittenti introducendo nuovi schemi di prospetto di sollecitazione anche per i fondi comuni di investimento istituiti in forma chiusa.

Atteso che la finalità della normativa comunitaria è quella di assicurare che in tutti gli Stati Membri siano in vigore norme adeguate ed equivalenti in materia di informazione sugli emittenti e sugli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, la Consob, con le modifiche apportate, ha reso effettivo tale principio omogeneizzando le informazioni già previste dai prospetti di sollecitazione redatti in base alla disciplina nazionale con quelle contemplate a livello europeo.

Inoltre, in virtù di tali interventi, anche le società di gestione istitutrici di fondi chiusi potranno beneficiare di nuove e più semplici regole nei procedimenti di approvazione e di aggiornamento dei documenti d'offerta, soprattutto nel caso di fondi per i quali siano previste più emissioni di quote, anche abbinate ai rimborsi anticipati (fondi cosiddetti semi-chiusi).

Ulteriori novità ci saranno soltanto a seguito del pieno ed effettivo recepimento nel nostro ordinamento giuridico delle norme contenute nella direttiva 2003/71/CE in materia di prospetto.

IL REGIME TRIBUTARIO

L'art. 41-*bis* del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, ha apportato rilevanti modifiche al regime tributario ai fini delle imposte sui redditi dei fondi comuni di investimento immobiliare di cui al decreto legge 25 settembre 2001, n. 351. Dal 1° gennaio 2004, infatti, sul valore netto contabile del fondo non è più dovuta l'imposta sostitutiva dell'1% e la tassazione avviene in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi.

Rimangono invece immutate le disposizioni concernenti la non soggettività del fondo ai fini delle imposte sui redditi (IRPEF e IRES) e dell'IRAP e la qualificazione del fondo quale soggetto "*lordista*" nella fase di percezione dei redditi diversi e della maggior parte dei redditi di capitale. È stato altresì confermato che sui redditi di capitale per i quali il fondo continua a subire le ritenute alla fonte (ad esempio, proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate, delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi, dei titoli atipici), queste sono applicate a titolo d'imposta.

Con la soppressione dell'imposta sostitutiva sul patrimonio del fondo, la tassazione avviene, in via generale, in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi. In particolare, sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare distribuiti in costanza di partecipazione al fondo ovvero realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,50%.

In buona sostanza, la base imponibile su cui applicare la predetta ritenuta è rappresentata:

1. dall'ammontare dei proventi riferibili a ciascuna quota distribuiti in costanza di partecipazione al fondo e risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), n. 3), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF);
2. dall'ammontare dei proventi compresi nella differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto.

La ritenuta è applicata a titolo d'acconto se i proventi sono percepiti da sog-

1 Regime impositivo

IV

15 | 157

2 Regime tributario dei proventi conseguiti dai partecipanti

getti che detengono le quote nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. Peraltro, la ritenuta non è applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare di cui al d.lgs. n. 124 del 1993 e dagli organismi d'investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal TUF.

Non sono assoggettati ad imposizione neppure i proventi percepiti da soggetti non residenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del d.lgs. 1° aprile 1996, n. 239. In altri termini, il regime di non imponibilità si applica ai soggetti non residenti che risiedano in uno Stato che consenta un adeguato scambio di informazioni (ossia i Paesi individuati dal d.m. 4 settembre 1996 e successive modificazioni, c.d. *white list*), nonché agli "investitori istituzionali" esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni, agli enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, alle Banche centrali o agli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

I proventi e le perdite realizzati attraverso la negoziazione delle quote, nonché le perdite realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, costituiscono "reddito diverso" (plusvalenza o minusvalenza) ovvero "reddito d'impresa" se conseguiti nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale.

Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate attraverso la negoziazione delle quote e alle minusvalenze realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, del risparmio amministrato ovvero del risparmio gestito).

3 Il regime transitorio dei partecipanti

L'art. 41-*bis*, commi 11 e 12, del decreto legge n. 269 del 2003 detta il regime transitorio per i partecipanti ai fondi immobiliari. Il nuovo regime di tassazione dei partecipanti al fondo si applica infatti sui proventi distribuiti o su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote a decorrere dal 1° gennaio 2004, a condizione che si tratti di proventi riferiti a periodi di attività del fondo per i quali non ha trovato applicazione l'imposta sostitutiva dell'1%.

Di contro, per i proventi di ogni tipo riferiti a periodi di attività del fondo per i quali ha trovato applicazione l'imposta patrimoniale dell'1%, pur se percepiti successivamente al 1° gennaio 2004, continuano ad applicarsi le precedenti disposizioni, ossia:

1. il regime di non imponibilità, se si tratta di proventi afferenti quote detenute al di fuori dell'esercizio di un'impresa commerciale;
2. l'inclusione nel reddito d'impresa del partecipante, con riconoscimento

del credito d'imposta dell'1%, se relativi a quote detenute nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale.

Alle operazioni di sottoscrizione di quote di fondi immobiliari mediante conferimento di beni si rende applicabile, ai fini delle imposte sui redditi, la disciplina delle cessioni a titolo oneroso. Ne consegue che l'operazione si considera produttiva di plusvalenze (o minusvalenze) di importo pari alla differenza fra il costo fiscale dei beni apportati e il corrispettivo del conferimento determinato applicando i criteri stabiliti dall'art. 9 del TUIR.

In quanto equiparati alle cessioni a titolo oneroso, il regime impositivo degli apporti di beni a fondi immobiliari varia in funzione della natura del soggetto apportante e dell'oggetto dell'apporto. Infatti, l'apporto di beni al fondo, qualora sia effettuato da persone fisiche, enti non commerciali, società semplici e soggetti equiparati ai sensi dell'art. 5 del TUIR, determina la realizzazione di un reddito diverso ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. da c) a *c-quinquies*), del TUIR, se i predetti beni sono costituiti da terreni edificabili o immobili acquistati o costruiti da non più di cinque anni, partecipazioni qualificate o non qualificate. Nell'ipotesi in cui l'apporto sia effettuato nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale, il corrispettivo concorre invece alla formazione del reddito d'impresa quale ricavo ovvero quale plusvalenza (o minusvalenza), a seconda che i beni apportati siano iscritti nell'attivo circolante ovvero tra le immobilizzazioni finanziarie.

Le operazioni di apporto di beni a fondi immobiliari effettuate da imprese commerciali (imprenditori individuali e società) sono soggette all'imposta sul valore aggiunto secondo le disposizioni di cui al d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633.

L'imponibilità dell'operazione, comunque, varia in funzione della tipologia del bene oggetto dell'apporto. In particolare, nel caso di apporto di beni immobili si deve verificare, ad esempio, se ricorrono le condizioni per l'applicazione dell'esenzione dall'imposta prevista dall'art. 10, comma 1, n. 8-*bis*, del d.P.R. n. 633 del 1972. Tale disposizione considera esenti da IVA le cessioni di fabbricati o porzioni di fabbricato a destinazione abitativa effettuate da soggetti diversi dalle imprese costruttrici o dalle imprese che vi hanno eseguito, anche tramite imprese appaltatrici, gli interventi di cui all'art. 31, comma 1, lett. c), d) ed e), della legge 5 agosto 1978, n. 457, o da quelle che hanno come oggetto esclusivo o principale la rivendita di tali fabbricati.

Inoltre, sempre nell'ipotesi di apporto di beni immobili, occorre valutare se sussistono i presupposti per l'applicazione della disciplina introdotta dall'art. 3-

4 Disciplina fiscale degli apporti

4.1 Disciplina agli effetti delle imposte sui redditi

IV

15 | 159

4.2 Disciplina agli effetti dell'IVA

4.3 Disciplina agli effetti delle altre imposte indirette

quater del decreto legge 3 agosto 2004, n. 220, convertito, con modificazioni, dalla legge 19 ottobre 2004, n. 257. La predetta norma stabilisce, infatti, che gli apporti costituiti da una *“pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell’apporto”* si considerano compresi, agli effetti della disciplina IVA, tra le operazioni escluse dal campo di applicazione dell’IVA ai sensi dell’art. 2, terzo comma, lett. b), del d.P.R. n. 633 del 1972 (ossia tra le operazioni di conferimento di azienda o rami di azienda).

Nel caso in cui oggetto dell’apporto siano partecipazioni, l’operazione sarà sempre qualificabile come esente ai fini dell’IVA ai sensi dell’art. 10, comma 1, n. 4, del d.P.R. n. 633 del 1972.

Per quanto concerne le imposte d’atto esse si rendono applicabili, in linea generale, secondo la disciplina ordinaria, salvo le eccezioni derivanti da norme speciali. In particolare, per effetto della disposizione contenuta nell’art. 9, comma 1, del decreto legge n. 351 del 2001, gli atti relativi alla sottoscrizione di quote, anche mediante apporto di beni, devono ritenersi non soggetti a registrazione, nel caso in cui siano stati stipulati per scrittura privata non autenticata, e l’imposta di registro si rende dovuta in misura fissa di euro 168,00, tanto nel caso in cui i medesimi atti siano stati registrati volontariamente, quanto nell’ipotesi in cui la registrazione risulti obbligatoria, perché redatti per atto pubblico o scrittura privata autenticata.

Alle operazioni di sottoscrizione di quote mediante apporto di beni immobili, rimangono invece applicabili le imposte ipotecaria e catastale nelle ordinarie misure proporzionali, rispettivamente del 2 e dell’1%, ovvero nella misura fissa di euro 168,00 ciascuna in relazione ad atti soggetti ad IVA.

Inoltre, sempre con riferimento alle imposte in esame, l’art. 9, comma 2, del decreto legge n. 351 del 2001 prevede l’applicazione dell’imposta di registro, ipotecaria e catastale nella misura fissa di euro 516,46 ciascuna, agli atti di alienazione di immobili effettuati dallo Stato, dagli enti previdenziali pubblici, dagli enti locali o loro consorzi nei quali i fondi intervengono come parte acquirente.

5 Disciplina dei fondi immobiliari ad apporto prevalentemente pubblico

L’art. 14-*bis* della legge 25 gennaio 2004, n. 86, reca particolari disposizioni per i fondi istituiti con apporto di beni immobili o diritti reali immobiliari per almeno il 51% da parte dello Stato e degli altri enti pubblici, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti (c.d. fondi immobiliari ad apporto pubblico).

In particolare, ai fini delle imposte sui redditi, è stabilito che gli apporti effettuati nei confronti di questa particolare categoria di fondi immobiliari non danno luogo a redditi imponibili (ovvero a perdite deducibili) in capo all’appor-

tante, indipendentemente dalla natura giuridica (pubblica o privata) di quest'ultimo e dalla tipologia di attività svolta. Inoltre, le quote ricevute in cambio dell'apporto mantengono il medesimo valore fiscalmente riconosciuto ai beni anteriormente all'apporto stesso.

Sotto il profilo delle imposte d'atto (imposte di registro, ipotecaria e catastale), per i soli apporti effettuati dallo Stato, dagli altri enti pubblici nonché dalle società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti, è stata prevista l'applicazione di un'unica imposta sostitutiva pari a euro 516,45 indipendentemente dal numero degli apporti e dal valore degli stessi. Per gli apporti effettuati da soggetti privati trovano invece applicazione le ordinarie disposizioni (come illustrato nel paragrafo 4.3).

Infine, per quanto concerne la disciplina ai fini IVA, questa risulta dovuta secondo le regole ordinarie, sia per gli apporti effettuati da soggetti pubblici che da soggetti privati, sempre che ricorrano le condizioni che ne rendono dovuta l'applicazione (come illustrato nel paragrafo 4.2).

In riferimento alle operazioni compiute dai fondi immobiliari (ad esempio, acquisto e cessioni di beni, prestazioni di servizi), il legislatore ha attribuito alla Sgr la qualifica di soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto. In altri termini, la soggettività passiva ai fini IVA non è attribuita ai singoli fondi ma alla stessa Sgr che li ha istituiti. Pertanto, la Sgr è tenuta ad adempiere agli obblighi IVA per sé e per ciascun fondo. In particolare, la Sgr procede a liquidare l'imposta dovuta da ciascun fondo separatamente dalla propria imposta e a versare cumulativamente l'importo complessivamente dovuto (dalla società e dai fondi).

Per quanto attiene al recupero dell'eventuale eccedenza di credito IVA vantata dalla Sgr, quale unico soggetto IVA, in relazione all'acquisto di immobili imputabili al fondo e alle relative spese di manutenzione, è prevista, in alternativa alla richiesta di rimborso, la possibilità di utilizzare, in tutto o in parte, il credito IVA in compensazione delle imposte e dei contributi ai sensi dell'art. 17 del d.lgs. 9 luglio 1997, n. 241 (c.d. "compensazione orizzontale"), senza limiti di importo. È inoltre possibile cedere a terzi il credito indicato nella dichiarazione annuale ai sensi degli artt. 43-bis e 43-ter del d.P.R. n. 602 del 1973 (trattasi, rispettivamente, delle disposizioni relative alla cessioni di crediti d'imposta chiesti a rimborso e di quelle relative alla cessione delle eccedenze d'imposta non chieste a rimborso nell'ambito del gruppo).

6 Regime tributario del fondo ai fini IVA

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE

Caratteristiche	Regime applicabile dal 1/1/2004	Regime transitorio
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Titolare della quota
Trattamento fiscale	<p>Sui proventi distribuiti e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, riferiti a periodi di attività del fondo per i quali non ha trovato applicazione l'imposta patrimoniale dell'1%, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,50% (*).</p> <p>Nessuna imposta sostitutiva è prelevata in capo al fondo.</p>	<p>Sui proventi riferiti a periodi di attività del fondo per i quali ha trovato applicazione l'imposta patrimoniale dell'1%, pur se percepiti successivamente al 1° gennaio 2004, continuano ad applicarsi le previgenti disposizioni, ossia:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il regime di non imponibilità, se si tratta di proventi afferenti quote detenute al di fuori dell'esercizio di un'impresa commerciale; - l'inclusione nel reddito d'impresa del partecipante, con riconoscimento del credito d'imposta dell'1%, se relativi a quote detenute nell'esercizio d'impresa commerciale.
Indicazione dei proventi nel modello UNICO	No	No
<p>(*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale la ritenuta è a titolo d'acconto e i proventi concorrono a formare il reddito d'impresa.</p>		

ANALISI DEL MERCATO DEI FONDI IMMOBILIARI

Dall'anno dell'esordio nel panorama finanziario italiano (1999) i fondi immobiliari hanno sperimentato una crescita notevole, influenzata dall'evoluzione positiva del quadro normativo di riferimento. Le possibilità di istituire fondi mediante apporto privato, di ricorrere all'indebitamento per acquistare o valorizzare gli immobili o effettuare rimborsi anticipati e di istituire fondi cd. semi-aperti hanno contribuito alla crescita dell'industria, che nel solo secondo semestre del 2005 ha visto affacciarsi sul mercato 5 nuovi operatori e 17 nuovi prodotti. Nello stesso periodo, poi, si è anche assistito alla nascita dei primi fondi speculativi immobiliari (fondi destinati ad investitori qualificati che possono derogare ai limiti in materia di assunzione dei prestiti), alla liquidazione di un fondo attraverso il rimborso anticipato di tutte le quote e alla riapertura delle sottoscrizioni da parte di alcuni fondi semi-aperti. In sintesi, rispetto al primo semestre 2005 il patrimonio è cresciuto del 41,5%, le attività del 44,9%, il numero di prodotti del 45,7% così come il numero di operatori del 31,2%.

Al 31 dicembre 2005 il patrimonio dei fondi immobiliari, pari a 11.854,9 milioni di euro, è cresciuto di oltre il 41% rispetto al semestre precedente (del 46,6% e del 249,3% rispetto a fine 2004 e a tre anni prima). L'incremento, dovuto sia all'ingresso di nuovi prodotti (nel secondo semestre sono stati raccolti 2.622 milioni di euro) sia alla rivalutazione del portafoglio immobiliare, non include i proventi distribuiti e i rimborsi effettuati nel corso degli anni.

Dati di sintesi e tendenze in atto

IV

16 | 163

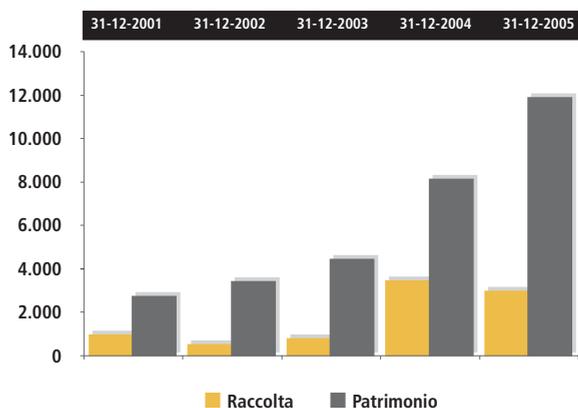


Fig 1 Raccolta e patrimonio dei fondi immobiliari (mln euro)

Se si considerassero anche queste due componenti il patrimonio sarebbe superiore ai 13.300 milioni di euro. A dicembre 2005 i fondi immobiliari rappresentano l'1,8% degli OICR aperti presenti sul mercato italiano.

Il controvalore dell'insieme dei beni componenti il portafoglio dei fondi al lordo dei finanziamenti ottenuti dagli stessi (il totale delle attività) ha invece raggiunto, a fine 2005, i 18.263,8 milioni di euro registrando una crescita del 44,9% rispetto al semestre precedente (del 48,4% e del 363,9% rispetto ad un anno e tre anni fa). Le attività gestite dai fondi sono incrementate in misura superiore a quanto avvenuto per il patrimonio per il ricorso alla leva finanziaria. Il grado di utilizzo della leva (ossia il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto potenzialmente avrebbe potuto indebitarsi - range 0-100%) è cresciuto nel semestre di circa 5 punti percentuali attestandosi a fine dicembre al 61,2% dell'indebitamento ammissibile. A fine 2005 il 66,7% dei fondi fa uso della leva, di questi il 55,9% sono fondi riservati ad investitori qualificati. Questi ultimi detengono inoltre quasi il 70% dell'indebitamento complessivo del sistema, pari a fine dicembre a 6.062,8 milioni di euro.

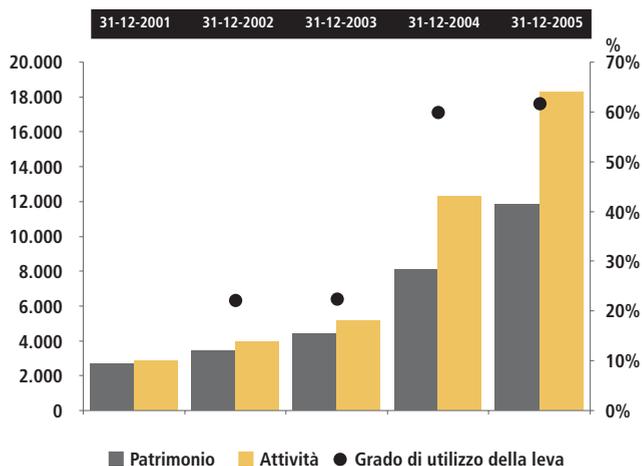


Fig 2 Patrimonio, attività e grado di utilizzo della leva (mln euro)

Sono 51 i fondi immobiliari operativi al 31 dicembre 2005, 45,7% in più rispetto al semestre precedente (70% e 264,3% in più rispetto all'anno e al triennio precedente). Nel secondo semestre sono divenuti operativi 17 nuovi fondi ed è stato liquidato, anticipatamente rispetto alla sua naturale scadenza, il primo fondo immobiliare. Nel corso del 2005 hanno fatto il loro ingresso sul mercato 22 fondi, mentre si ricorda che nel 2004 e nel 2003 erano stati lanciati rispettivamente 12 e 4 fondi. I fondi lanciati nel corso del 2005 hanno durata media pari a 12,1 anni, sono destinati prevalentemente a investitori qualificati (18), sono costituiti prevalentemente ad apporto (14), sono fondi semi-aperti

ovvero permettono la riapertura delle sottoscrizioni (14), prevedono quasi tutti una distribuzione dei proventi (20), sono in alcuni casi speculativi.

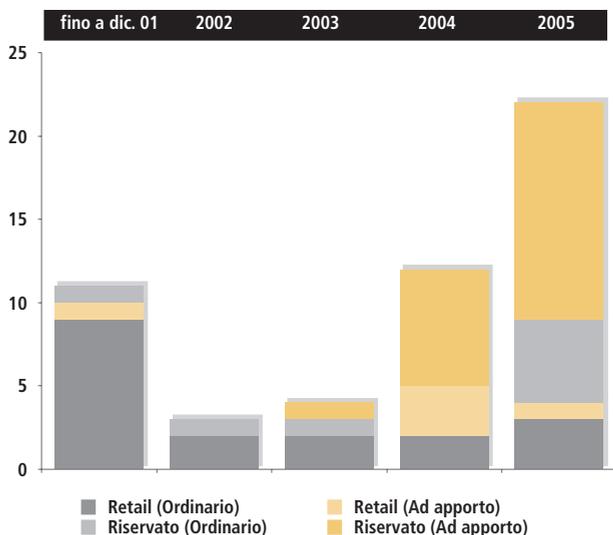


Fig 3 Numero di nuovi fondi per tipologia di clientela e modalità di costituzione

Il settore dei fondi immobiliari è costituito a fine dicembre 2005 per la maggior parte da fondi destinati ad investitori qualificati (cd. fondi riservati). Nel corso del secondo semestre sono divenuti operativi 14 prodotti che hanno portato questa tipologia a superare, in termini di numero e di attività gestita, i fondi destinati alla generalità degli investitori (cd. fondi retail). Se si suddividono i fondi in base alla modalità di costituzione del portafoglio immobiliare si osserva che la costituzione mediante apporto è diventata nel secondo semestre quella prevalente: a fine dicembre questi fondi rappresentano il 51% dei fondi operativi, il 57,4% del patrimonio e il 69,8% delle attività.

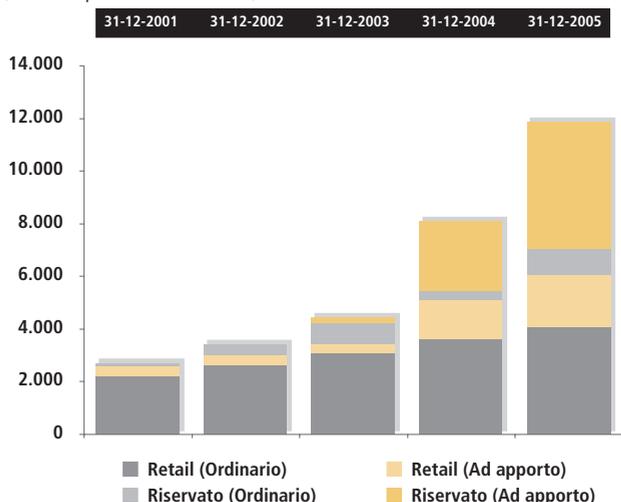


Fig 4 Patrimonio per tipologia di clientela e modalità di costituzione (mln euro)

Al 31 dicembre 2005 le società operative sono 21 (5 in più rispetto al semestre precedente, 7 e 11 in più rispetto all'anno e al triennio precedente). Di esse, 13 hanno per oggetto esclusivo l'istituzione di fondi immobiliari, ancorché speculativi, mentre le restanti 8 promuovono anche fondi, ancorché speculativi, che investono in attività finanziarie. Cresce il numero di società che hanno costituito solamente fondi riservati, che sono 9 a fine dicembre, 4 in più rispetto al semestre precedente, mentre diminuiscono le società focalizzate sui fondi *retail* (5 a fine dicembre, una in meno rispetto al semestre precedente); di converso aumentano di 2 unità quelle che offrono entrambe le tipologie di prodotti. L'aumento della concorrenza influisce sulla concentrazione del settore: i primi tre gruppi detengono a fine 2005 il 61,7% delle attività, rispetto al 63% di fine 2004.

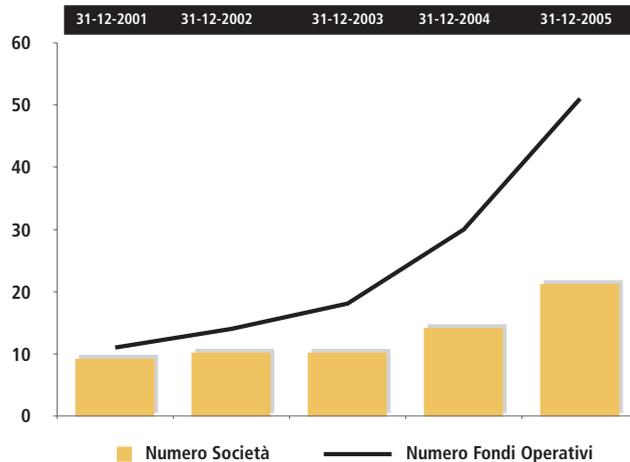


Fig 5 Numero di società e di fondi operativi

Suddividendo i fondi sulla base delle caratteristiche dell'investimento immobiliare detenuto in portafoglio al 31 dicembre 2005 si osserva che l'80% dei fondi che possiedono almeno un investimento immobiliare sono esposti prevalentemente (+ del 60%) in un'unica destinazione d'uso: quella maggiormente prescelta è rappresentata dagli Uffici (61,1% dei fondi), segue il Commerciale (13,9%), il Residenziale (8,3%), l'Industriale (8,3%), le Residenze Sanitarie Assistenziali, il Turistico/Ricreativo e le Altre destinazioni (complessivamente 8,4%). Di questi fondi, 10 fondi riservati e un fondo retail sono specializzati al 100% in un unico settore (4 fondi nel Commerciale, 2 in Uffici, 2 nel Residenziale, 2 nell'Industriale e 1 in Altro).

I fondi caratterizzati da un investimento in immobili con destinazioni senza alcun uso predominante, cd. fondi Misti, sono invece il 20% e rappresentano il 16,1% del patrimonio.

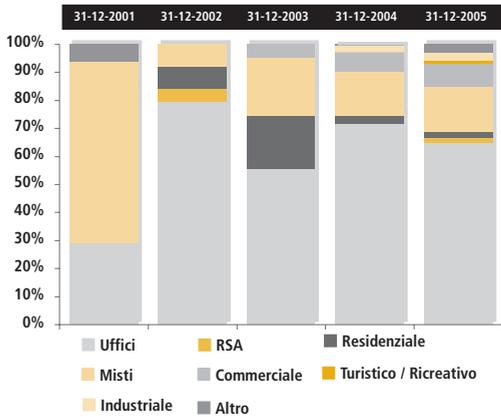


Fig 6 Patrimonio per categoria prevalente

Nel corso del 2005, sono stati effettuati acquisti e conferiti immobili per oltre 4.000 milioni di euro (in diminuzione rispetto agli oltre 6.700 milioni del 2004), mentre sono stati venduti immobili per quasi 800 milioni di euro (le più alte vendite registrate dal sistema). A differenza del 2004 dove gli acquisti e i conferimenti avevano un'importante entità ma erano concentrati solamente su alcuni fondi, nel 2005 si osserva una maggiore diversificazione degli operatori coinvolti e una riduzione dei volumi oggetto di transazione. Nel 2005 le movimentazioni in acquisto si sono concentrate nel secondo semestre (91%), mentre quelle di vendita sono ripartite equamente nell'anno. È possibile suddividere la movimentazione del portafoglio distinguendo quella effettuata da fondi già operativi per esigenze di asset allocation o per rimborsi anticipati di quote a fronte di disinvestimenti da quella indotta dai nuovi fondi o dai fondi operativi che hanno riaperto nell'anno le sottoscrizioni. Per i primi, nel 2005 a fronte di dismissioni di immobili per quasi 800 milioni di euro ne sono stati acquistati più di 600 milioni. Per i secondi invece gli acquisti o meglio i conferimenti sono stati di oltre 3.400 milioni, mentre le vendite sono state circa 8 milioni.

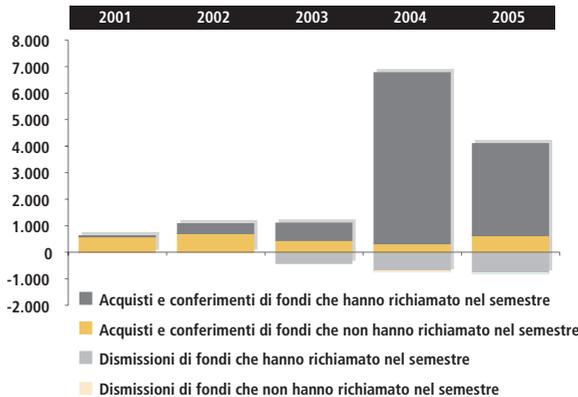


Fig 7 Movimentazione del patrimonio immobiliare (mln euro)

L'investimento in immobili e in diritti reali immobiliari è la componente prevalente (pari all'83%) delle attività dei fondi immobiliari anche se, a fine dicembre, è in leggera diminuzione rispetto al semestre (83,9%) e all'anno precedente (85,5%). La vendita di immobili per la liquidazione anticipata di un fondo, i rimborsi anticipati pro quota, l'ingresso sul mercato di fondi non ad apporto o ad apporto misto, che hanno richiamato solo impegni in denaro, hanno portato ad una leggera diminuzione del peso delle attività reali a favore di quelle finanziarie.

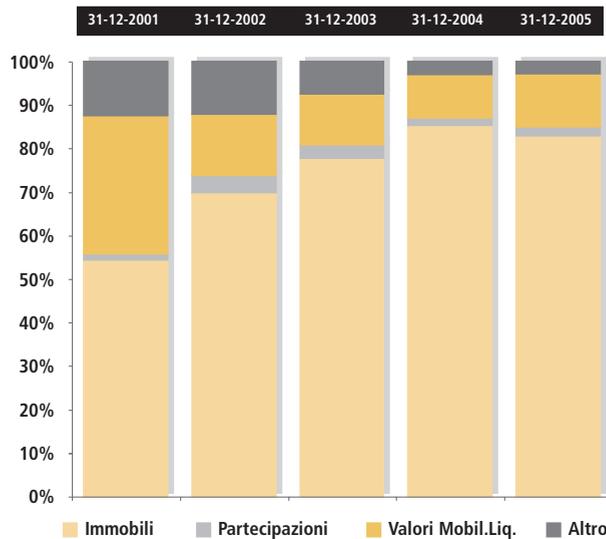


Fig 8 Composizione delle attività

L'investimento complessivo in immobili, ossia gli immobili detenuti direttamente e indirettamente tramite l'acquisto di partecipazioni di controllo in società immobiliari, ha superato i 15.500 milioni di euro grazie all'ingresso di nuovi fondi ad apporto, alla rivalutazione degli investimenti detenuti in portafoglio e agli acquisti effettuati dai fondi già operativi. La maggior offerta ha influenzato la composizione settoriale degli investimenti comportando una riduzione del peso del settore degli Uffici, sebbene questa destinazione d'uso continui ad essere quella principale (58,5% dell'investimento complessivo in immobili) e un incremento del settore Altri immobili (quali p.e. centraline telefoniche, caserme, università), di quello Commerciale e Residenziale.

Anche la ripartizione degli investimenti per area geografica è influenzata dall'incremento degli operatori presenti sul mercato. Il peso degli investimenti nel Nord Est, nel Centro, nel Sud e nelle Isole e all'Estero è infatti aumentato (sia rispetto al semestre precedente sia rispetto a fine 2004) a discapito del Nord Ovest. Il Centro con il 38,1%, che costituisce ora l'area geografica prevalente, sorpassa il Nord Ovest (36,6%), che precede il Sud e le Isole (11,6%); questo, a

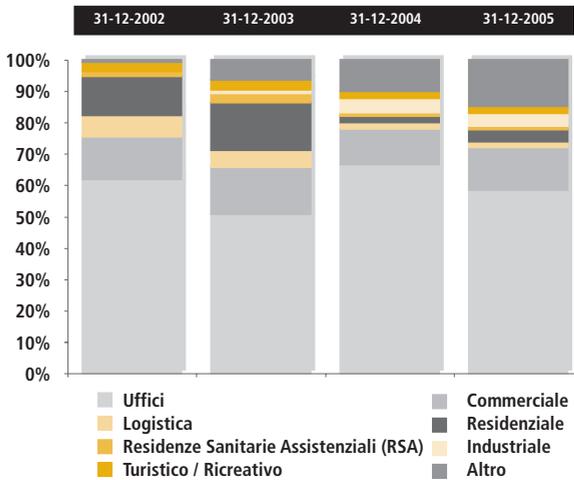


Fig 9 Asset allocation per destinazione d'uso

sua volta, guadagna una posizione rispetto al Nord Est (11,1%). Gli investimenti all'Estero, in genere realizzati attraverso partecipazioni di controllo in società immobiliari, rimangono in ultima posizione sebbene in crescita rispetto al passato (2,7%). La crescita dell'investimento nelle aree del Sud e delle Isole nel corso degli anni (era a fine 2002 poco più dell'1%) è dovuta sia all'ingresso di nuovi fondi riservati sia alla modifica della composizione del portafoglio di quelli già esistenti.

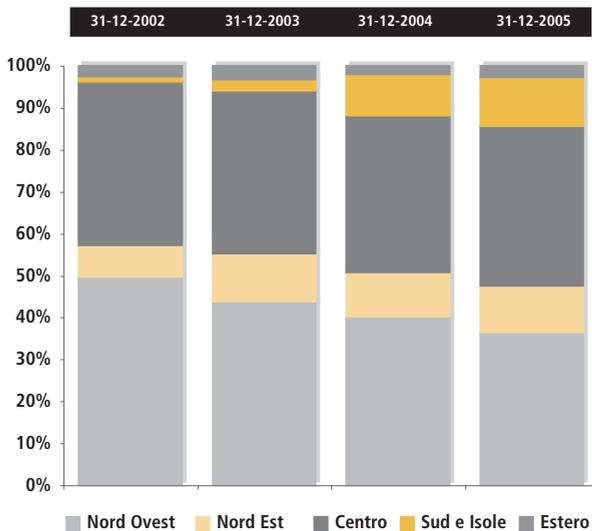


Fig 10 Asset allocation per area geografica

Nel paragrafo seguente si mostrano le caratteristiche e l'evoluzione dei fondi immobiliari cd. retail (destinati a tutti gli investitori) e riservati (destinati esclusivamente ad investitori qualificati); nel paragrafo ancora successivo si analizzano invece i fondi immobiliari distinguendoli in base alla modalità di costitu-

Fondi retail e fondi riservati

IV

170 | 16

zione cd. ordinaria (ossia la raccolta presso il pubblico di somme di denaro da destinare agli investimenti in immobili) e ad apporto (pubblico, privato o misto). Si ricorda che l'analisi temporale è influenzata dall'ingresso sul mercato di nuovi fondi e dalle modalità di costituzione del portafoglio immobiliare, oltre che dalle decisioni assunte dal gestore.

I fondi destinati ad investitori qualificati (cd. fondi riservati) hanno a fine 2005 sorpassato sia a livello di numerosità sia a livello di attività detenute in portafoglio i fondi destinati alla generalità degli investitori (cd. fondi retail). I fondi riservati, pari a 28 unità, sono quasi raddoppiati nel corso del secondo semestre (sono nati 14 fondi ed è stato liquidato un fondo), mentre i fondi retail, pari a 23, hanno visto l'ingresso di soli 3 fondi. Il ruolo dei fondi retail si è ridimensionato notevolmente nel corso degli anni: il peso del patrimonio di questi prodotti tre anni e un anno fa era pari all'88,5% e al 63,2% del patrimonio complessivo, mentre a fine 2005 è il 51,2%.

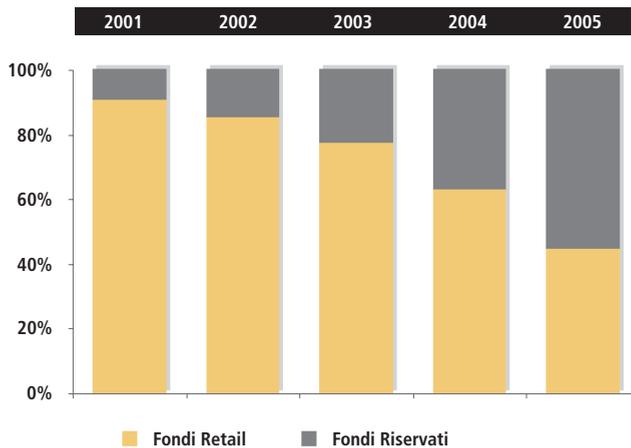


Fig 11 Numero di fondi

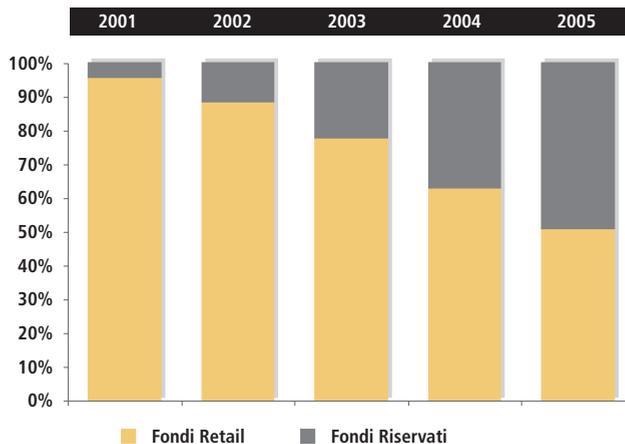


Fig 12 Patrimonio

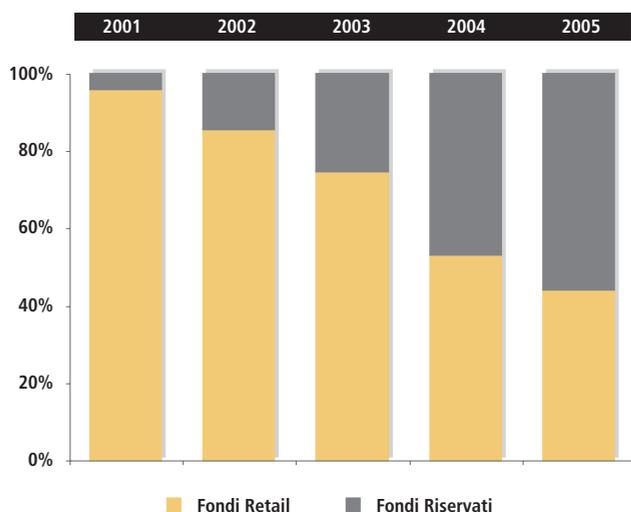


Fig 13 Totale attività

Il patrimonio medio dei fondi retail, di circa 260 milioni di euro, è superiore a quello dei fondi riservati, pari a quasi 207 milioni di euro; questa differenza è in parte causata dal fatto che diversi fondi riservati effettuano richiami parziali degli impegni in funzione delle opportunità di investimento in immobili (cd. *drawdown*) e che quindi a fronte di un obiettivo di patrimonio predeterminato in fase di costituzione non abbiano ancora richiamato tutti i loro impegni. Se si confrontano le attività medie detenute in portafoglio, invece, le differenze tra le due tipologie di fondi diminuiscono stante il più elevato uso da parte dei fondi riservati della leva finanziaria. La durata media dei fondi, invece, è simile per entrambe le tipologie, sebbene i fondi retail presentino una dispersione inferiore (dev. std di 3,32) rispetto a quella dei fondi riservati (dev. std. 6,18): la durata minima e massima dei fondi retail attualmente operativi varia tra i sette e quindici anni, mentre quella dei fondi riservati varia tra i tre e i trenta anni.

La metà dei fondi riservati esistenti a fine dicembre 2005 è di tipo semi-aperto in quanto prevedono la riapertura delle sottoscrizioni mediante emissioni successive di quote, mentre solo 3 su 23 fondi retail prevedono tale possibilità. Riguardo alle modalità di costituzione del patrimonio immobiliare, la maggioranza dei fondi retail privilegia quella ordinaria, mentre quella dei fondi riservati privilegia la costituzione mediante apporto.

Se si suddividono i fondi in base alla destinazione d'uso prevalente dell'investimento complessivo in immobili (convenzionalmente superiore al 60%) a fine 2005, si osserva che alcune destinazioni d'uso sono presenti in entrambe le tipologie di fondi (p.e. Uffici e Commerciale), mentre altre sono assenti per una delle due categorie: per esempio destinazione assente per i fondi riservati è l'RSA o il Turistico/Ricreativo, mentre per i fondi retail è il Residenziale o l'Indu-

Composizione delle attività

storiale. Focalizzando l'attenzione solamente sugli undici fondi esposti al 100% in un unico settore si osserva che per il 90% dei casi questi sono fondi riservati.

I fondi retail vedono progressivamente aumentare il peso dell'investimento in immobili. A dicembre 2005 essi detengono immobili per il 79,5% del totale dell'attivo; solo uno e tre anni prima essi investivano rispettivamente il 78,2% e il 68,8% del totale. I fondi riservati, costituiti prevalentemente mediante apporto di immobili, presentano per definizione rispetto ai fondi retail una percentuale investita in immobili mediamente superiore (ad eccezione della fine del 2001, dove però era presente un solo fondo riservato) e pari a dicembre 2005 all'85,8% del totale attività. Rispetto sia al semestre precedente che all'anno precedente la composizione del portafoglio dei fondi riservati è stata oggetto di ricomposizione a seguito dell'ingresso di nuovi fondi che hanno portato ad un incremento della quota rappresentata dalle attività finanziarie. I fondi riservati rispetto ai fondi retail, hanno partecipazioni di controllo in società immobiliari (sia in valore assoluto sia in termini relativi) inferiori a quelle rinvenibili nei fondi retail.

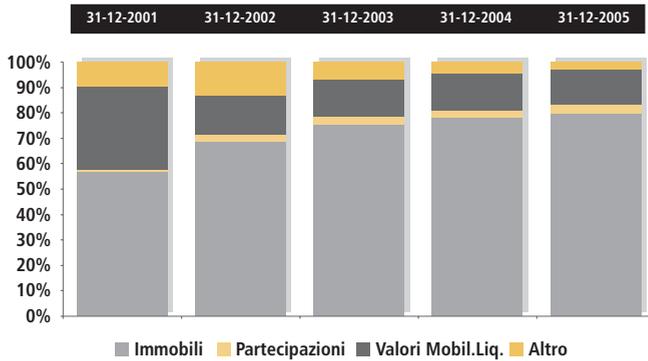


Fig 14 Fondi retail
composizione delle attività

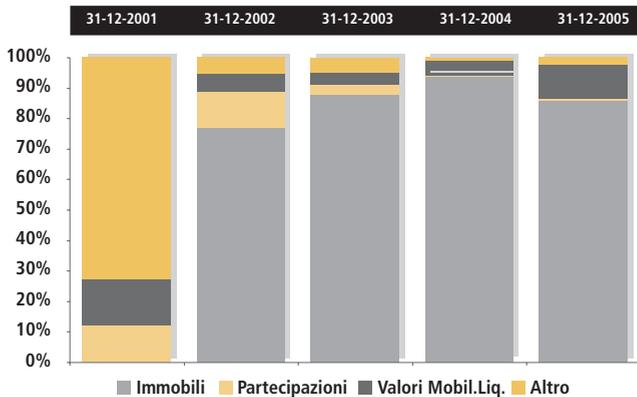


Fig 15 Fondi riservati
composizione delle attività

La destinazione d'uso maggiormente presente, sebbene in flessione rispetto agli anni precedenti, per entrambe le tipologie di fondi è il settore Uffici: questi costituiscono, infatti, il 61,3% degli immobili presenti nei fondi retail, e il 56,4% degli immobili dei fondi riservati. Gli immobili del settore Commerciale, poi, rappresentano la seconda destinazione d'uso prevalente per i fondi retail; mentre per i fondi riservati essa è costituita dal settore Altro, a causa del recente ingresso sul mercato di un fondo immobiliare avente tale caratteristica, e dalla riclassificazione degli immobili di un fondo esistente. Del settore Residenziale, poi, si compone il 6,6% degli immobili dei fondi riservati e solo lo 0,2% degli immobili di quelli retail. La riduzione del peso del settore Residenziale per i fondi riservati nel corso degli ultimi 3 anni è dovuta principalmente alle dimissioni operate dai fondi specializzati in tale settore, finalizzate al rimborso anticipato delle quote e alla liquidazione anticipata dei fondi.

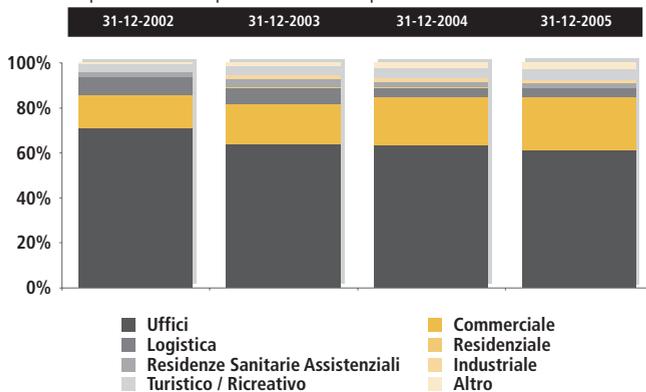


Fig 16 - Fondi retail Asset allocation per destinazione d'uso

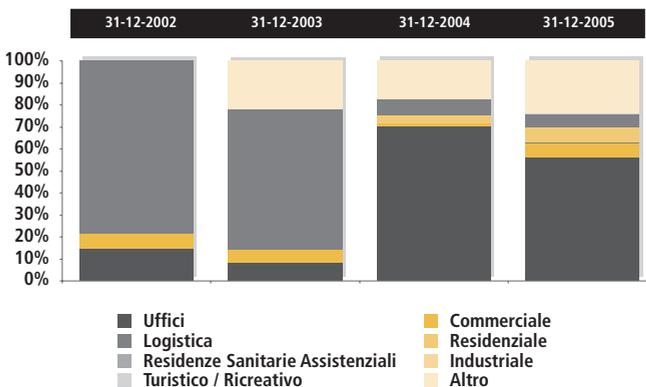


Fig 17 - Fondi riservati Asset allocation per destinazione d'uso

Riguardo alla ripartizione degli investimenti per area geografica è possibile osservare come i fondi retail detengano immobili, per quanto in riduzione, principalmente concentrati nel Nord Ovest (41,1%), mentre quelli riservati principalmente nel Centro (38,2%). L'investimento al Sud e nelle Isole è cresciuto per entrambe le tipologie di fondi, ma in modo più rilevante per i fondi riservati,

dove a dicembre 2005 costituisce il 16,1% del totale immobili. Gli investimenti all'Estero sono realizzati principalmente dai fondi retail tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari (5,3% contro lo 0,7% per i fondi riservati).

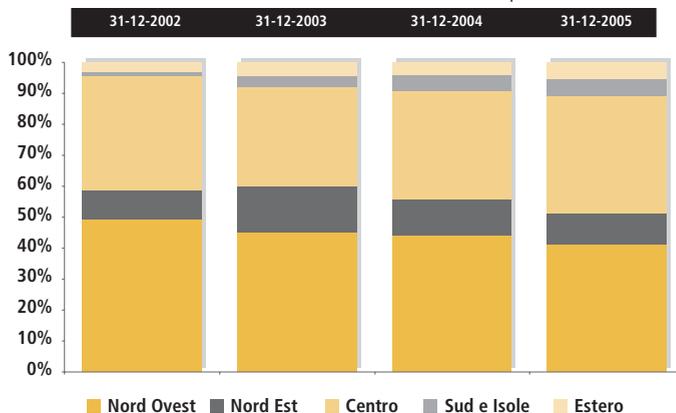


Fig 18 Fondi retail Asset allocation per area geografica

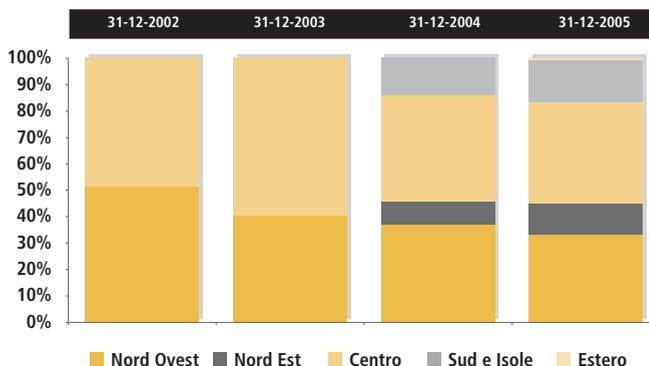


Fig 19 Fondi riservati Asset allocation per area geografica

Movimentazioni del portafoglio immobiliare

I fondi riservati sono quelli che nel corso dell'anno hanno avuto le più importanti movimentazioni, così come era avvenuto anche nel corso del 2004. In particolare, nel 2005 essi hanno acquistato e conferito immobili per quasi 2.900 milioni di euro, contro gli oltre 1.100 dei fondi retail ed hanno effettuato dismissioni per circa 530 milioni di euro, contro i 250 dei fondi retail.

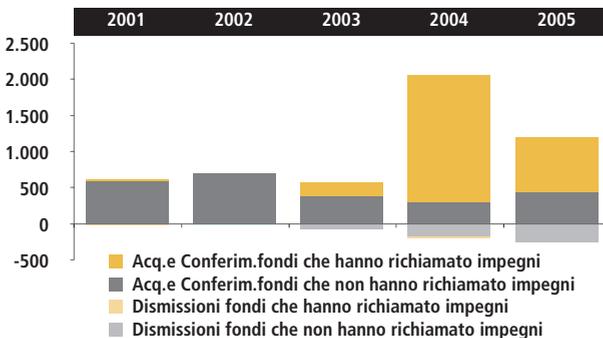


Fig 20 Fondi retail Movimentazione del portafoglio (mln euro)

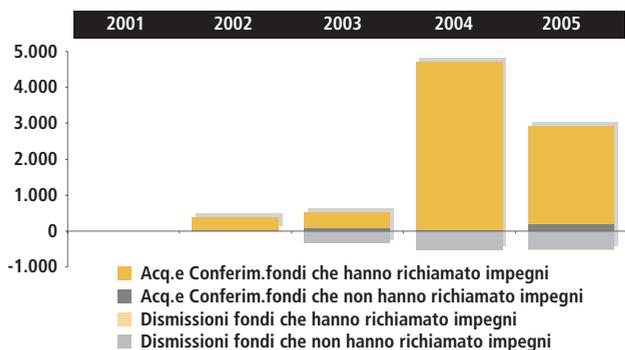


Fig 21 Fondi riservati
Movimentazione
del portafoglio (mln euro)

A fine 2005 fanno uso della leva 15 fondi retail (su 23 esistenti) e 19 fondi riservati (su 28 esistenti) che complessivamente si sono indebitati per 6.062,8 milioni di euro. I fondi riservati sono quelli che hanno fatto più ricorso alla leva, indebitandosi per 4.193,8 milioni di euro (pari al 69,2% del totale). I fondi retail, invece, si sono indebitati per 1.869 milioni di euro. Nel corso del 2005 12 dei 18 fondi riservati nati nell'anno hanno utilizzato la leva finanziaria, mentre solo un fondo retail sui 4 nati nell'anno vi ha fatto ricorso. L'ingresso di nuovi fondi riservati nel corso del 2005 ha portato ad una diminuzione del grado di utilizzo della leva da parte di questi fondi.

Indebitamento

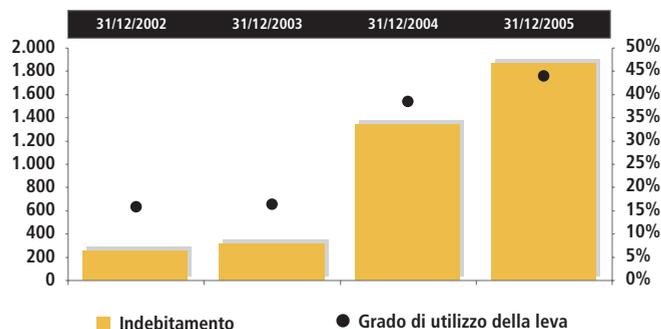


Fig 22 Fondi retail
Indebitamento e grado
di utilizzo della leva
(mln euro)

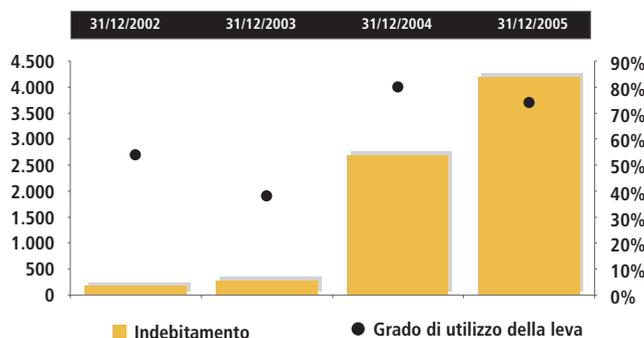


Fig 23 Fondi riservati
Indebitamento e grado
di utilizzo della leva
(mln euro)

Fondi apporto e fondi ordinari

Il numero dei fondi immobiliari operativi al 31 dicembre 2005 è pari a 51 unità. Se si suddividono i fondi in base alla modalità di costituzione del portafoglio immobiliare si osserva che i fondi ad apporto sono superiori in termini di numerosità e di patrimonio rispetto ai fondi ordinari. Dal 2001, anno di esordio dei fondi ad apporto nel mercato italiano, gli stessi hanno avuto una crescita notevole, in termini sia numerici, sia patrimoniali. A dicembre 2005 sono presenti sul mercato 26 fondi ad apporto (+12 rispetto al semestre precedente) che con 6.805,6 milioni di euro rappresentano il 57,4% del patrimonio, mentre i fondi ordinari sono 25 (+4 fondi rispetto al semestre precedente: di cui 5 nuovi e uno liquidato) e detengono il rimanente 42,6% (5.049,3 milioni di euro).

IV
176 | 16

Fig 24 Numero di fondi

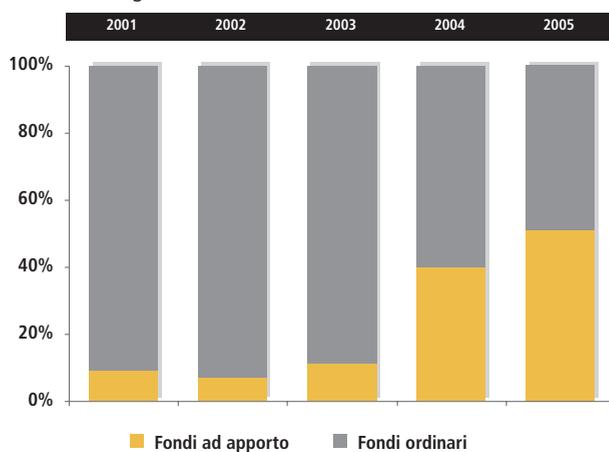
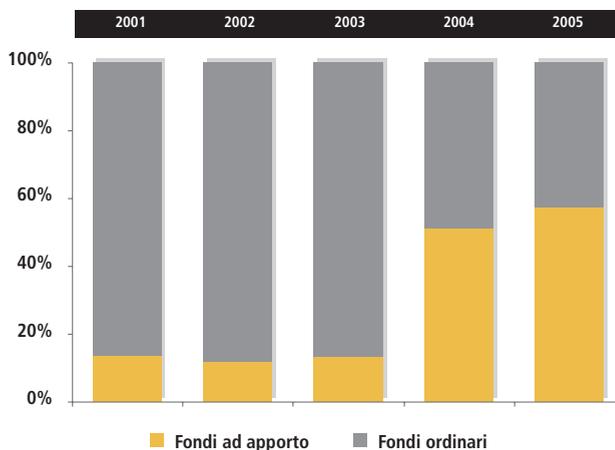


Fig 25 Patrimonio



Il patrimonio medio dei fondi ad apporto (261,7 milioni di euro) è mediamente superiore di quello dei fondi ordinari (201,9 milioni di euro). La durata media dei fondi ad apporto è 10,2 anni, mentre quella e dei fondi ordinari è leggermente più alta e pari a 11,7. Similmente a quanto osservato per i fondi retail e

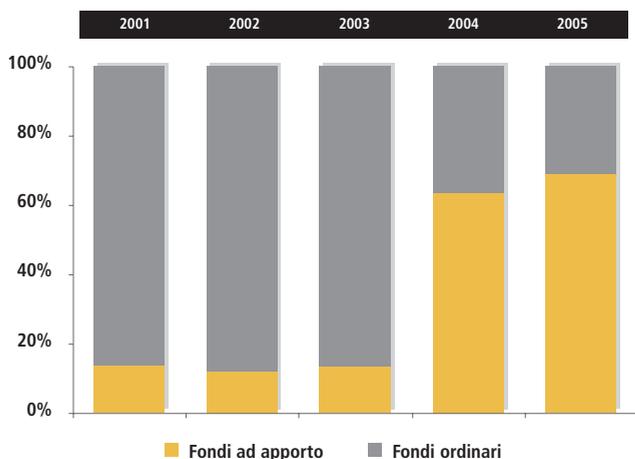


Fig 26 Totale attività

riservati la dispersione della durata dei fondi ad apporto è superiore (il doppio), e pari a 6,3, di quella dei fondi ordinari. Un terzo dei fondi ad apporto sono fondi semi-aperti in quanto prevedono emissioni successive di quote, mentre un quinto di quelli ordinari prevedono la riapertura delle sottoscrizioni.

Classificando i fondi in base alla destinazione d'uso prevalente degli immobili in portafoglio, si osservano simili risultati a quelle presentati per i fondi retail e riservati, dato che la maggior parte dei fondi ordinari sono fondi retail e la maggior parte dei fondi ad apporto sono fondi riservati. Unica differenza è data osservando le caratteristiche degli 11 fondi specializzati in un unico settore dove l'81% degli stessi sono stati costituiti tramite apporto.

La differente modalità di costituzione del portafoglio immobiliare si riflette nella quota parte di attività investita nel tempo in immobili che risulta per i fondi ad apporto sempre superiore a quella dei fondi ordinari (93,5% contro 60%). L'ingresso di nuovi fondi non determina, nei fondi ad apporto, una riduzione della componente immobiliare, salvo il caso in cui si è in presenza di fondi costituiti ad apporto misto che richiamano solo impegni in denaro. Tale situa-

Composizione delle attività

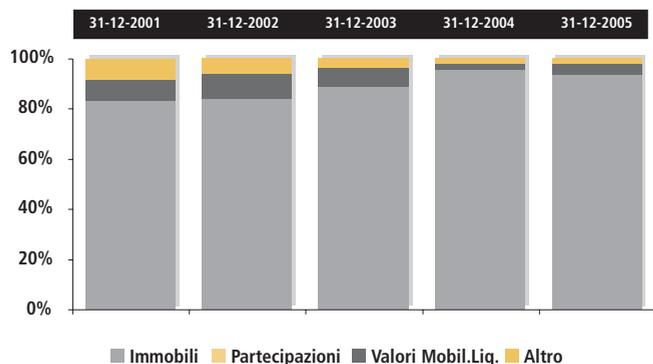
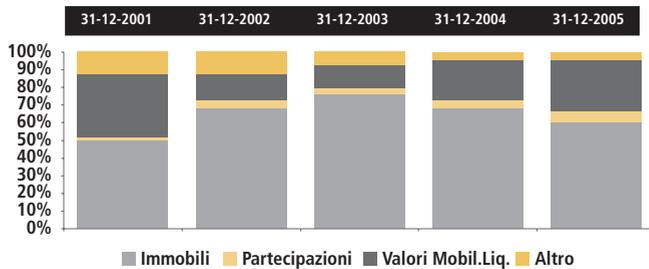


Fig 27 Fondi ad apporto
Composizione delle attività

Fig 28 Fondi ordinari
Composizione delle attività



Investimenti complessivi in immobili e asset allocation

Per quanto riguarda gli investimenti immobiliari, la destinazione d'uso prevalente per entrambe le tipologie di fondi è costituita dagli Uffici (59,1% per i fondi ad apporto e 56,5% per i fondi ordinari).

Mentre per i fondi ordinari essa è rimasta pressoché invariata nel corso degli anni, per i fondi ad apporto ha registrato una flessione in favore del settore Altro, che si spinge a rappresentare il 18,6% del totale. In aumento per entrambe le tipologie di fondi è il settore Commerciale (21,1% fondi ordinari, 11,2% fondi ad apporto). Nessun fondo ad apporto ha investimenti nel settore delle Residenze Sanitarie Assistenziali, che per i fondi ordinari rappresentano, invece, il 4,2% del totale. In crescita per i fondi ordinari è anche il settore Turistico/Ricreativo, che a dicembre 2005 raggiunge l'8% dell'investimento in immobili.

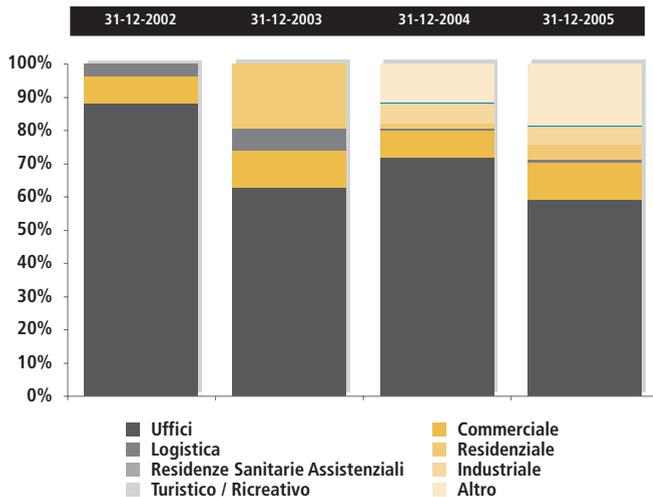


Fig 29 Fondi ad apporto
Asset allocation per destinazione d'uso

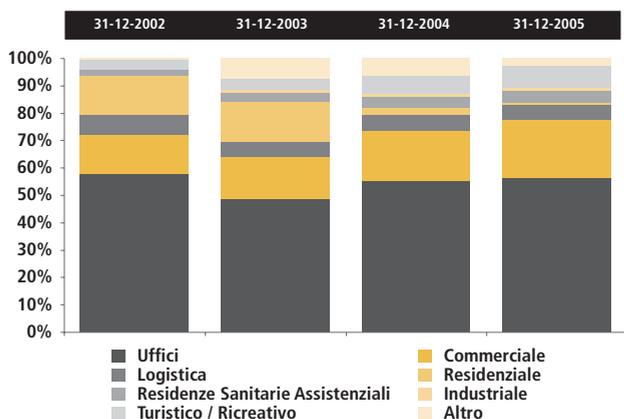


Fig 30 Fondi ordinari
Asset allocation
per destinazione d'uso

Riguardo alla ripartizione degli investimenti per area geografica, mentre per i fondi ad apporto è il Centro l'area in cui è concentrato il maggior investimento immobiliare (41,5%), per i fondi ordinari lo è il Nord Ovest (41%). Nessun fondo ad apporto ha investimenti all'Estero, mentre gli stessi rappresentano l'11,1% del totale investimenti in immobili dei fondi ordinari, quasi il doppio di quello osservato nell'anno precedente. I fondi ordinari invece sono meno esposti nel Sud e nelle Isole dove i fondi ad apporto hanno localizzati il 13,5% degli immobili.

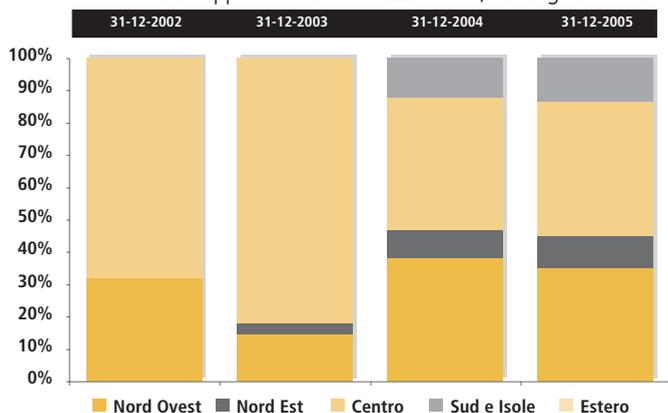


Fig 31 Fondi ad apporto
Asset allocation
per area geografica

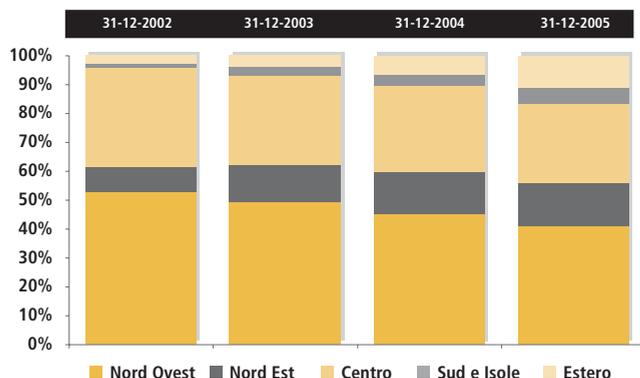


Fig 32 Fondi ordinari
Asset allocation
per area geografica

Movimentazioni del portafoglio immobiliare

Come nel 2004, anche nel 2005 le maggiori movimentazioni sono state fatte dai fondi ad apporto che nell'anno hanno acquistato e conferito più 3.500 milioni di euro, di cui quasi tutti effettuati nel corso del secondo semestre. In due anni gli apporti sono stati di oltre 9.900 milioni di euro, mentre le vendite effettuate da questi fondi sono state pari a circa 600 milioni di euro. I fondi ordinari, invece, hanno effettuato acquisti superiori a quelli effettuati nel corso del 2004 (circa 550 milioni di euro contro 360 milioni di euro), mentre le vendite sono state la metà (300 milioni contro 600). Negli ultimi 5 anni i fondi ordinari hanno acquistato e venduto immobili rispettivamente per più di 3.400 milioni di euro e per oltre 1.300 milioni di euro.

IV
180 | 16

Fig 33 Fondi ad apporto
Movimentazione del portafoglio (mln euro)

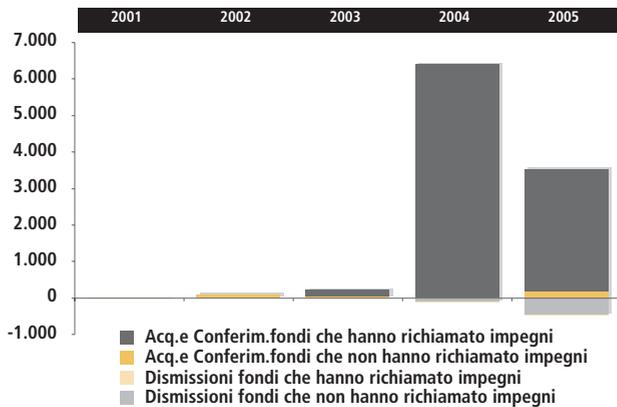
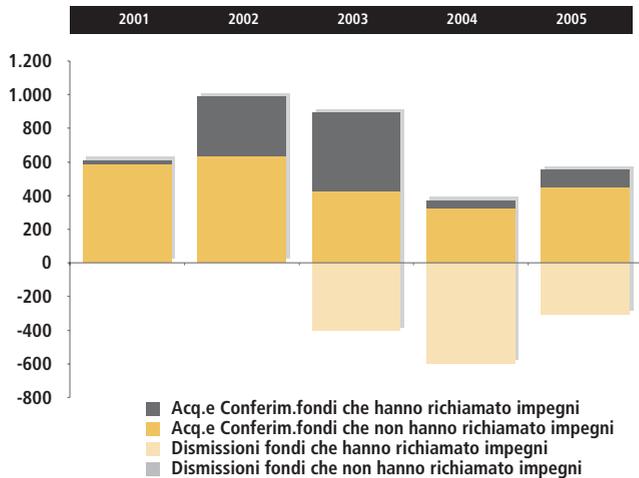


Fig 34 Fondi ordinari
Movimentazione del portafoglio (mln euro)



Indebitamento

Le maggiori movimentazioni dei fondi ad apporto trovano spiegazione nell'imponente ricorso da parte di questi ultimi all'indebitamento. Il 90,5% dell'indebitamento complessivo, pari a 5.488,4 milioni di euro, è imputabile a tali fondi.

21 su 26 fondi ad apporto hanno contratto debiti a fronte degli acquisti di immobili. Per contro, solo 13 fondi ordinari su 25 fondi hanno fatto uso della leva finanziaria, indebitandosi complessivamente per 574,4 milioni di euro. Nel corso del 2005 13 dei 14 fondi ad apporto nati nell'anno hanno utilizzato la leva finanziaria, mentre nessun nuovo fondo ordinario vi ha fatto ricorso.

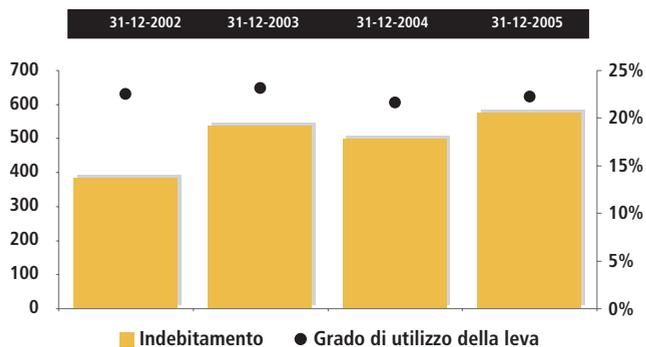
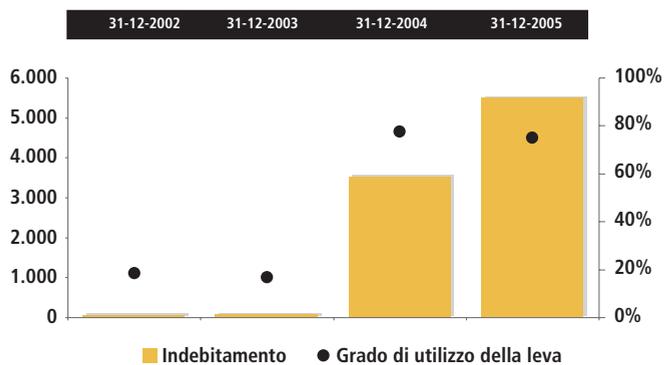
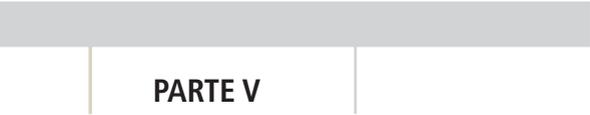


Fig 35 Fondi ad apporto
Indebitamento e grado
di utilizzo della leva
(mln euro)

Fig 36 Fondi ordinari
Indebitamento e grado
di utilizzo della leva
(mln euro)



PARTE V

**VALUTAZIONE DEI PRODOTTI
DEL RISPARMIO GESTITO**

INTRODUZIONE: EFFICIENZA DELLA GESTIONE E SCELTA DEL PRODOTTO

Nei capitoli successivi saranno affrontate alcune delle principali tematiche relative al vasto e complesso tema della misurazione dei servizi di investimento. All'interno di questa definizione possono essere fatti confluire i vari contributi forniti, sia dall'Industria della gestione che dalla ricerca economica, alla costruzione di un quadro di riferimento il più possibile condiviso, e funzionale alla valutazione dei prodotti di risparmio gestito sotto il duplice profilo dell'efficienza del processo della gestione (lato dell'offerta) e della scelta tra le alternative disponibili (lato della domanda).

La comune premessa a tali contributi (troppo spesso taciuta, se non ignorata) è costituita dalla discussa capacità di qualsiasi modello economico di fornire una misurazione dei risultati della gestione (e *in primis* del rischio) che abbia un chiaro significato prospettico, piuttosto che retrospettivo.

Secondo William F. Sharpe, l'ipotesi che nel futuro si possa ripetere quanto osservato nel passato sarebbe addirittura "un atto di eroismo".

Tuttavia queste considerazioni non costituiscono un impedimento all'impiego degli strumenti che quasi mezzo secolo di ricerche nel campo della valutazione dei prodotti della gestione ci hanno messo a disposizione. Si tratta piuttosto di ricavarne il quanto mai prezioso invito a farne un uso il più possibile critico.

Solo con questo indispensabile atteggiamento è infatti possibile avvicinarsi alle soluzioni proposte alle diverse problematiche della misurazione dei servizi di gestione senza correre il rischio di utilizzare gli strumenti analitici a disposizione al di fuori degli obiettivi e degli ambiti nei quali possono essere impiegati e far seguire a questo grave errore quello altrettanto grave (e potenzialmente molto dannoso) di esprimere scelte di investimento scorrette.

Tale richiamo permette di mettere in giusta evidenza una fondamentale distinzione tra la misurazione dell'efficienza della gestione e la scelta del prodotto: sebbene entrambi i momenti condividano lo stesso impianto analitico, il secondo è fonte di ulteriore complessità a motivo del fatto che la scelta è governata dalle preferenze del singolo risparmiatore e dalle modalità di associazione di queste con i prodotti (efficienti) disponibili sul mercato.

I contributi presentati nei prossimi capitoli sono il risultato dello sforzo di elaborare

metodologie di valutazione dell'efficienza della gestione. Sebbene costituiscano il bagaglio indispensabile di ogni risparmiatore consapevole e informato, esse non sono tuttavia sufficienti per fornire la soluzione al complesso problema della scelta di come allocare i propri risparmi.

Ogni risparmiatore dovrebbe avere ben chiare, oltre che la propria situazione patrimoniale e reddituale, anche e soprattutto le proprie "preferenze" nei confronti del binomio rischio-rendimento, componente imprescindibile di ogni prospettiva di investimento. Tali problematiche non trovano posto, se non indirettamente, nei capitoli che seguono, a motivo della complessità e della delicatezza di una scelta la cui responsabilità ricade innanzitutto sul singolo risparmiatore e con riferimento alla quale egli può essere ben consigliato ma mai esonerato, come invece sembrerebbero suggerire i numeri, i voti o le stelle così tanto pubblicizzate. Nei confronti dei numeri, delle graduatorie, è al contrario indispensabile non abbassare mai la guardia della critica consapevole.

LA CLASSIFICAZIONE ASSOGESTIONI DEI FONDI COMUNI, DEI FONDI PENSIONE E DELLE GESTIONI PATRIMONIALI

La classificazione Assogestioni costituisce il punto di riferimento per la valutazione di primo livello delle caratteristiche dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali. Le società di gestione hanno a disposizione uno strumento conosciuto e compreso da tutto il pubblico degli investitori, in grado di consentire loro di definire e caratterizzare l'offerta dei propri prodotti di investimento in modo chiaro e condiviso.

Gli investitori hanno così la possibilità di orientarsi, in prima battuta, tra i prodotti offerti sul mercato.

Questo capitolo è suddiviso in cinque parti. Nelle prime tre sono descritte le caratteristiche della classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali (criteri, struttura e limiti di investimento). Nella quarta parte vengono illustrate alcune caratteristiche delle politiche di investimento, ulteriori rispetto a quelle sinteticamente rappresentate dalla categoria Assogestioni, e di generale interesse per le società di gestione e per il pubblico dei risparmiatori. La quinta parte è infine dedicata alle procedure di attribuzione e modifica della categoria, nonché del monitoraggio del rispetto dei limiti stabiliti.

1 La classificazione dei fondi comuni

La classificazione dei fondi comuni si articola innanzitutto in cinque macro categorie:

- **Azionari**
- **Bilanciati**
- **Obbligazionari**
- **Liquidità**
- **Flessibili**

Ogni macro categoria si contraddistingue per la percentuale minima e massima di investimento azionario, ossia identifica i parametri per l'*asset allocation* di base (azionaria-obbligazionaria). In particolare, le macro categorie possono es-

1.1 Asset allocation di base: le macro categorie

sere poste in ordine crescente rispetto alla proporzione di azioni detenibili in portafoglio:

- i fondi di liquidità non possono investire in azioni;
- i fondi obbligazionari non possono investire in azioni (con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni);
- i fondi bilanciati investono in azioni per importi che vanno dal 10% al 90% del portafoglio;
- i fondi azionari investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni;
- i fondi flessibili non hanno vincoli di asset allocation azionaria (0%-100%).

1.2 Fattori di rischio specifici: le categorie

Ogni macro categoria si suddivide a sua volta in diverse categorie definite sulla base dei fattori di rischio che le caratterizzano:

- **Azionari:** giurisdizione dell'emittente e specializzazione settoriale;
- **Bilanciati:** proporzione della componente azionaria;
- **Obbligazionari:** rischio mercato (valuta di denominazione e duration del portafoglio) e rischio credito;
- **Liquidità:** valuta di denominazione, merito di credito dell'emittente e duration del portafoglio;
- **Flessibili:** nessun fattore di rischio comune.

RIEPILOGO DELLE CATEGORIE ASSOGESTIONI DEI FONDI COMUNI

AZIONARI	OBBLIGAZIONARI
Azionari Italia	Obbligazionari euro governativi breve termine
Azionari area euro	Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine
Azionari Europa	Obbligazionari euro corporate investment grade
Azionari America	Obbligazionari euro high yield
Azionari Pacifico	Obbligazionari dollaro governativi breve termine
Azionari paesi emergenti	Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine
Azionari paese	Obbligazionari dollaro corporate investment grade
Azionari internazionali	Obbligazionari dollaro high yield
Azionari energia e materie prime	Obbligazionari internazionali governativi
Azionari industria	Obbligazionari internazionali corporate investment grade
Azionari beni di consumo	Obbligazionari internazionali high yield
Azionari salute	Obbligazionari yen
Azionari finanza	Obbligazionari paesi emergenti
Azionari informatica	Obbligazionari altre specializzazioni
Azionari servizi di telecomunicazione	Obbligazionari misti
Azionari servizi di pubblica utilità	Obbligazionari flessibili
Azionari altri settori	
Azionari altre specializzazioni	FONDI DI LIQUIDITÀ
	Fondi di liquidità area euro
	Fondi di liquidità area dollaro
	Fondi di liquidità area yen
BILANCIATI	Fondi di liquidità altre valute
Bilanciati azionari	
Bilanciati	
Bilanciati obbligazionari	FLESSIBILI

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da:

- un **investimento principale** pari almeno al 70% del portafoglio in azioni con emittente oppure specializzazione settoriale definita dalla categoria;
- un **investimento residuale** pari al massimo al 30% del portafoglio in titoli obbligazionari di qualunque emittente e in liquidità nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.

Il tipo di investimento principale attribuisce il nome alla categoria.

Le categorie azionarie sono:

- Azionari Italia
- Azionari area euro
- Azionari Europa
- Azionari America
- Azionari Pacifico
- Azionari paesi emergenti
- Azionari paese
- Azionari internazionali
- Azionari energia e materie prime (10 e 15)
- Azionari industria (20)
- Azionari beni di consumo (25 e 30)
- Azionari salute (35)
- Azionari finanza (40)
- Azionari informatica (45)
- Azionari servizi di telecomunicazione (50)
- Azionari servizi di pubblica utilità (55)
- Azionari altri settori
- Azionari altre specializzazioni

Specificazioni:

- I fondi appartenenti alle categorie **Azionari Italia, area euro, Europa, America, Pacifico** e **paesi emergenti** si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente appartenente alle rispettive aree geografiche di definizione. Le aree Europa, America e Pacifico sono costituite dai paesi sviluppati dei rispettivi continenti/aree.
- I fondi **Azionari paese** si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente appartenente al paese (o, se del caso, gruppo ristretto di paesi) discrezionalmente definito dal regolamento.
- I fondi azionari appartenenti ad una delle 9 **categorie settoriali** si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente qua-

lunche ma appartenenti ad uno o più settori definiti dal *Global Industry Classification Standard* (GICS) cui i nomi delle categorie fanno riferimento e i cui codici sono indicati tra parentesi oppure (Azionari altri settori) ad una qualunque combinazione di due o più settori. La caratterizzazione settoriale prevale su quella geografica. Pertanto i fondi specializzati sia per area geografica sia per settore sono classificati nell'ambito delle categorie settoriali.

- L'investimento principale dei fondi azionari **altre specializzazioni**, definito dai rispettivi regolamenti, non è nel suo complesso riconducibile alle altre categorie.

Schema riassuntivo delle caratteristiche dell'investimento dei fondi appartenenti alle categorie azionarie

Categorie azionarie	Investimento principale (azioni)						Investimento residuale (obblig. e liquidità)			
	Investimento minimo (%)	Paesi					Settori (GICS)	Valuta		
		Italia	euro	Europa (d.c.)	America (d.c.)	Pacifico (d.c.)		emergenti	Investimento massimo (%)	euro
Azionari Italia	70						*	30		
Azionari area euro	70						*	30		
Azionari Europa	70						*	30		
Azionari America	70						*	30		
Azionari Pacifico	70						*	30		
Azionari paesi emergenti	70						*	30		
Azionari paese	70	paese/gruppo paesi come da regolamento					*	30		
Azionari internazionali	70	*					*	30	*	
Azionari energia e materie prime	70	*					10-15	30	*	
Azionari industria	70	*					20	30	*	
Azionari beni di consumo	70	*					25-30	30	*	
Azionari salute	70	*					35	30	*	
Azionari finanza	70	*					40	30	*	
Azionari informatica	70	*					45	30	*	
Azionari servizi di telecomunicazione	70	*					50	30	*	
Azionari servizi di pubblica utilità	70	*					55	30	*	
Azionari altri settori	70	*					q.c.	30	*	
Azionari altre specializzazioni	70	fondi specializzati come da regolamento						30	*	

*: non rilevante d.c.: paesi sviluppati q.c.: qualunque combinazione

Le categorie di fondi bilanciati si differenziano esclusivamente in relazione al peso della componente azionaria:

- Bilanciati azionari: azioni in portafoglio comprese tra il 50% e il 90%.
- Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra il 30% e il 70%.
- Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra il 10% e il 50%.

Fondi bilanciati

Le categorie dei fondi obbligazionari sono definite sulla base di opportune combinazioni dei fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari:

Rischio di mercato:

- valuta di denominazione: euro, dollaro, yen, qualunque valuta;
- duration del portafoglio: inferiore o uguale ovvero superiore a 2 anni.

Rischio di credito:

- giurisdizione dell'emittente: paesi sviluppati ovvero emergenti;
- tipologia dell'emittente: sovrano ovvero impresa;
- merito creditizio: investment grade ovvero *high yield*.

Sulla base di tale ricostruzione dei fattori di rischio si definiscono le seguenti categorie:

Categorie specializzate:

- Obbligazionari euro governativi breve termine
- Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine
- Obbligazionari euro corporate investment grade
- Obbligazionari euro high yield
- Obbligazionari dollaro governativi breve termine
- Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine
- Obbligazionari dollaro corporate investment grade
- Obbligazionari dollaro high yield
- Obbligazionari internazionali governativi
- Obbligazionari internazionali corporate investment grade
- Obbligazionari internazionali high yield
- Obbligazionari yen
- Obbligazionari paesi emergenti
- Obbligazionari altre specializzazioni

Categorie non specializzate:

- Obbligazionari misti
- Obbligazionari flessibili

Fondi obbligazionari



Specificazioni

- I fondi obbligazionari investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e in liquidità. Essi possono detenere azioni rivenienti da conversione dei titoli obbligazionari presenti in portafoglio a condizione che il loro ammontare complessivo non superi il 10% del portafoglio e che vengano vendute nel più breve tempo possibile nell'interesse dei partecipanti al fondo. Tale specificazione non si applica ai fondi obbligazionari misti (vedi oltre).

Categorie specializzate:

- Le categorie specializzate sono caratterizzate da un **investimento principale** pari almeno al 70% del portafoglio e da un **investimento residuale** pari al massimo al 30% del portafoglio. Fanno eccezione le categorie governative con riferimento alle quali la soglia minima dell'investimento principale è elevata all' 80% e la soglia massima di quello residuale è ridotta al 20%.
- *Paese dell'emittente*: i fondi obbligazionari **paesi emergenti** si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari di emittenti appartenenti a paesi emergenti. I fondi appartenenti alle altre categorie si caratterizzano per un investimento principale in strumenti di emittenti appartenenti a paesi sviluppati.
- *Valuta di denominazione*: i fondi appartenenti a categorie **euro, dollaro e yen** si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari denominati rispettivamente in euro, dollaro USA e yen.
- *Tipologia dell'emittente*: i fondi appartenenti a categorie **governative** si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da emittenti sovrani/istituzioni sovranazionali promosse da enti sovrani. I fondi appartenenti a categorie **corporate investment grade** si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da altri emittenti e con rating non inferiore a Baa3 (Moody's), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente.
- *Merito creditizio*: i fondi appartenenti a categorie **high yield** si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari senza rating oppure con rating inferiore a Baa3 (Moody's), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente.
- *Duration*: la duration complessiva del portafoglio dei fondi appartenenti a categorie **a breve termine** non deve superare i 2 anni. Quella dei fondi di categorie **a medio/lungo termine** deve essere superiore ai 2 anni.

- L'investimento residuale dei fondi appartenenti alle categorie specializzate è costituito da strumenti finanziari con rating non inferiore a Baa3 (Moody's), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente e denominati in valute europee (fondi euro), dell'area del dollaro (fondi dollaro), in yen (fondi yen) ovvero qualunque valuta (altri fondi).
- I fondi obbligazionari altre specializzazioni sono caratterizzati da una politica di investimento specializzata in fattori di rischio e/o tecniche di gestione non rappresentate dalle altre categorie obbligazionarie. A tali fondi non si applica la distinzione tra investimento principale e investimento residuale.

Schema riassuntivo delle caratteristiche dell'investimento dei fondi appartenenti alle categorie obbligazionarie

Categorie obbligazionarie	Investimento principale								Investimento residuale					
	investimento minimo (%)	Paesi		Valuta		Tipologia emittente		Merito creditizio		Duration (intero portafoglio)	investimento massimo (%)	investment grade	Valute	
		sviluppati	emergenti	euro	dollaro USA	yen	sovrano	impresa	investment grade				high yield	≤ 2 anni
euro governativi breve termine	80							*			20			
euro governativi m/l termine	80							*			20			
euro corporate inv. grade	70									*	30			
euro high yield	70					*				*	30			
dollaro governativi breve termine	80							*			20			
dollaro governativi m/l termine	80							*			20			
dollaro corporate inv. grade	70									*	30			
dollaro high yield	70					*				*	30			
internazionali governativi	80			*				*		*	20			*
internazionali corporate inv. grade	70			*						*	30			*
internazionali high yield	70			*		*				*	30			*
yen	70							*	*	*	30			
paesi emergenti	70			*		*		*	*	*	30			*
altre specializzazioni	Fondi specializzati come da regolamento													
misti	Massimo 20% di azioni in portafoglio. Nessun vincolo ulteriore													
flessibili	Politica di investimento "total return"													

*: non rilevante

Fondi di liquidità

Categorie non specializzate (misti e flessibili):

- I fondi obbligazionari misti possono detenere fino al 20% del portafoglio in azioni. Non sussistono vincoli ulteriori alla relativa politica di investimento.
- I fondi obbligazionari flessibili sono caratterizzati da una politica di investimento obbligazionaria *total return*, ovvero senza alcun limite all'esposizione ai fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari.

I fondi di liquidità investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e in liquidità. Gli strumenti finanziari detenuti in portafoglio devono avere un rating non inferiore a A2 (Moody's), A (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente. I fondi di liquidità non possono investire in titoli privi di rating. La duration del portafoglio deve essere inferiore a 6 mesi. Infine non è ammessa la copertura del rischio di cambio.

Le categorie dei fondi di liquidità si differenziano in base alla valuta di emissione dei titoli in portafoglio:

- Fondi di liquidità area euro
- Fondi di liquidità area dollaro
- Fondi di liquidità area yen
- Fondi di liquidità altre valute

Fondi flessibili

I fondi flessibili non hanno alcun vincolo sull'*asset allocation* di base (azioni-obbligazioni) e non condividono alcuno specifico fattore di rischio (ad esempio geografico, settoriale, valutario, ecc.).

1.3 Limiti di categoria e valorizzazione del portafoglio

Il trattamento dei derivati

Tutte le categorie dei fondi comuni, con l'eccezione dei flessibili, prevedono limiti massimi e/o minimi per l'investimento in determinate classi di strumenti finanziari o per la duration complessiva del portafoglio.

Tali limiti si riferiscono ad un portafoglio che include gli effetti che l'investimento in strumenti finanziari derivati ha sul rischio complessivo del fondo.

Tale inclusione va effettuata calcolando per ogni derivato detenuto il corrispondente impegno sintetico nel titolo sottostante e compensando opportunamente le eventuali posizioni simmetriche rispetto al rischio su uno stesso strumento.

In analogia a quanto previsto per il trattamento dei derivati, ai fini del rispetto dei limiti di categoria, la parte del portafoglio investita in fondi viene considerata come se fosse investita negli strumenti finanziari da questi detenuti ("look through").

Il calcolo della duration può essere eseguito con uno dei metodi prevalenti (*duration* semplice oppure *modified duration*); ai fini del rispetto dei limiti di categoria tali metodi sono considerati equivalenti.

Con riferimento al calcolo della duration dei titoli a cedola variabile (floater) è stato deciso di attribuire loro una duration convenzionale pari alla vita della cedola (per un CCT, ad esempio, duration convenzionale di 6 mesi).

Tale decisione riflette due punti problematici. Il primo è che una formula corretta di duration per un floater, oltre ad essere tuttora oggetto di analisi teorica, è troppo complessa per essere calcolata ai fini del rispetto dei principi di classificazione.

Il secondo è che nonostante i floater possano avere vita residua anche molto lunga, non si ritiene di escluderli dai fondi di liquidità (per i quali il vincolo di duration massima è pari a 6 mesi) in quanto il mercato finanziario domestico non offre strumenti monetari diversificati e i CCT restano uno strumento imprescindibile anche con vita residua elevata.

Le linee di investimento dei fondi pensione aperti vengono classificate in sette categorie ognuna delle quali si caratterizza per una percentuale minima e/o massima di titoli azionari detenibili in portafoglio:

- Azionari: azioni in portafoglio per almeno il 70%
- Bilanciati Azionari: azioni in portafoglio comprese tra 50% e 90%
- Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra 30% e 70%
- Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra 0% e 50%
- Obbligazionari: nessun investimento azionario, duration minima di portafoglio pari a 1 anno
- Monetari: nessun investimento azionario, duration massima di portafoglio pari a 2 anni
- Flessibili: azioni in portafoglio da 0% a 100% come da regolamento del fondo.

Per quanto riguarda le regole per la valorizzazione del portafoglio ai fini del rispetto dei limiti di categoria vale quanto stabilito per i fondi comuni.

L'investimento in fondi

Il calcolo della duration



2 La classificazione dei fondi pensione

3 La classificazione delle gestioni patrimoniali

Assogestioni classifica i contratti di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi (gestioni patrimoniali) in sette categorie ognuna delle quali si caratterizza per una percentuale minima e/o massima di titoli azionari detenibili in portafoglio:

- Azionarie: azioni in portafoglio per almeno il 70%
- Bilanciate azionarie: azioni in portafoglio comprese tra 50% e 90%
- Bilanciate: azioni in portafoglio comprese tra 30% e 70%
- Bilanciate obbligazionarie: azioni in portafoglio comprese tra 0% e 50%
- Obbligazionarie: nessun investimento azionario
- Monetarie: nessun investimento azionario, *duration* massima di portafoglio pari a 2 anni
- Flessibili: azioni in portafoglio da 0% a 100%

Alle gestioni patrimoniali si possono applicare le seguenti ulteriori qualificazioni della politica di investimento, per la definizione delle quali si rimanda a quanto previsto per i fondi comuni (vedi oltre):

- Gestione etica
- Gestione a capitale protetto
- Gestione a capitale garantito
- Gestione indicizzata.

4 Definizione di alcune qualificazioni dei prodotti del Risparmio Gestito

Assogestioni propone una definizione di particolari caratteristiche (qualificazioni) delle politiche di investimento dei fondi comuni con l'obiettivo di agevolare l'identificazione di informazioni che per la loro natura non possono trovare posto nella struttura della classificazione ma che ciò nonostante possono risultare di interesse sia per le società di gestione sia per il pubblico degli investitori. Si noti che le qualificazioni sono indipendenti dalla classificazione e quindi non costituiscono un'ulteriore suddivisione delle categorie esistenti e nemmeno nuove categorie. Esse semplicemente si affiancano alle categorie Assogestioni e ne integrano il contenuto informativo.

Le definizioni delle qualificazioni sono integrate dalle seguenti due condizioni:

- la denominazione del fondo deve contenere termini che richiamano esplicitamente le qualificazioni che la società di gestione dichiara;
- il regolamento del fondo deve illustrare con precisione i vincoli applicati alla politica di investimento che giustificano le qualificazioni dichiarate.

Fondo etico

Si qualifica **etico** un fondo che sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di eticità:

- ha una politica di investimento che vieta l'acquisto di un insieme di titoli

e/o privilegia l'acquisto di titoli sulla base di criteri diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso e/o

- si attiene a un processo di investimento secondo principi diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso (corporate governance del fondo).

Tale definizione è indipendente dalle specifiche modalità di applicazione dei criteri di esclusione/inclusione (comitato "etico" interno, società di consulenza, selezione esterna, benchmark).

Si qualifica a capitale **protetto** un fondo la cui politica di investimento ha come obiettivo la protezione del valore dell'investimento perseguita attraverso l'applicazione di tecniche quantitative di gestione degli investimenti e di limitazione delle perdite; non viene fornita alcuna garanzia che il valore dell'investimento non scenda al di sotto del livello di protezione. Per valore dell'investimento si intende una quantità legata all'andamento della quota del fondo. Il fondo a capitale protetto è pertanto un'obbligazione di mezzi e non di risultato.

Si qualifica a capitale **garantito** un fondo che, a prescindere dai risultati della gestione, garantisce ad ogni sottoscrittore la restituzione a certe scadenze di una determinata percentuale delle somme versate; la garanzia deve fondarsi (almeno) su un contratto di assicurazione a favore del patrimonio del fondo. Si tratta di una obbligazione di risultato e non meramente di mezzi.

Si qualifica **indicizzato** un fondo la cui politica di investimento ha come obiettivo la riproduzione del profilo di rischio/rendimento di un indice di mercato calcolato da terzi.

Ogni società associata che dà inizio al collocamento di un nuovo fondo comune (comparto) oppure di un nuovo fondo pensione (linea di investimento) comunica in tempo utile ad Assogestioni le informazioni anagrafiche del nuovo prodotto, inclusa la categoria in cui ha deciso di collocarlo.

L'attribuzione iniziale della categoria è compito della società di promozione; tuttavia il comitato per la classificazione si riserva la facoltà di presentare al Consiglio Direttivo le proprie osservazioni circa l'eventuale incoerenza tra la politica di investimento e la categoria prescelta.

Fondo a capitale protetto

Fondo a capitale garantito

Fondo indicizzato

5 Attribuzione, modifica e monitoraggio delle categorie

Attribuzione iniziale della categoria

Variazione della categoria su richiesta della società di promozione

Nel caso di modifiche generali dello schema e/o dei principi di classificazione, il Consiglio Direttivo stabilisce procedure ad hoc per regolare le conseguenti variazioni di categoria dei fondi.

Negli altri casi, le società possono chiedere la variazione della categoria di appartenenza dei prodotti che promuovono secondo le seguenti procedure:

- *Se la categoria è indicata nel prospetto informativo* la variazione è soggetta all'istruttoria dell'autorità di vigilanza, va comunicata con un adeguato anticipo ad Assogestioni, è approvata d'ufficio da parte del Consiglio Direttivo e decorre dalla data di validità del prospetto informativo.
- *Se la categoria non è indicata nel prospetto informativo* e la richiesta di variazione è conseguenza della modifica della politica di investimento indicata nei documenti di offerta allora la società promotrice può chiederne l'approvazione a condizione che la richiesta sia adeguatamente motivata. Il comitato per la classificazione si riserva la facoltà di chiedere alla società proponente gli opportuni approfondimenti. La variazione della categoria è approvata dal Consiglio Direttivo e decorre dall'entrata in vigore della modifica della politica di investimento.
- *In tutti gli altri casi* è possibile chiedere la variazione di categoria a condizione che la richiesta sia adeguatamente motivata. Il comitato per la classificazione si riserva la facoltà di chiedere alla società proponente gli opportuni approfondimenti. La variazione della categoria e la relativa decorrenza sono stabilite dal Consiglio Direttivo.

Salvo circostanze particolari (ad esempio la modifica del sistema di classificazione) un fondo non può modificare la categoria di appartenenza più di una volta l'anno.

Variazione d'ufficio della categoria

Il mancato rispetto dei limiti di categoria può in ogni momento dar luogo a variazioni d'ufficio della categoria di appartenenza. Tali variazioni sono deliberate dal Consiglio Direttivo.

Rispetto dei limiti di categoria

Le società associate si impegnano a un rigoroso rispetto dei limiti di categoria. La categoria di appartenenza, se indicata nei documenti d'offerta o se utilizzata nelle comunicazioni ai sottoscrittori, è rilevante sotto diversi profili normativi e il rispetto dei limiti può essere oggetto di verifica da parte delle autorità di vigilanza. L'obbligo normativo di indicare un benchmark impone alle società di scegliere parametri oggettivi di riferimento coerenti con i limiti di investimento della categoria in cui collocano i propri fondi. Assogestioni verifica il rispetto dei limiti di categoria sulla base delle informazioni che periodicamente vengono raccolte presso le società associate. Il comitato per la classificazione segnala al Consiglio Direttivo e alle società interessate il mancato rispetto dei limiti.

MISURAZIONE DEI RENDIMENTI: UNA RASSEGNA DELLE TECNICHE PIÙ DIFFUSE

Conoscere quanto sia cresciuta la propria ricchezza, o meglio quale sia stata la *performance* complessiva prodotta dal proprio *money manager* in un certo intervallo temporale, è senz'altro il principale interesse di chi ha sottoscritto un fondo d'investimento. Per rispondere in modo adeguato alle necessità dell'investitore, le valutazioni dei portafogli gestiti devono essere condotte avendo quale oggetto di studio la *performance*.

L'obiettivo che s'intende qui perseguire è dunque quello di presentare e analizzare le metodologie di base che permettono di valutare ex-post le scelte e i risultati conseguiti dai gestori di fondi comuni d'investimento.

Tuttavia, prima di addentrarsi nel processo di valutazione è necessario predisporre una procedura di misurazione della *performance*, che permetta di determinare elementi quantitativi e statistiche indispensabili allo svolgimento dell'analisi. È inoltre essenziale disporre di una procedura di misurazione conforme all'obiettivo che si desidera perseguire, di una metodologia che risponda in maniera efficiente alle necessità conoscitive dell'investitore.

Gli strumenti di cui si deve disporre per valutare i risultati conseguiti dai vari fondi sono rappresentati da una serie di misure denominate risk-adjusted performance (RAP). La particolarità di tali indici è quella di permettere di analizzare i risultati del gestore considerando congiuntamente sia il rendimento da questo prodotto sia il livello di rischio che è stato assunto per raggiungere tale rendimento. I principi alla base della moderna teoria del portafoglio affermano, infatti, che una classificazione dei portafogli gestiti non può basarsi solo su una misura di rendimento, ma deve fondarsi su un'analisi più approfondita che consideri le modalità tramite le quali siano stati ottenuti certi risultati. La valutazione di un fondo non può quindi avvenire su basi assolute, ma deve essere effettuata su basi relative, cioè considerando congiuntamente le varie componenti della performance (ad esempio lo stile di gestione, il rischio, il benchmark).

Markowitz, che negli anni cinquanta diede origine alla teoria del portafoglio, analizzò il problema della selezione e valutazione delle attività finanziarie basandosi su due parametri, uno di rendimento ed uno di rischio. Tali indicatori

sintetizzano molte delle informazioni e caratteristiche di cui deve disporre l'investitore per effettuare una valutazione del proprio fondo d'investimento. È necessario analizzare un fondo in quest'ottica bidimensionale poiché tra rendimento e rischio esiste una relazione diretta, vale a dire che il gestore può ottenere rendimenti via via più elevati incrementando progressivamente il livello di rischiosità del portafoglio gestito, ma aumentando d'altra parte anche la possibilità di incorrere in perdite sempre più consistenti. Emerge, dunque, un trade-off tra queste due misure, dato che il rendimento rappresenta una componente che il risparmiatore cerca di massimizzare mentre il rischio all'opposto è un elemento che gli agenti economici cercano di minimizzare.

La trattazione prende inizio dall'analisi delle metodologie tramite le quali l'investitore può determinare la redditività del fondo sottoscritto, mentre in seguito si prenderà in considerazione il concetto di rischio di un investimento e sarà quindi rilevata l'esigenza di effettuare confronti solo tra prodotti omogenei, cioè con caratteristiche in termini di obiettivi di investimento e rischiosità simile. Una volta che si è misurato il rendimento ed il rischio di un portafoglio si è in grado di valutare il fondo d'investimento attraverso le misure RAP. Tali misure consentono di analizzare se il gestore sia riuscito a raggiungere risultati che siano ottimali nell'ambito del trade-off rischio-rendimento, dato che rettificano la redditività del prodotto gestito in base al suo livello di rischio (rappresentato dalla deviazione standard o dal beta).

Nella trattazione saranno analizzati anche ulteriori elementi che risultano indispensabili al fine di redigere una valutazione esaustiva della performance dei fondi di investimento. Si valuteranno, infatti, i gestori in riferimento al rispettivo benchmark e si indagherà su quegli aspetti particolari che caratterizzano lo stile di gestione di un fondo comune d'investimento.

1 La misurazione del rendimento dei fondi di investimento

Gli indici di rendimento sono lo strumento principale per valutare la redditività di un investimento finanziario. In generale, tali indici misurano la grandezza relativa del reddito prodotto e dell'incremento di valore realizzato dal capitale investito nell'arco di un determinato periodo.

Il calcolo dell'indice di rendimento è particolarmente semplice qualora nel corso del periodo considerato non si verifichi alcun flusso di cassa che vada ad incrementare o a diminuire l'ammontare del capitale investito. In tal caso, supponendo che tutti i proventi D ricevuti a titolo di remunerazione del capitale inizialmente investito $V(t_0)$ siano percepiti alla fine del periodo $[t_0, T]$, l'indice di rendimento è determinato univocamente come:

$$R(t_0, T) = \frac{V(T) + D(T)}{V(t_0)} - 1 \quad (1)$$

dove $V(T)$ è il valore finale del capitale, ovvero $V(t_0)$ corretto per le eventuali plusvalenze o minusvalenze intervenute fra le date $t=t_0$ e $t=T$. Essendo espresso in termini relativi, l'indice di rendimento (1) non dipende dalla scala di misura in cui è espressa la ricchezza investita, ovvero fornisce lo stesso risultato sia che le grandezze coinvolte siano misurate in Euro o multipli dell'Euro. Viceversa, l'indice dipende dalla durata T del periodo di investimento, per cui non è corretto impiegarlo per confrontare, ad esempio, la redditività di un impiego semestrale del capitale con quella di un impiego annuale.

La questione della confrontabilità degli indici calcolati per periodi di investimento di durata diversa si risolve semplicemente convertendone il valore a una base temporale comune, che in genere è uguale all'anno. Quest'operazione può essere effettuata in due modi, a seconda che si preferisca avvalersi del regime di capitalizzazione semplice o di quello di capitalizzazione composta degli investimenti considerati. Indicando con t la durata dell'investimento espressa in frazioni di anno, nel primo caso la correzione necessaria per riportare il rendimento alla base annuale consiste nel moltiplicare la (1) per la medesima frazione, cioè:

$$R_A(t_0, T) = R(t_0, T) \times \tau$$

dove il pedice A indica che l'indice è espresso relativamente all'anno. Nel secondo caso si avrà, invece:

$$R_A(t_0, T) = [1 + R(t_0, T)]^{\tau} - 1$$

In generale, la valutazione del rendimento di un portafoglio gestito, e in special modo di un fondo comune di investimento, non può essere ricondotta a questo semplice caso. La ragione di ciò risiede nel fatto che i fondi comuni, specialmente se di tipo aperto, sono soggetti a flussi di cassa in entrata e in uscita con cadenza pressoché quotidiana, che sono determinati principalmente dalle richieste di sottoscrizione e di rimborso di quote.

La scelta dell'indice di rendimento appropriato dipende dalla maniera in cui si intende trattare l'impatto delle variazioni del capitale investito sulla valutazione della redditività.

In primo luogo, i risparmiatori potrebbero essere interessati a misurare esclusivamente la capacità del gestore del fondo di remunerare adeguatamente il capitale da loro investito nel fondo. In questo caso, l'indice di rendimento adottato deve essere neutrale ai flussi di cassa menzionati, in quanto indipendenti dalle decisioni di investimento del gestore stesso.

1.1 Il metodo Time Weighted

La soluzione appropriata è il cosiddetto *Time Weighted Rate of Return (TWRR)*, che si calcola come illustrato di seguito.

Si consideri un generico periodo di valutazione del gestore $[t_0, T]$, caratterizzato da flussi di cassa in occasione delle n scadenze successive t_0, t_1, \dots, t_{n-1} , cioè:

$$t_0 < t_1 < t_2 < \dots < t_{n-1} < t_n = T$$

Supponiamo che flusso i -esimo $F(t_i)$ abbia effetti finanziari, cioè alteri il capitale investito dal fondo, a partire dall'inizio del sottoperiodo $[t_{i-1}, t_i]$: allora, il rendimento realizzato nel sottoperiodo è:

$$r(i-1, i) = \frac{V(t_i)}{V(t_{i-1}) + F(t_i)} - 1 \quad (2)$$

con $i = 1, 2, \dots, n$ e dove $V(t_{i-1})$ è il patrimonio netto del fondo alla scadenza $(i-1)$ esima, cioè prima dell'effetto del flusso $F(t_i)$. Il rendimento realizzato dal fondo nell'arco del periodo di valutazione secondo il metodo *TWRR* è:

$$R(t_0, T) = \prod_{i=1}^n [1 + r(i-1, i)] - 1 \quad (3)$$

Si noti che per ottenere la formula (3) si presuppone la capitalizzazione composta dell'investimento.

Lo stesso indice di rendimento si può calcolare direttamente sulla base della serie storica dei valori delle quote nel periodo di osservazione, poiché la raccolta netta realizzata dal fondo in occasione di ogni scadenza non altera il valore della singola quota, ma semplicemente il numero di quote esistenti nel corso del sottoperiodo successivo.

Infatti, se indichiamo con $x(t_i)$ il numero di quote effettive durante il sottoperiodo $[t_{i-1}, t_i]$, il valore della quota fissato in t_i è:

$$q(t_i) = \frac{V(t_i)}{x(t_i)}$$

e l'ammontare della raccolta netta si può esprimere come:

$$F(t_i) = [x(t_i) - x(t_{i-1})] q(t_{i-1})$$

Sostituendo queste due identità nella (2) si ottiene:

$$\begin{aligned} r(i-1, i) &= \frac{q(t_i)x(t_i)}{q(t_{i-1})x(t_{i-1}) + [x(t_i) - x(t_{i-1})]q(t_{i-1})} - 1 \\ &= \frac{q(t_i)}{q(t_{i-1})} - 1 \end{aligned}$$

che è quanto si voleva mostrare. Il metodo *TWRR* è l'indice di rendimento standard indicato nelle linee guida *GIPS (Global Investment Performance Standards)* per i fondi comuni di investimento, in quanto, come si è detto, consente un confronto delle performance realizzate da diversi fondi, fra di loro o con il rendimento di un portafoglio *benchmark*, che non sia influenzato dalla dinamica della raccolta netta e, più in generale, di tutti i flussi di cassa che sono indipendenti dalle scelte di gestione.

Dal punto di vista del singolo cliente del fondo, il *TWRR* non è un indice appropriato qualora egli sia interessato a valutare il rendimento effettivo del proprio investimento in un fondo comune. In tal caso, infatti, è necessario che si impieghi un indice che tenga adeguatamente conto degli apporti o delle sottrazioni di capitale che egli effettua nel corso del periodo di investimento. Il *Money Weighted Rate of Return (MWRR)* è l'indice appropriato in questo caso, poiché misura non solo l'effetto del contributo apportato dal gestore, ma anche quello delle decisioni di investimento (o disinvestimento) del cliente in ragione della scadenza in cui hanno avuto luogo. Con riferimento alle grandezze definite nel paragrafo precedente, siano:

$$F(t_0, T) = \sum_{i=1}^n F(t_i)$$

la somma dei flussi di cassa durante il periodo di valutazione $[t_0, T]$ e,

$$\underline{V}(t_0, T) = V(t_0) + \sum_{i=1}^n \frac{T - t_{i-1}}{T} F(t_i) \quad (4)$$

il patrimonio medio investito dal cliente (o giacenza media) nel medesimo periodo. Ciò posto, *MWRR* si calcola come:

$$R(t_0, T) = \frac{V(T) - V(t_0) - F(t_0, T)}{\underline{V}(t_0, T)} \quad (5)$$

Diversamente dal *TWRR*, l'indice *money weighted*, che presuppone il regime di capitalizzazione semplice, non richiede che siano noti i valori del portafoglio gestito alle scadenze intermedie. Pertanto, è intuitivo che i risultati che si ottengono applicando il primo piuttosto che il secondo indice siano tanto più diversi quanto più eterogenei sono i tassi di rendimento realizzati dal fondo nei vari sottoperiodi. Inoltre, la discrepanza aumenta con la misura in cui i flussi di cassa intermedi sono di entità disomogenea.

Per comprendere meglio le procedure di calcolo degli indici finora illustrati è utile avvalersi di un semplice esempio. La Tab 1 rappresenta schematicamente

1.2 Il metodo Money Weighted

V

19 | 203

1.3 Indici a confronto

Tab 1 Schema dell'investimento in un fondo comune

la storia di un ipotetico investimento in un fondo comune nel corso del 1999. Per semplicità, l'anno è suddiviso in quattro trimestri; si assume che le scadenze dei flussi di cassa coincidano con l'inizio di ciascun trimestre.

i	0	1	2	3	4
t_i	31/12/98	31/03/99	30/06/99	31/09/99	31/12/99
$V(t_i)$	1.000	2.400	1.260	1.386	2.400
$F(t_i)$		1000	-1000	0	214
$V(t_{i-1}) + F(t_i)$		2.000	1.400	1.260	1.600
$r(i-1,i)$		20,0%	-10,0%	10,0%	50,0%

Ogni colonna della tabella riporta, dall'alto verso il basso, il valore dell'investimento a fine periodo, il flusso di cassa e il capitale investito a inizio periodo; nell'ultima riga compare il tasso di rendimento realizzato. La prima colonna, intestata $i=0$, contiene *pro memoria* il patrimonio $V(t_0)$ alla fine del 1998, che è pari a 1.000 Euro.

Il capitale investito nel primo periodo, che si legge nella seconda colonna, ammonta a $V(t_0) + F(t_1) = 1.000 + 1.000 = 2.000$ Euro in quanto all'inizio del 1999 vengono acquistate quote per mille Euro. Il primo trimestre si conclude con un guadagno di 400 Euro sul capitale investito, corrispondente a un tasso di rendimento di periodo del 20%. La lettura della tavola per i periodi rimanenti è analoga. Sulla base dei dati riportati si possono calcolare gli indici di rendimento *time weighted* e *money weighted* per l'intero anno 1999.

Il $TWRR$ si ricava immediatamente dall'ultima riga della tavola come:

$$R_{TWRR} = (1+0,2) \times (1-0,1) \times (1+0,1) \times (1+0,5) - 1 = 78,2\%$$

Per quanto riguarda il $MWRR$, è necessario innanzitutto calcolare il totale dei flussi di cassa e la giacenza media dell'anno:

$$F = 1000 - 1000 + 214 = 214$$

$$V = 1000 + 1000 - 3/4 * 1000 + 1/4 * 214 = 1303,5$$

Applicando la (5) si ottiene:

$$R_{MWRR} = \frac{2400 - 1000 - 214}{1303,5} = 91,0\%$$

I risultati ottenuti mostrano come, adottando diverse procedure, sia possibile pervenire a valutazioni marcatamente diverse del rendimento annuale. L'indice *money weighted* supera quello *time weighted* di oltre dieci punti percentuali. Ciò è dovuto principalmente al disinvestimento di 1.000 Euro all'inizio del se-

condo periodo, in cui il rendimento del fondo è negativo, che riduce l'impatto sul capitale della perdita subita dal gestore. È opportuno sottolineare che la differenza tra i risultati prodotti dai due indici non è dovuta a un errore nell'uno o nell'altro. Di fatti, come si è spiegato in precedenza, il *TWRR* e il *MWRR* sono intesi per misurare il rendimento da due prospettive differenti: nel primo caso isolando l'attività del gestore del fondo, nel secondo comprendendo anche gli effetti degli apporti (o delle sottrazioni) di capitale decisi dal quotista alle diverse scadenze. La discrepanza fra i due, quindi, non deve sorprendere.

Parallelamente al processo di determinazione della redditività di un fondo di investimento è necessario procedere ad una misurazione del rischio di tale prodotto finanziario, altra caratteristica fondamentale di un portafoglio gestito.

Il rischio di un fondo d'investimento è concepibile come l'incertezza legata alla realizzazione di un dato rendimento e l'incertezza è generalmente collegata al concetto di variabilità o volatilità. I fondi comuni rappresentano uno strumento finanziario rischioso, in quanto il valore delle loro quote è soggetto a variazioni e proprio l'ordine di grandezza di tali variazioni determina il livello di rischiosità dello strumento finanziario. Esistono, tuttavia, delle tipologie di strumenti finanziari che non sono soggetti a rischi, cioè l'investitore è in grado di conoscere con certezza quanto riceverà al termine del periodo d'investimento. Tali strumenti sono denominati *risk-free asset*, cioè strumenti finanziari privi di rischio e sono costituiti dai titoli di stato con scadenza a breve (ad esempio BOT a tre mesi). I fondi d'investimento, essendo strumenti finanziari rischiosi, dovrebbero offrire rendimenti tali da compensare il risparmiatore per il livello di rischiosità che assume investendo in essi e proprio in base al livello della redditività prodotta in relazione alla loro rischiosità è possibile effettuare una valutazione e classificazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito.

L'analisi di tale relazione deve avvenire su orizzonti temporali di una certa lunghezza, in quanto solo nel medio/lungo periodo gli effetti di possibili eventi casuali vengono neutralizzati. Gli studi sulla performance dei fondi che vengono effettuati su periodi brevi, come ad esempio un mese o un anno, non sono in grado di fornire indicazioni utili per effettuare una valutazione.

L'obiettivo che un gestore di portafogli deve quindi perseguire, e sulla cui base deve essere valutato, è quello di raggiungere il rendimento più elevato dato un determinato livello di rischio del suo portafoglio, o viceversa di minimizzare il proprio rischio dato un certo rendimento assunto come target. Analizzare i fondi di investimento considerando esclusivamente il loro rendimento non permette di ricavare indicazioni esaustive sulla bontà del prodotto, dato che, il rendimento è funzione del rischio e quindi degli obiettivi e delle attività sulle quali

2 La comparazione dei fondi di investimento

V

19 | 205

il fondo investe. Tali elementi rappresentano un vincolo più o meno stringente per il gestore e devono servire per raffrontare fondi e gestori che presentino caratteristiche omogenee in termini di rischiosità implicita e stile di gestione. Il rischio dei diversi fondi dipende dunque prevalentemente dai propri obiettivi di investimento, cioè da quegli elementi individuabili all'interno del prospetto informativo che caratterizzano il prodotto finanziario e lo distinguono da altri. Fondi che detengono attività più rischiose hanno storicamente una volatilità maggiore ed un rendimento maggiore.

Si è sottolineato che il gestore non è libero di assumere qualsiasi livello di rischio che ritenga opportuno, infatti, nel prospetto di ogni fondo è indicato un parametro oggettivo di riferimento o *benchmark*, il quale "individua il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe" (Assogestioni, *Benchmark e fondi comuni*, 1999).

Il *benchmark* è costituito da un indice o da un paniere di indici di mercato (ad esempio: MIB30, S&P500, NASDAQ100) e caratterizza o meglio condiziona l'operatività del gestore in termini di rischio. La comunicazione del *benchmark* consente all'investitore di conoscere ex-ante il livello di rischiosità tipico del mercato sul quale il fondo investe. Se ad esempio il parametro oggettivo di riferimento di un portafoglio è rappresentato dal MIB30 significa che il gestore seleziona i titoli sui quali investire all'interno di quelli che compongono tale indice di mercato e quindi fornisce al risparmiatore un'indicazione della rischiosità del prodotto.

Il *benchmark* fornisce dunque indicazioni sulla rischiosità del prodotto gestito, dato che fondi con *benchmark* azionari, investendo in azioni, risulteranno più volatili rispetto a quei fondi caratterizzati da un parametro oggettivo di riferimento rappresentato da un indice obbligazionario. In realtà il livello di rischiosità del *benchmark* non si mantiene costante nel tempo, ma è soggetto a cambiamenti a causa dei mutamenti macroeconomici che i vari mercati registrano. Nella Tab 2 è rappresentata la volatilità di tre indici di mercato utilizzati diffusamente dagli operatori come *benchmark*. Su archi temporali differenti la volatilità degli indici non rimane costante ma si modifica.

	NASDAQ 100	COMIT GENERALE	S&P COMPOSITE
1 anno	46,42%	23,08%	22,09%
3 anni	41,74%	25,68%	24,24%
5 anni	36,75%	24,72%	21,97%
10 anni	31,08%	26,30%	19,53%

Elaborazione su dati Thomson Financial Datastream.

Tab 2 Volatilità del benchmark sui diversi orizzonti temporali

Ciò dimostra che il medesimo mercato non mantiene stabile il proprio livello di rischio e che quindi l'investitore può ritrovarsi con una rischiosità diversa a

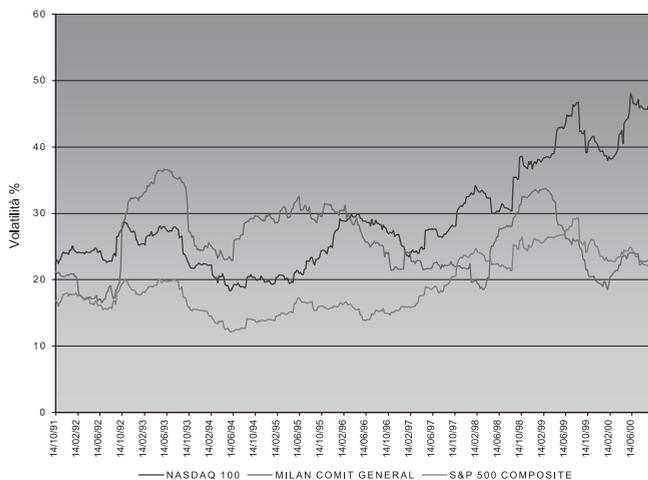


Fig 1 Variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark

quella preventivata, dato che il *benchmark*, come qualsiasi attività finanziaria, è caratterizzato da una varianza che nel tempo si modifica.

La Fig 1 conferma come nell'ultimo decennio il rischio dei tre *benchmark* si sia modificato. Tale grafico è stato costruito considerando periodi rolling della lunghezza di un anno, sempre con dati a frequenza settimanali.

Il *benchmark* vincola quindi il gestore ad investire su particolari mercati più che ad assumere un determinato livello di rischio. Fondi con medesimo *benchmark* possono essere caratterizzati da stili di gestione diversi: lo stile di gestione è rappresentato tanto dalle particolari *asset class* sulle quali il gestore alloca le risorse (*small caps*, titoli *growth* o *value*, ecc...) quanto dalla traduzione operativa della sua filosofia di investimento (*top-down*, *bottom-up*), dei suoi strumenti di lavoro (analisi fondamentale, analisi tecnica), delle sue abilità (selezione titoli, *market timing*).

Il risparmiatore, che tipicamente deve prendere una decisione di investimento *ex-ante*, non riesce ad avere informazioni sullo stile di gestione se non nel caso in cui questo venga dichiarato dal gestore. Al fine di valutare a posteriori la performance dei fondi di investimento è necessario conoscere, oltre al *benchmark* utilizzato e alla tipologia di strategia seguita, anche lo stile di gestione che ha adottato il gestore in un certo *evaluation period*.

Se in un'ottica *ex-ante* lo stile di gestione è individuabile solamente qualora venga dichiarato dal *money manager*, a posteriori è possibile utilizzare la metodologia della *style analysis* sviluppata da Sharpe per determinare su quali *asset class* il fondo ha diversificato il proprio patrimonio.

Dalle diverse considerazioni svolte emerge che per compiere delle valutazioni metodologicamente corrette della performance è estremamente importante

effettuare confronti tra fondi di investimento il più possibile omogenei. Le suddivisioni dei prodotti gestiti che vengono svolte sulla base del *benchmark* dichiarato possono condurre alla creazione di classi troppo eterogenee al proprio interno e quindi non adeguate per lo svolgimento di analisi comparate.

La classificazione dei fondi di investimento all'interno di categorie omogenee rappresenta una questione controversa e oggetto di continuo studio, in quanto non risulta di semplice soluzione. A tal riguardo la letteratura specializzata propone di raggruppare i prodotti gestiti in gruppi, denominati *peer groups*, in modo tale da creare insieme il più possibile omogenei al loro interno ed eterogenei tra loro. L'omogeneità all'interno dei gruppi è conseguita sulla base della composizione di portafoglio effettiva del prodotto gestito. Tale composizione è ricavabile, con un buon livello di approssimazione, attraverso l'analisi dello stile di gestione. Ogni *peer group* conterrà quindi quei fondi caratterizzati da stili di gestione affini. In tal modo i prodotti all'interno del gruppo risultano direttamente confrontabili dato che presentano profili di rischio-rendimento simili.

Si è espressa diverse volte la necessità di effettuare classificazioni dei fondi di investimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Oltre ad analizzare un prodotto dell'industria del risparmio gestito in un determinato *evaluation period* è estremamente importante valutare come cambi la performance del fondo nel tempo. Emerge dunque che le classificazioni non possono basarsi sulla valutazione esclusiva delle abilità del gestore in un dato tempo, ma devono anche prendere in considerazione la persistenza della performance, cioè la permanenza nel tempo delle diverse componenti della performance. I risparmiatori, infatti, sono interessati ad investire in fondi che mantengano i propri risultati nel tempo e non a quei prodotti che appaiano nelle migliori posizioni di una classifica solo per brevi periodi.

3 Misure Risk-adjusted performance

La valutazione dei fondi di investimento deve essere effettuata considerando congiuntamente sia il rendimento sia il rischio. Le analisi devono essere poi condotte su basi relative, vale a dire che si devono valutare i fondi alla luce del *benchmark* dichiarato. Inoltre, sono possibili confronti solo tra prodotti omogenei e con livello di rischiosità simile, cioè che adottano il medesimo parametro oggettivo di riferimento o stile di gestione.

In questo paragrafo si presentano una serie di indicatori denominati *risk-adjusted performance* (RAP) i quali sintetizzano in un indice sia una misura di rendimento sia una di rischio. La particolarità di queste misure è dunque quella di fornire una misura di rendimento rettificata per il livello di rischio che è stato assunto per ottenere tale risultato. Tale opera di rettifica avviene rapportando il rendimento del fondo alla sua rischiosità.

Attraverso l'utilizzo delle misure RAP il confronto tra i vari prodotti risulta semplificato, dato che tutta l'informazione necessaria a valutare in base al *trade-off* rendimento-rischio il fondo di investimento è racchiusa in un numero. Il fondo con la misura RAP più elevata risulta il migliore, dato che si è collocato sulla migliore posizione nell'ambito della relazione esistente tra rendimento e rischio. Prima di analizzare le singole misure RAP si mostrano le metodologie da utilizzare per quantificare la rischiosità di un prodotto dell'industria del risparmio gestito.

Nel secondo paragrafo si è affermato che il rischio di un fondo di investimento dipende dalla variabilità dei rendimenti o dal loro livello di dispersione intorno al rendimento medio. La misura usualmente utilizzata per quantificare tale dispersione è la deviazione standard (o *standard deviation*) la quale viene determinata tramite la seguente espressione:

$$DS = \sigma(R_t) = \sqrt{\frac{1}{T} * \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2} \quad (6)$$

in cui:

$\sigma(R_t)$: volatilità o deviazione standard del fondo;

\bar{R} : rendimento medio del fondo durante l'*evaluation period*;

R_t : rendimento sottoperiodale;

T : numero di sottoperiodi all'interno dell'*evaluation period*.

Il radicando dell'espressione (6) viene denominato varianza e spesso è utilizzato come misura di rischio in modo analogo alla deviazione standard. La moderna teoria del portafoglio sostiene che il rischio rilevante che deve essere considerato e per il quale l'investitore viene compensato non è quello misurato tramite la *standard deviation*, ma quello rappresentato dal beta. È possibile, infatti, considerare due componenti di rischio di un portafoglio:

- il rischio complessivo
- il rischio sistematico o di mercato

Il primo è quello misurato dalla *standard deviation* e rappresenta la variabilità totale dei rendimenti; il secondo invece evidenzia la sensibilità del fondo rispetto ai movimenti di mercato. Il rischio sistematico inoltre costituisce quella parte di rischio non diversificabile di un portafoglio e quindi rappresenta la componente principale di rischiosità di un fondo comune dato che quest'ultimo non è altro che un portafoglio ben diversificato.

Inoltre, qualora l'investitore possedesse un portafoglio di attività finanziarie composto da fondi sarebbe più interessato a conoscere il rischio sistematico dei fondi in portafoglio piuttosto che il loro rischio complessivo.

Il beta viene utilizzato per misurare la sensibilità dei rendimenti di un fondo in

relazione al mercato (o ad un *benchmark*) e mira a determinare se il fondo sia più o meno rischioso rispetto al mercato. Il beta misura dunque il rischio rispetto al mercato, rischio che deriva dalle variazioni dell'intero mercato. Il beta di un portafoglio viene espresso dalla seguente formula:

$$\beta_P = \frac{\sigma_{PM}}{\sigma_M^2} \quad (7)$$

nella quale:

σ_{PM} : rappresenta la covarianza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del mercato;

σ_M^2 : costituisce la varianza dei rendimenti del mercato.

Come si è detto può anche essere calcolato un beta nei confronti non del mercato ma di un appropriato *benchmark*. In tal caso si dovrà utilizzare una misura della covarianza tra i rendimenti del fondo e del *benchmark* e una della varianza del *benchmark*. Analogamente a quanto avviene con la deviazione standard, maggiore risulta il beta di un fondo maggiore è il rischio sopportato.

3.1 Indice di Sharpe

La misura RAP più nota e più utilizzata dalle società di gestione e dalla stampa è l'indice di Sharpe. Tale misura venne introdotta originariamente nel 1966 dal premio Nobel William F. Sharpe con il termine *reward to variability ratio*.

Ai fini del calcolo di questo indicatore è necessario conoscere il premio per rischio del fondo e la sua deviazione standard. Se indichiamo con la misura di Sharpe otteniamo:

$$S = \frac{\overline{R} - \overline{R}_f}{\sigma(R_f)} = \frac{\overline{ER}}{\sigma(R_f)} \quad (8)$$

in cui:

\overline{R} : rendimento medio del fondo durante l'*evaluation period*;

\overline{R}_f : rendimento medio dell'attività *risk-free* durante il medesimo periodo;

$\sigma(R_f)$: deviazione standard o rischio del fondo durante il periodo di valutazione;

\overline{ER} : *excess return* o premio per il rischio medio.

L'indice di Sharpe rappresenta una misura del premio per il rischio calcolata su base unitaria, cioè su ogni unità di rischio. Emerge quindi che il fondo con l'indicatore più elevato è quello che è riuscito a creare il maggior valore per unità di rischio e si è dunque collocato nella migliore posizione nell'ambito del *trade-off* rischio-rendimento.

Attraverso l'indice di Sharpe è possibile confrontare e classificare fondi omogenei per *benchmark*. Infatti, essendo la misura basata sulla relazione esistente tra rischio e rendimento, risulta che il fondo con il più alto indice di Sharpe è

anche quello che ha prodotto il rendimento più alto in base al proprio livello di volatilità.

Se all'espressione (8) sostituiamo le informazioni inerenti al fondo con quelle del *benchmark* che viene seguito dalla gestione, cioè se al rendimento medio e alla volatilità del prodotto poniamo le rispettive misure del parametro oggettivo di riferimento, determiniamo l'indice di Sharpe del *benchmark*:

$$S_B = \frac{\bar{R}_B - \bar{R}_f}{\sigma(R_{B,t})} = \frac{\overline{ER}_B}{\sigma(R_{B,t})} \tag{9}$$

Al fine di determinare le qualità del fondo di investimento che si desidera valutare si può confrontare l'indice di Sharpe del *benchmark* con quello del portafoglio gestito. Se l'indice di Sharpe risulta superiore a quello del *benchmark* significa che il gestore del fondo ha ottenuto risultati superiori, nell'ambito del *trade-off* rischio-rendimento, rispetto a quelli del parametro oggettivo di riferimento, vale a dire che ha prodotto maggior rendimento per unità di rischio rispetto al *benchmark*. La scelta del fondo migliore all'interno di un insieme omogeneo, quindi di strumenti caratterizzati da *benchmark* equivalenti, può essere svolta anche graficamente. Se nello spazio rischio-rendimento collochiamo i prodotti gestiti e l'attività priva di rischio, ed in seguito uniamo tramite una semiretta ogni punto indicante il fondo con l'attività *risk-free*, il fondo migliore risulterà quello sulla linea con maggiore pendenza.

Nella Fig 2 sono rappresentati nello spazio cartesiano rischio-rendimento tre fondi che adottano come *benchmark* il MIB30. È evidenziata anche la collocazione dell'attività priva di rischio e del *benchmark*.

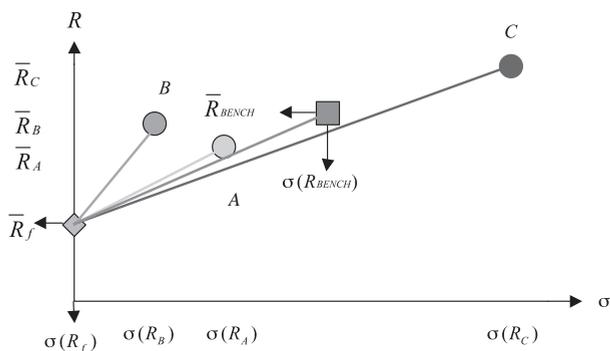


Fig 2 Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe

Dall'analisi del grafico emerge che i tre fondi si trovano su semirette con diversa pendenza, e quindi con differenti indici di Sharpe. Dalla rappresentazione si ricava, infatti, che:

$$S_B > S_A > S_{BENCH} > S_C$$

3.2 Indice di Modigliani

Emerge quindi che il fondo *B* ha raggiunto risultati, in termini di rischio e rendimento, superiori rispetto agli altri due prodotti ed al *benchmark* e risulta quindi il migliore. Se avessimo classificato i gestori solo sulla base del rendimento da questi prodotto saremmo arrivati a valutazioni errate dato che avremmo collocato al primo posto il fondo *C*. Tale fondo ha ottenuto rendimenti superiori perché il suo gestore si è posizionato su livelli di rischiosità più elevati rispetto agli altri fondi o al *benchmark* e non quindi perché dispone di particolari abilità. Si ribadisce dunque l'importanza di non redigere classificazioni dei prodotti gestiti considerando esclusivamente il loro rendimento, ma effettuare analisi attraverso misure che, per costruzione, considerino oltre al rendimento anche il rischio.

Modigliani e Modigliani nel 1997 proposero una misura alternativa di *risk-adjusted performance*. L'obiettivo perseguito era quello di costruire una misura di facile comprensione dato che l'indice di Sharpe potrebbe risultare di difficile interpretazione per l'investitore medio.

L'idea sottostante a tale misura RAP è quella di confrontare i fondi con medesimi obiettivi di investimento (medesimo *benchmark*) portandoli ad un uguale livello di rischio, cioè variare la loro rischiosità fino a farla coincidere con quella del *benchmark* ed in seguito misurare il rendimento di questi fondi modificati. In pratica, per ciascun fondo di investimento con un dato rendimento e rischio, la misura di Modigliani determina il rendimento che il fondo avrebbe ottenuto se avesse assunto lo stesso livello di rischio del *benchmark*.

La particolarità di tale misura risiede nel fatto che è espressa, coerentemente al rendimento prodotto dal fondo, in percentuale e risulta quindi di facile interpretazione. Inoltre, l'investitore può confrontare il rendimento modificato del fondo direttamente con quello offerto dal *benchmark* o da altri fondi e può anche valutare facilmente i risultati del gestore attraverso la determinazione della redditività differenziale, vale a dire calcolando la differenza tra rendimento modificato del fondo e *benchmark*. Emerge chiaramente che il fondo con la più alta misura di Modigliani risulta il migliore esattamente come il fondo avente la misura di Sharpe più elevata. Al fine di determinare la misura RAP di Modigliani si applica l'espressione seguente:

$$RAP_M = (\bar{R} - \bar{R}_f) * \frac{\sigma_B}{\sigma_F} + \bar{R}_f \quad (10)$$

RAP_M : misura di Modigliani;

\bar{R} : rendimento medio del fondo di investimento durante l'*evaluation period*;

\bar{R}_f : rendimento medio dell'attività priva di rischio nell'*evaluation period*;

σ_B : deviazione standard del *benchmark* nell'*evaluation period*;

σ_f : deviazione standard del fondo durante l' *evaluation period*.

La Fig 3, costruita in un piano cartesiano rischio-rendimento presenta un'illustrazione grafica della misura di Modigliani. Dopo aver collocato nel piano il fondo *A*, il fondo *B* ed il *benchmark* si sono determinati i rendimenti " modificati " o misure RAP dei due fondi.

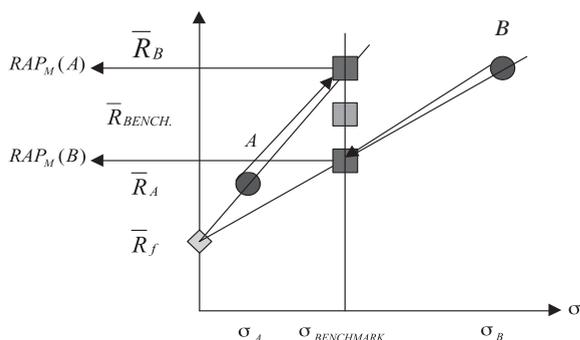


Fig 3 Interpretazione grafica dell'indice di Modigliani

Tale operazione è stata eseguita trascinando i fondi sulle semirette che li uniscono all'attività priva di rischio fino al punto in cui questi presentano un livello di rischio pari a quello del *benchmark*. Tali punti sono rappresentati dai due quadrati grigi. In corrispondenza di tali punti si può leggere sull'asse delle ordinate il rendimento modificato.

Questo rendimento rappresenta la misura *risk-adjusted performance* di Modigliani. L'analisi grafica mostra che il fondo *A* è preferibile al fondo *B* in quanto caratterizzato da una misura di Modigliani più elevata. Se avessimo valutato i due fondi solo sulla base del rendimento avremmo effettuato un'analisi errata dato che avremmo selezionato il fondo *B* il quale presenta una redditività superiore al fondo *A*.

Tuttavia le misure $RAP_M(A)$ e $RAP_M(B)$ indicano che il fondo *B* ha ottenuto un rendimento superiore perché ha assunto un rischio superiore e non quindi perché il suo gestore dispone di particolari abilità, mentre il fondo *A*, sebbene abbia reso meno del *benchmark*, ha prodotto un rendimento rettificato per il rischio (RAP) più elevato di *B* e del parametro oggettivo di riferimento. Se determiniamo la differenza tra il rendimento del *benchmark* e la misura RAP di Modigliani dei fondi otteniamo il rendimento (rettificato per il rischio) differenziale (positivo o negativo) dei due prodotti gestiti.

È interessante rilevare che stilare una classifica dei fondi di investimento tramite la misura di Modigliani o l'indice di Sharpe è identico. Infatti, utilizzando il medesimo *benchmark*, le due misure non possono che fornire le medesime risposte dato che la misura di Modigliani non è altro che l'indice di Sharpe moltiplicato per la deviazione standard del *benchmark*. Tuttavia la misura di Modi-

gliani è rappresentata da un valore percentuale mentre l'indice di Sharpe da un coefficiente angolare.

3.3 L'information ratio

Il *benchmark* oltre ad essere ex-ante un indicatore del profilo di rischio di un fondo può essere utilizzato ex-post come termine di valutazione della performance. Al fine di valutare la performance di un fondo di investimento è dunque necessario far riferimento al *benchmark* dichiarato dal fondo, il quale abbia auspicabilmente le medesime caratteristiche del fondo in termini di rischio e rendimento. Nell'effettuare il confronto si deve tuttavia considerare che il *benchmark* è costituito da un portafoglio virtuale, che quindi non tiene conto di una serie di elementi che impattano sulla redditività del fondo ma non su quella del parametro oggettivo di riferimento.

Si pensi ai costi di gestione, agli oneri fiscali, ai costi di liquidità: oneri che il gestore di un fondo sostiene mentre un *benchmark*, quale ad esempio un indice di mercato, per costruzione non prende in considerazione. Inoltre, al fine di redigere delle valutazioni efficienti, è estremamente importante effettuare il confronto tra *benchmark* e fondo di investimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Assogestioni (1999) prescrive che tanto più il fondo che si analizza è rischioso tanto più deve essere lungo l'arco temporale da considerare. Valutazioni su periodi inferiori all'anno risultano comunque inaccettabili dato che le differenze tra *benchmark* e fondo possono risultare del tutto casuali.

Per confrontare i risultati di diversi portafogli gestiti, in termini di rendimento e di rischio, è quindi necessario disporre di misure ex-post che mostrino le abilità relative del gestore rispetto al parametro di riferimento. Una misura *risk-adjusted performance* che può essere utilizzata a tal proposito è l'*information ratio*, il quale è definito come segue:

$$IR = \frac{\overline{TE}}{\sigma(TE_t)} \quad (11)$$

in cui:

\overline{TE} : *tracking error* medio del fondo;

$\sigma(TE_t)$: deviazione standard del *tracking error*.

Il *tracking error* rappresenta la differenza tra il rendimento del fondo e quello del *benchmark* e viene determinato tramite la seguente espressione:

$$TE_t = R_t - R_{Bt}$$

dove:

TE_t : *tracking error* del fondo in t ;

R_{Bt} : rendimento offerto dal *benchmark* in t ;

R_t : rendimento del fondo in t .

Il *tracking error* rappresenta il valore aggiunto che il fondo ha prodotto rispetto al *benchmark* e costituisce quindi una misura della bontà del prodotto. Tale rendimento ha la proprietà di essere un differenziale determinato su basi relative, dato che ogni fondo viene confrontato con i propri obiettivi e non con un riferimento generico come l'attività *risk-free*. Il denominatore dell'espressione (11) rappresenta invece una misura di rischio relativa, infatti, la deviazione standard del *tracking error* misura la volatilità di tale premio prodotto dal fondo rispetto al *benchmark* di riferimento. La volatilità del *tracking error* fornisce indicazioni sulla rischiosità differenziale che si sopporta investendo nel fondo rispetto all'alternativa virtuale di detenere direttamente il *benchmark*. Tale misura mostra quindi quanto rischio aggiuntivo, rispetto al *benchmark*, il gestore ha assunto al fine di produrre un determinato differenziale di rendimento.

L'analisi del *tracking error* e della sua volatilità fornisce un'indicazione migliore delle qualità del fondo rispetto al rendimento medio o alla deviazione standard, dato che tali misure sono costruite parametrando il risultato di ogni fondo al proprio *benchmark*. Qualora si prenda in considerazione l'andamento del *tracking error* di un fondo o la sua volatilità si può analizzare se questo sia simile o si discosti significativamente dal *benchmark*. Da tale analisi è possibile stabilire se il gestore del fondo adotti un tipo di strategia passiva oppure attiva. Con il termine gestione passiva ci si riferisce a quei fondi che tendono a replicare un predefinito *benchmark* o indice di mercato. I gestori di tali fondi acquistano ciascuna attività nella medesima proporzione in cui questa è presente nell'indice. L'obiettivo perseguito da tali fondi è dunque quello di ottenere un rendimento il più simile possibile a quello del *benchmark* e vengono quindi valutati proprio in base al livello di accuratezza raggiunto in tale opera di duplicazione. I fondi di investimento che adottano tale politica di investimento vengono anche denominati *index fund*. Un gestore attivo, invece, è colui che costruisce il proprio fondo sulla base delle proprie aspettative sul futuro. Tale gestore non detiene le attività nella medesima proporzione in cui queste sono presenti nel *benchmark* ma, in base alle proprie previsioni e analisi, attribuisce maggior peso a quei settori o titoli che prevede otterranno risultati migliori rispetto al resto del mercato.

L'indicatore rappresentato dall'espressione (11) appare simile nella sua formulazione all'indice di Sharpe, in quanto l'extra-rendimento del fondo viene determinato in un caso considerando l'attività priva di rischio (indice di Sharpe), mentre nell'altro prendendo come riferimento il *benchmark* (*information ratio*). L'indice di Sharpe potrebbe essere pensato quindi come un caso particolare dell'*information ratio* in cui la funzione del *benchmark* viene svolta dall'attività *risk-free*.

L'*information ratio*, benché molto meno utilizzato dagli operatori e dai media,

fornisce delle informazioni sulla qualità del prodotto gestito più approfondite dell'indice di Sharpe, dato che il maggior rendimento e rischio del fondo viene determinato sulla base del *benchmark* e non dell'attività priva di rischio. L'*information ratio* ha quindi la proprietà di sintetizzare sia una misura di extra-rendimento sia una di extra-rischio del fondo rispetto al *benchmark*. Dato che tale indicatore viene costruito sulla base del parametro oggettivo di riferimento, esso può essere interpretato come la capacità del gestore di produrre extra-rendimento per unità di rischio rispetto al *benchmark* di riferimento.

In base alla costruzione dell'indice emerge che un fondo di investimento che opera seguendo una strategia di gestione attiva sarà tanto migliore quanto più sarà stato in grado di massimizzare il proprio rendimento differenziale rispetto al *benchmark* e minimizzare la rischiosità sempre su base differenziale. Infine si evidenzia che, a parte la simile rappresentazione analitica tra indice di Sharpe e *information ratio*, le classificazione dei fondi condotte tramite i due indicatori risultano generalmente differenti.

3.4 L'alfa di Jensen

Nel 1968 l'economista Michael Jensen sviluppò una misura *risk-adjusted performance* al fine di analizzare l'abilità del gestore di un fondo di investimento di prevedere i prezzi futuri delle attività finanziarie e quindi che consentisse di determinare la capacità di quest'ultimo di selezionare i titoli sottovalutati.

Tale misura, comunemente denominata alfa di Jensen (α), è infatti definita come il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistematico.

La misura in esame è costruita su un modello di *asset pricing*, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il quale definisce il rendimento atteso delle attività finanziarie (quindi anche di un fondo di investimento) sulla base dell'indicatore di rischio beta (β).

Il beta, come esposto in precedenza, quantifica il rischio di mercato o rischio sistematico di un'attività finanziaria, cioè misura la correlazione esistente tra il rendimento di un fondo di investimento e il rendimento del mercato o del *benchmark*. I prodotti gestiti che presentano valori significativamente positivi nel tempo dell'alfa di Jensen sono riusciti a battere il mercato, cioè hanno prodotto un rendimento superiore a quello atteso in base al rischio sistematico assunto. Tale extrarendimento è stato determinato dalla capacità del *money manager* di posizionarsi con maggior peso sui titoli sottovalutati che compongono il benchmark da un lato, e dall'altro di ridurre l'esposizione verso le attività sopravvalutate.

I fondi di investimento caratterizzati da valori significativamente negativi nel tempo dell'alfa non sono invece riusciti a battere il mercato, hanno selezionato

i titoli meno performanti e quindi hanno prodotto un rendimento inferiore rispetto a quello che avrebbero dovuto produrre sulla base della loro rischiosità. I gestori di tali fondi non mostrano possedere quindi particolari abilità nell'individuare le attività finanziarie maggiormente promettenti. Analiticamente l'alfa di Jensen può essere determinata come segue:

$$\alpha_p = \bar{R} - \bar{R}_{CAPM} \quad (12)$$

in cui:

α_p : alfa di Jensen del fondo, o extra-rendimento;

\bar{R} : rendimento medio del fondo;

\bar{R}_{CAPM} : rendimento che il fondo avrebbe dovuto offrire sulla base del CAPM ovvero in base al proprio livello di rischio di mercato (β_p).

Il tasso di rendimento determinato sulla base del CAPM può essere ricavato ricorrendo alla classica espressione del modello:

$$\bar{R}_{CAPM} = \bar{R}_f + \beta_p * (\bar{R}_B - \bar{R}_f) \quad (13)$$

dove:

\bar{R}_{CAPM} : rendimento medio determinato applicando il CAPM;

\bar{R}_f : rendimento medio dell'attività priva di rischio;

\bar{R}_B : rendimento medio del *benchmark*;

β_p : misura di rischio sistematico del fondo di investimento.

Si noti che l'alfa di Jensen è un indicatore *risk-adjusted performance* espresso in termini percentuali e risulta quindi di semplice comprensione. È inoltre importante evidenziare che le espressioni (12) e (13) devono essere applicate considerando orizzonti temporali medio-lunghi, e che quindi nel breve periodo possono fornire informazioni poco significative.

Morningstar, società americana indipendente di informazione e valutazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito, ha sviluppato un sistema di rating per classificare i fondi di investimento basato su una misura RAP denominata *risk-adjusted rating (RAR)*.

Morningstar utilizza due sistemi di rating:

- 1 *Star rating*
- 2 *Category rating*

L'impostazione metodologica di determinazione risulta simile per ambedue i sistemi, tuttavia sono riscontrabili differenze nei parametri informativi che vengono implementati.

Ogni fondo di investimento viene collocato e valutato all'interno di un gruppo o categoria la quale svolge la funzione di *benchmark*. Tale categoria viene co-

3.5 Il sistema di rating di Morningstar e Micropal

struita in modo tale da includere fondi con medesimo stile di gestione. Le categorie quindi non vengono redatte sulla base di *benchmark* generici, come quelli dichiarati nei prospetti, ma in base alla specifica composizione dei portafogli gestiti.

Il *risk-adjusted rating* di un fondo (*RAR*) appartenente ad una determinata categoria è determinato sottraendo una misura di rischio relativo (*RRisk*) ad una di rendimento relativo (*RRet*):

$$RAR = RRet - RRisk \quad (14)$$

Ciascuna misura relativa è calcolata rapportando la corrispondente misura del fondo (*Ret*, *Risk*) per quella del relativo gruppo di appartenenza. Se $g(P)$ rappresenta il gruppo di appartenenza del fondo si ha:

$$\begin{aligned} RRet &= \frac{Ret}{BRet_{g(P)}} \\ RRisk &= \frac{Risk}{BRisk_{g(P)}} \end{aligned} \quad (15)$$

in cui $BRet_{g(P)}$ e $BRisk_{g(P)}$ costituiscono le basi relative al gruppo di appartenenza del fondo.

Sulla base della misura *RAR* risultante dal procedimento descritto la Morningstar stila la propria classifica dei fondi all'interno del gruppo di appartenenza assegnando delle stelle come segue:

- ★★★★★: fondi che si collocano nel primo decile della classifica;
- ★★★★: fondi che si collocano nel 22,5% delle posizioni successive;
- ★★★: fondi che si collocano nel 35% delle posizioni seguenti;
- ★★: fondi che si collocano nel seguente 22,5%;
- ★: fondi che si collocano nell'ultimo decile della classifica.

Lo *star rating* della Micropal, altra società di valutazione dei fondi comuni, è invece costruito sulla base della seguente misura *risk-adjusted performance*:

$$MI = \frac{\bar{R} - \bar{R}_{cat}}{\sigma(R_t - \bar{R}_{cat})} \quad (16)$$

dove:

MI: indice Micropal;

\bar{R} : rendimento medio del fondo;

\bar{R}_{cat} : rendimento medio della categoria di appartenenza del fondo;

$\sigma(R_t - \bar{R}_{cat})$: deviazione standard della differenza di rendimento tra il fondo e la media di categoria di appartenenza del prodotto.

L'indice Micropal risulta simile a quello sviluppato da Sharpe, dato che entrambi rapportano una misura di *excess return* ad una di rischio.

La particolarità dell'indice Micropal è quella di determinare sia rendimento dif-

ferenziale sia rischio differenziale rispetto ad una misura media di categoria. Micropal, dopo aver redatto una classifica in base al risultato dell'indice per ciascuna categoria, attribuisce a ogni fondo un punteggio, costituito da stelle, simile a quello di Morningstar:

★★★★★: fondi che si collocano nel primo decile della classifica;

★★★★: fondi che si collocano nel 20% delle posizioni successive;

★★★: fondi che si collocano nel 20% delle posizioni seguenti;

★★: fondi che si collocano nel seguente 25%;

★: fondi che si collocano nell'ultimo 25% delle posizioni della classifica.

Dall'analisi dei due sistemi di rating emergono differenze nelle modalità con cui vengono redatte le classifiche e nel modo in cui vengono attribuiti i punteggi.

AIMR, *Performance Presentation Standards 1993*, 1993.

Assogestioni, "Standard di presentazione della performance: Manuale AIMR", Quaderni di documentazione e ricerca, n. 17, Roma, 1997.

_____, *Benchmark e fondi comuni: Le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento*, 1999.

Elton E.J., Gruber M.J., *Modern Portfolio Theory and Investment analysis*, 5th edition, Wiley & Sons, New York, 1995.

Standard Italiani di Presentazione delle Performance degli Investimenti (IPPS) - Versione italiana dei GIPS, *Italian Investment Performance Committee*, Luglio 2002.

Jensen M.C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, May 1968.

Markowitz H.M., "Portfolio Selection" in *Journal of Finance*, 7: 77-91, marzo 1952.

Markowitz H.M., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Wiley & Sons, New York, 1959.

Modigliani F., Modigliani L., "Risk-Adjusted Performance", *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1997.

Sharpe W.F., "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, 39, n°1 January 1966.

_____, "Determining a Fund's Effective Asset Mix", *Investment Management Review*, Dec. 1988.

_____, "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 18 n°1, 1992.

_____, "The Sharpe ratio", *Journal of Portfolio Management*, Fall 1994.

_____, *Morningstar's Risk-adjusted Ratings*, Stanford University, Jan. 1998.

Riferimenti bibliografici

Sharpe W.F., Gordon J.A., Bailey J.V., Investments, 5th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1995.

Simon K. "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds" New England Economic Review, FRB of Boston, Sept.-Oct. 1998.

STANDARD DI PERFORMANCE: I GIPS

Nel campo della misurazione della performance degli investimenti a partire dagli anni '60 si sono sviluppati e diffusi un linguaggio e un quadro di riferimento concettuale comuni tra le diverse parti interessate ai processi di investimento. Tale fenomeno, tuttora in fase di evoluzione, ha avuto origine dall'esigenza tipica di un'industria marcatamente concorrenziale di fornirsi di regole uniformi e condivise per la valutazione e la presentazione delle caratteristiche dei servizi offerti dai diversi gestori.

In tale ambito si è subito rivelato importante concordare le modalità di calcolo e presentazione delle performance storiche dell'attività di gestione, soprattutto in considerazione del fatto che queste informazioni giocano un ruolo critico nel processo di selezione del gestore e proprio per questo motivo sono potenzialmente oggetto di comunicazioni distorte e poco trasparenti.

Fin dai suoi primi sviluppi il processo di elaborazione di standard di performance ha consentito di mettere a fuoco le problematiche fondamentali e di impostarne la soluzione secondo un approccio che contemperasse il rigore della teoria con i costi di implementazione e le effettive capacità dei sistemi di trattamento delle informazioni di volta in volta disponibili.

A tale proposito già nel 1968 il Bank Administration Institute in un suo fondamentale contributo intitolato "Measuring Investment Performance of Pension Funds" segnalava all'attenzione della comunità finanziaria la necessità di valorizzare il portafoglio ai prezzi di mercato, di calcolare il rendimento "total return", di misurare la performance anche sulla dimensione del rischio.

Sulla scia del contributo di Dietz del 1966, il documento in parola metteva inoltre in luce la distinzione tra misure di performance time-weighted e money-weighted; sottolineava l'importanza di impiegare intervalli temporali uniformi e concludeva con la raccomandazione di sviluppare banche dati di performance le più ampie possibili per facilitare la disseminazione delle informazioni. Qualche anno più tardi l'associazione inglese degli analisti finanziari (SIA) perveniva ad analoghi suggerimenti.

In sintesi, tralasciando per esigenze di spazio i contributi forniti sull'argomento negli anni successivi, si può sostenere che almeno fino agli anni '90 si è assistito alla dif-

1 Origini degli standard di performance



fusione di pratiche a livello nazionale, più o meno formalizzate, che pur condividendo, in linea di massima, i principi poc' anzi riassunti, ne hanno fornito diverse declinazioni che risentivano della storia e delle abitudini degli operatori nazionali.

2 I GIPS

Per allontanare il pericolo che lo sviluppo di standard differenziati per piazze nazionali limitasse l'operatività e la confrontabilità trans-frontaliera dei gestori nel 1999 l'Association for Investment Management and Research (AIMR) ha elaborato e proposto alla comunità finanziaria internazionale i Global Investment Performance Standards (GIPS). Forti dell'esperienza maturata nell'ambito del sistema finanziario statunitense i GIPS si pongono i seguenti obiettivi:

- Far accettare in tutto il mondo standard per il calcolo e la presentazione delle performance degli investimenti in un formato chiaro e paragonabile, con tutta l'informativa necessaria.
- Garantire l'accuratezza e la coerenza dei dati relativi alla performance degli investimenti ai fini della loro comunicazione, della tenuta di valide statistiche, del marketing e delle presentazioni.
- Promuovere un'equa concorrenza globale tra gli enti gestori su tutti i mercati senza creare barriere all'entrata nei confronti di nuovi arrivati.
- Incoraggiare la nozione di "autoregolamentazione" del settore su base mondiale.

I GIPS fissano standard per ognuna delle 5 aree fondamentali per la valutazione e la presentazione delle performance degli investimenti: dati di input, metodi di calcolo, costruzione dei compositi, informativa, presentazione dei risultati. Per ogni area vengono codificati obblighi e raccomandazioni che rappresentano una sintesi degli orientamenti espressi nelle best practices internazionali in merito ai fondamenti della valutazione della performance. Per una esposizione dettagliata di tali regole si deve necessariamente rimandare al testo degli standard (www.cfainstitute.org/cfacentre/ips/). In questa sede è sufficiente richiamare alcune significative previsioni in essi contenute: tassi di rendimento time-weighted, valorizzazione ai prezzi di mercato, trade date accounting, inclusione di tutti i portafogli discrezionali.

Nel febbraio 2005, al termine di un intenso periodo di consultazione con l'industria, è stata pubblicata una versione aggiornata ed ampliata dei GIPS. Rispetto alla versione del 1999, essa si contraddistingue per:

- la migliore specificazione di taluni argomenti (ad esempio trattamento delle commissioni, definizione di ente gestore e di composito);
- la promozione di alcune raccomandazioni ad obblighi
- l'introduzione di apposite previsioni per gli investimenti immobiliari e per il venture capital.

A partire dalla nascita dei GIPS l'AIMR (ora CFA Institute) ha promosso un importante programma internazionale con il duplice obiettivo di guadagnare agli standard la massima accettazione a livello internazionale e di gestire secondo modalità condivise l'interpretazione e lo sviluppo dei GIPS.

In tale contesto si inserisce l'istituzione nel corso del 1999 dell'Investment Performance Council (IPC) il cui obiettivo primario è stato quello di promuovere l'adozione degli standard. Tale organismo ha beneficiato della partecipazione di un consistente numero di professionisti provenienti dalle più svariate regioni del mondo e si è posto il primario obiettivo di promuovere l'adozione degli standard a livello globale.

A seguito dell'aggiornamento e dell'ampliamento dei GIPS terminato con la pubblicazione dei nuovi standard all'inizio del 2005, è stato dato avvio ad un importante processo di revisione della struttura di governance dei GIPS che al momento di andare in stampa è in corso di completamento. La struttura proposta fa tesoro dell'esperienza maturata in seno all'IPC e ai diversi sponsor locali e regionali dei GIPS e si fonda sull'istituzione di due organismi - il GIPS Council e il GIPS Executive Committee - il cui ruolo è quello di rappresentare tutti i paesi che intendono promuovere l'adozione degli standard al proprio interno (GIPS Council) e di sovrintendere al governo degli standard (GIPS Executive Committee).

In Italia, la preesistente Commissione Italiana per i GIPS sul finire del 2001 si trasforma nell'*Italian Investment Performance Committee* (IIPC) e viene ufficialmente riconosciuta sponsor italiano dei GIPS. L'IIPC è un comitato fondato da Assogestioni, ABL, AIAF, Assirevi, Italian CFA Society e Mefop e aperto ad associazioni e società italiane interessate alla diffusione dei GIPS nel nostro paese. A seguito di questo fondamentale riconoscimento l'IIPC si adopera per far approvare all'IPC la versione italiana dei GIPS secondo le linee guida da quest'ultimo emanate.

In considerazione della possibilità che nel contesto nazionale già esistano standard di performance e/o che la regolamentazione del mercato finanziario sia tale da giustificare talune integrazioni agli standard, le norme fissate dall'IPC per l'adozione dei GIPS a livello paese prevedono un doppio approccio:

- il primo, "*Translation of GIPS*" (TG), prevede la fedele traduzione del testo inglese nella lingua del paese che lo intende adottare, senza aggiunte né cancellazioni;
- il secondo, "*Country Version of GIPS*" (CVG), prevede la possibilità, per quei paesi la cui regolamentazione non permette di fare altrimenti, di adottare una traduzione del testo inglese e di integrarla con l'aggiunta

3 La diffusione dei GIPS

4 L'adozione dei GIPS in Italia

di norme specifiche e ben identificabili che si applicano agli operatori che intendano dichiararsi conformi alla versione nazionale dei GIPS.

Con riferimento alla realtà italiana e in particolar modo alla fiscalità dei fondi comuni, l'IIPC ha rilevato che, affinché i confronti tra le *performance* dei prodotti nazionali ed esteri possano avvenire su un piano di parità, è necessario applicare ai primi un algoritmo di lordizzazione, cioè una formula che consenta di eliminare gli effetti della fiscalità che grava direttamente sulla *performance* dei fondi italiani, diversamente da quanto avviene per quelli di altre giurisdizioni.

La specificità della legislazione fiscale italiana ha quindi suggerito di adottare nel nostro paese l'approccio CVG in modo da consentire, nell'ambito dei GIPS, la lordizzazione delle *performance* dei fondi italiani. A tal fine l'IIPC ha approvato il modello di lordizzazione proposto da Assogestioni (vedi capitolo seguente) e ha provveduto ad inserirlo, insieme ad opportune norme di coordinamento, nella versione italiana dei GIPS entrata in vigore nel luglio del 2002.

A seguito della già citata revisione dei GIPS del 2005 l'IPC ha approvato delle linee guida (*Guidance Statement for Country-Specific Taxation Issues*) che incorporano le specifiche disposizioni sul trattamento della tassazione contenute nelle CVG di Italia e Stati Uniti. In questo modo sarà possibile procedere alla traduzione in italiano della nuova versione dei GIPS secondo il modello della TG, ovvero senza aggiunte "*country-specific*" (la pubblicazione di questa nuova traduzione è prevista nel corso del 2006).

MODELLO PER IL CALCOLO DELLA QUOTA LORDA DI UN FONDO APERTO ITALIANO

Il modello Assogestioni per il calcolo della quota lorda di un fondo italiano si pone l'obiettivo di annullare gli effetti esercitati dalla fiscalità sulla sua quota netta, ottenendo così un indice di performance (la quota lorda) in grado di riflettere esclusivamente i risultati della gestione. Questo indice risulta dunque utilizzabile per operare confronti in ambito internazionale, riconducendo i fondi italiani e i fondi lordisti di altre giurisdizioni su un piano di parità.

I fondi di diritto italiano sono soggetti a una ritenuta d'imposta del 12,5%, calcolata sulla differenza tra valore iniziale e valore finale degli investimenti effettuati nel corso dell'anno. La tassazione colpisce l'incremento del patrimonio netto, cioè la sommatoria di tutte le variazioni positive e negative realizzate dal fondo durante l'anno (tassazione sul risultato netto di gestione). Se, al contrario, il risultato di gestione dovesse risultare negativo, le minusvalenze possono essere portate in detrazione d'imposta per i successivi quattro anni. La tassazione è imputata giornalmente sulla quota del fondo e viene accantonata a riserva fino al regolamento previsto nell'anno successivo. La quota risulta pertanto al netto del prelievo fiscale.

Il sottoscrittore è quindi esentato dalla dichiarazione ai fini fiscali di eventuali guadagni ottenuti, perché l'imposta è stata già pagata in via sostitutiva dalla società di gestione.

Il fondo a sua volta è un soggetto lordista, ciò significa che riceve redditi di capitale, interessi e dividendi al lordo delle imposte sostitutive normalmente previste. Il principio della tassazione sul risultato netto di gestione conosce almeno tre eccezioni degne di nota. La prima riguarda alcuni proventi che esso riceve al netto di un'imposta sostitutiva del 27%. La seconda riguarda i proventi esenti da imposte. Entrambi sfuggono a ulteriori prelievi fiscali e vengono esclusi dalla base per il calcolo del risultato netto di gestione cui applicare l'imposta sostitutiva del 12,5%. Una terza eccezione è costituita da una particolare categoria di proventi che il fondo riceve al lordo e su cui è obbligato ad applicare un'imposta sostitutiva del 27%.

La maggior parte dei paesi, ad eccezione dell'Italia, non prevede la tassazione dei risultati di gestione in capo al fondo ma rimanda calcolo e prelievo fiscale al momento della dichiarazione individuale dei redditi.

A prescindere da considerazioni di opportunità circa le scelte del legislatore italiano, si può intuire che questa differenza nel sistema impositivo dei proventi dei fondi, a parità di altre condizioni, influenza i meccanismi di determinazione della quota netta e quindi delle misure di performance su di essa calcolate. Come mostriamo in seguito, la quota di un fondo italiano può essere divisa in due parti: una riconducibile all'azione del gestore, l'altra attribuibile all'operare degli effetti fiscali.

Tenuto conto di queste considerazioni, ai fini della presente analisi ***assumeremo come definizione di quota lorda di un fondo aperto italiano semplicemente la quotazione che questo avrebbe se si eliminassero tutti gli effetti delle imposte sui proventi che esso riceve al lordo.***

Si osservi che questa definizione esclude intenzionalmente la "lordizzazione" delle imposte che il fondo subisce alla fonte.

In quest'ottica la determinazione della quota lorda consiste nel calcolo di un indice di performance del fondo depurato completamente degli effetti distorsivi della fiscalità (*intesa nel senso della definizione appena fornita*) ed in grado quindi di riflettere esclusivamente gli effetti della gestione.

2 Il modello

In questa sezione presentiamo i 4 differenti regimi fiscali cui possono essere soggetti i proventi percepiti dai fondi comuni aperti. Tale premessa si rende indispensabile al fine di individuare in maniera esauriente tutti i modi in cui la fiscalità italiana influenza la determinazione dei risultati dei fondi.

Proventi di tipo A: sono quelli che il fondo riceve al lordo dell'imposta e per i quali accantona giornalmente un'imposta sostitutiva del 12,5% che poi liquida in un'unica soluzione il 16 febbraio dell'anno successivo (*dal 2001 il versamento può essere rateizzato, tuttavia tale opzione non altera i risultati del modello*).

Questi proventi rappresentano la maggior parte di quelli percepiti dai fondi e ricomprendono, a titolo esemplificativo: plusvalenze e minusvalenze su azioni e obbligazioni, dividendi azionari, interessi su obbligazioni emesse da società aventi sede in Italia con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani aventi una scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni pubbliche italiane, interessi su obbligazioni emesse da banche aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni estere aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, proventi e minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad OICVM esteri (diversi dai fondi lussemburghesi storici), interessi su conti correnti bancari a condizione che la giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo medio gestito.

Proventi di tipo B: sono quelli che il fondo riceve già al netto dell'imposta del 27%. Sono costituiti, tra gli altri, dalle cedole di obbligazioni italiane con sca-

denza inferiore ai 18 mesi, dagli interessi su c/c con giacenza media superiore al 5% dell'attivo medio gestito e, fino al luglio 2000, dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

Proventi di tipo C: sono quelli che il fondo riceve al lordo delle tasse e per i quali accantona giornalmente un'imposta del 27% che poi liquida alla fine del mese in cui il provento ha avuto la sua manifestazione finanziaria. A partire dal luglio 2000, questa classe sarà composta dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

Proventi di tipo D: sono tutti i proventi che per qualsiasi motivo sono esenti da imposte in capo al fondo. Ad esempio tutti i proventi derivanti dalla partecipazione a OICR soggetti ad imposta sostitutiva oppure le cedole di obbligazioni BEI, BIRS, CECA ed EURATOM emesse prima del 9 settembre 1992 (*le plusvalenze e le minusvalenze su questi titoli sono proventi di tipo A*).

Alla luce di questa ripartizione dei proventi e con riferimento alla definizione di quota lorda fornita più sopra, **l'obiettivo del nostro modello è determinare un indice di performance del fondo sterilizzato degli effetti della tassazione dei proventi di tipo A e C.**

Si consideri un generico fondo di investimento aperto italiano ad accumulazione dei proventi con le seguenti proprietà.

Il fondo è quotato giornalmente ed è gravato dei soli oneri fiscali; assumiamo quindi che non esistano commissioni di alcun genere. Ipotizziamo inoltre che il fondo non possa prendere denaro in prestito. Come argomentiamo più avanti queste due ipotesi (zero commissioni e nessun indebitamento diverso da quello fiscale) non sono restrittive nel senso che i risultati del modello che andiamo a sviluppare sono indipendenti sia dal regime commissionale che da eventuali operazioni di indebitamento.

Ogni giorno si procede al calcolo e all'accantonamento delle imposte maturate sui proventi di tipo A e di tipo C. Con riferimento ai proventi del primo tipo, quanto complessivamente maturato tra il primo e l'ultimo giorno dell'anno, se a debito verrà versato e se a credito verrà riscosso il 16 febbraio dell'anno successivo. Per quanto riguarda i proventi di tipo C la liquidazione delle imposte maturate avverrà invece l'ultimo giorno del mese durante il quale il provento si è manifestato (stacco cedola).

Sia N_i il valore della quota netta e x_i il numero delle quote in essere al giorno i . N_i e x_i sono indicati nel prospetto di calcolo del valore della quota che la SGR è tenuta a redigere giornalmente. Per inciso si osservi che x_i è il numero di quote in essere durante il giorno i e non include quindi quelle che verranno emesse/rimborsate a fine giornata dopo la fissazione della quota.

2.1 Definizioni e ipotesi

Inoltre, sia T_i l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e di tipo C durante il giorno i . Si osservi che T_i sono imposte accantonate ma ancora a disposizione del gestore fino al giorno in cui vengono liquidate.

Per nostra comodità ora definiamo la variabile $F_i = N_{i-1}(x_i - x_{i-1})$ che rappresenta il flusso della raccolta netta del fondo all'inizio del giorno i . Si osservi che F_i è il flusso di quei sottoscrittori che hanno chiesto di entrare o di uscire dal fondo durante il giorno $i-1$ la cui richiesta può però venire soddisfatta solo a fine giornata e dopo il calcolo della quota. Quindi è come se questo movimento avesse luogo la mattina del giorno i prima della riapertura delle contrattazioni. Evidentemente chiamare il flusso in questione F_i (perché ha effetti finanziari solo a partire dalla mattina del giorno i) oppure F_{i-1} (perché è il risultato delle richieste di entrata e uscita pervenute durante il giorno $i-1$) è solo una questione nominalistica e non ha alcun effetto sui risultati che otterremo.

Si indichi infine con L_i la quota lorda del fondo al tempo i .

Obiettivo del nostro modello è determinare L_i in funzione di L_{i-1} , N_i , x_i e T_i .

Per motivi di comodità definiamo anche la variabile ST_i come la somma delle imposte maturate su proventi di tipo A e C ma non ancora liquidate al termine del giorno i .

Per definizione $ST_{i+1} = ST_i + T_{i+1} - TL_{i+1}$ dove TL_{i+1} sono le imposte liquidate al termine del giorno $i+1$.

Se questo giorno è l'ultimo del mese TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo C manifestatisi nel corso del mese che si chiude, mentre se $i+1$ è il 16 febbraio TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo A accantonate durante l'anno precedente.

2.2 Calcolo della quota lorda: dal giorno 0 al giorno 1

Per come è stato definito nell'introduzione, L_i è un indice di performance depurato degli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C. Più in particolare, se ci poniamo al termine del primo giorno di vita del fondo, avremo la seguente situazione. Alla fine del giorno 0 (coincidente con il primo istante del giorno 1) il patrimonio effettivamente disponibile è pari all'ammontare delle quote $x_0 N_0$ più le imposte su proventi di tipo A e C accantonate ma non ancora versate fino al tempo 0 ($ST_0 = 0$) più il flusso in entrata tra il giorno 0 e il giorno 1 pari $(x_1 - x_0) N_0$. Questo patrimonio va confrontato con quello detenuto alla fine del giorno 1 pari a $x_1 N_1 + ST_0 + T_1$. Si noti che senza perdita di generalità possiamo porre $L_0 = N_0$.

In altre parole, all'inizio del giorno 1 il gestore riceve $x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0$ e alla fine dello stesso giorno ha $x_1 N_1 + T_1$.

Si noti che per come sono state costruite queste due quantità la loro differenza misura esclusivamente l'operato del gestore e non anche gli effetti del prelievo fiscale sui proventi di tipo A e C.

Di conseguenza il tasso di crescita g_1 della quota lorda, misura dell' *effetto gestore*, è pari a:

$$\frac{L_1}{L_0} = 1 + g_1 = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0} = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} \quad (1)$$

da cui si ottiene immediatamente:

$$L_1 = L_0 \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} = N_0 \frac{x_1 N_1 + ST_1}{x_1 N_0}$$

Si noti che $ST_0=0$ implica $T_1=ST_1$.

Considerando il passaggio dal generico giorno $i-1$ al successivo giorno i , dalla definizione del tasso di incremento della quota lorda

$$\frac{L_i}{L_{i-1}} = \frac{x_i N_i + T_1 + \dots + T_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + T_1 + \dots + T_{i-1}} \quad (2)$$

si ottiene:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (3)$$

Al 31 dicembre di ogni anno si procede all'ultima valorizzazione della quota e al definitivo accantonamento delle imposte dovute sui proventi di tipo A in apposita voce del passivo (se a credito nell'attivo). Ora, dal momento che debiti e crediti d'imposta su questo tipo di proventi vengono liquidati solo successivamente (a metà febbraio), nel primo mese e mezzo dell'anno successivo il gestore continua effettivamente a disporre, come prima, anche della somma dovuta al fisco (e continua a non disporre dell'eventuale credito d'imposta). Di conseguenza le formule presentate nel paragrafo precedente continuano a valere.

Ad esempio il 15 gennaio dell'anno 2 il calcolo della quota lorda è il seguente:

$$L_{15/1/2} = L_{14/1/2} \frac{x_{15/1/2} N_{15/1/2} + ST_{14/1/2} + T_{15/1/2}}{x_{15/1/2} N_{14/1/2} + ST_{14/1/2}}$$

Si osservi che in questo caso $ST_{14/1/2}$ è pari alla somma delle imposte su proventi di tipo A dell'esercizio precedente (quindi non ancora liquidate), di quelle già maturate nell'anno in corso e di quelle su proventi di tipo C non ancora liquidate.

Se il giorno j (che per noi, sarà il 16 febbraio se si liquidano le imposte sui proventi di tipo A e l'ultimo giorno di ogni mese se si liquidano quelle sui proventi di tipo C) si liquidano le imposte allora all'inizio del giorno $j+1$ il patrimonio effettivamente dis-

2.3 Dal giorno $i-1$ al giorno i

2.4 Quando finisce l'anno

2.5 Liquidazione delle imposte e formula generale

ponibile sarà pari a $x_j N_j + ST_j + (x_{j+1} - x_j) N_j$ dove ST_j è pari all'importo delle imposte maturate ma non liquidate al giorno j mentre al termine dello stesso giorno il patrimonio disponibile sarà diventato $x_{j+1} N_{j+1} + ST_j + T_{j+1}$. Di conseguenza l'incremento di patrimonio conseguito dal gestore il giorno $j+1$ sul giorno j potrà essere calcolato con le formule già presentate in precedenza. Si abbia solo l'accortezza di osservare che mentre ST_{j-1} contiene anche il debito d'imposta da liquidare il giorno j , ST_j non lo comprende più. Le relazioni appena presentate possono essere facilmente estese a qualunque momento della vita del fondo. Concludiamo quindi che la quota lorda di un qualunque giorno i di un qualunque anno a è così determinata:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (4)$$

2.6 Se il fondo paga commissioni

Il modello sviluppato finora prevede che il fondo sia gravato dei soli oneri fiscali. Se si rilassa questa ipotesi e si consente che il fondo paghi anche altri tipi di oneri (ad esempio, le commissioni) i risultati ottenuti in precedenza non variano nel senso che, *posto che l'obiettivo della formula di lordizzazione è quello di eliminare solamente gli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C sulla quota netta*, tutti gli altri effetti sulla stessa generati da altri tipi di oneri devono essere ignorati. Non è quindi necessario conoscere se e quanto il fondo paga in commissioni; tali oneri attraverso la loro azione sulla quota netta andranno a modificare la quota lorda e questo effetto, coerentemente con le ipotesi del modello originale, non dovrà essere rimosso. Si osservi che ciò implica che due fondi gestiti effettuando le medesime scelte di investimento ma contraddistinti da due regimi commissionari differenti avranno giocoforza due diverse serie storiche della quota lorda (più bassa quella del fondo che paga maggiori commissioni).

3 Osservazioni: versione analitica della quota

Se si ipotizza che il fondo percepisca esclusivamente redditi di tipo A (soggetti ad imposta sostitutiva $\tau = 12,5\%$) si dimostra agevolmente che i risultati ottenuti nella sezione precedente possono essere riscritti secondo la seguente formulazione (che chiameremo "analitica"):

$$L_i = L_{i-1} \frac{\tau x_{1/1/b} (N_{1/1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i-1} (N_{i-1} - N_{i-2}) + x_i (N_i - \tau N_{i-1})}{\tau x_{1/1/b} (N_{1/1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i-1} (N_{i-1} - N_{i-2}) + x_i (N_{i-1} - \tau N_{i-1})} \quad (5)$$

dove:

$$\begin{cases} b = a - 1 & i \leq 16/2 \\ b = a & i > 16/2 \end{cases}$$

In termini di flussi:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i - \tau (x_{31/12/b-1} N_{31/12/b-1} + F_{1/1/b} + \dots + F_i)}{x_i N_{i-1} - \tau (x_{31/12/b-1} N_{31/12/b-1} + F_{1/1/b} + \dots + F_i)} \quad (6)$$

inoltre:

$$T_i = \frac{\tau}{1 - \tau} x_i (N_i - N_{i-1}) \quad (7)$$

Si osservi che secondo questa formulazione il calcolo della quota lorda può essere effettuato semplicemente sulla base della conoscenza delle serie storiche delle quote nette e del numero delle quote in essere. Tenuto conto del fatto che questi due dati sono agevolmente rintracciabili nel prospetto giornaliero del calcolo della quota (documento di libera consultazione) e considerato che la maggior parte dei redditi percepiti dai fondi italiani sono di tipo A, la formulazione analitica permette di determinare con una buona approssimazione la quota lorda "reale" anche a coloro (ad esempio i sottoscrittori) che non dispongono di informazioni precise sull'esatto ammontare della variabile ST_i , la cui conoscenza è necessaria per l'applicazione della formula "ufficiale" della quota lorda.

Riprendendo un tema anticipato nell'introduzione, utilizziamo il modello appena presentato per mettere in luce l'esatta influenza che la fiscalità ha sul meccanismo di determinazione della quota netta e per chiarire il principio che governa il modello di determinazione della quota lorda. Più precisamente, in questa sezione mostriamo che a causa della tassazione la quota netta di un fondo aperto italiano è determinata anche dal numero delle quote in essere. In altre parole la quota netta non è una misura *time-weighted* della performance del gestore ma dipende, sia pure solo in parte, anche dalle decisioni in termini di sottoscrizione e rimborsi da parte dei risparmiatori. Questa osservazione apre la strada ad un analogo interrogativo circa le proprietà della quota lorda appena determinata. Nella sezione successiva mostreremo che questa, a differenza della quota netta (dalla quale peraltro dipende) è indipendente dal numero di quote del fondo e costituisce così un'effettiva misura *time-weighted* della performance del gestore. Facile concludere che queste due osservazioni rappresentano altrettanti buoni motivi per optare per la quota lorda quando si intenda costruire un indice che misuri le capacità del gestore di un fondo.

Tornando alla quota netta, per la (4) e per la (7) e sotto l'ipotesi analitica (*Tutte le argomentazioni che seguono sono sviluppate sotto l'ipotesi che il fondo percepisca solamente redditi di tipo A. Si dimostra che indebolendo questa ipotesi si ottengono risultati del tutto analoghi nel loro significato, anche se leggermente diversi e meno significativi nella loro formulazione analitica*) sappiamo che:

$$\left\{ \begin{array}{l} \frac{L_i}{L_{i-1}} = 1 + g_i = \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \\ T_i = \frac{\tau}{1 - \tau} x_i (N_i - N_{i-1}) \end{array} \right.$$

3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

risolvendo in N_i si ottiene:

$$N_i(x_i) = \underbrace{N_{i-1}(1+g_i)}_{\text{eff. gestore}} - \underbrace{N_{i-1}g_i\tau}_{\text{eff. fiscale diretto}} + \underbrace{\frac{g_iST_{i-1}(1-\tau)}{x_i}}_{\text{eff. fiscale indiretto}} \quad (8)$$

che in termini di tasso di variazione $N_i/N_{i-1} = 1 + \pi_i$ diventa:

$$\pi_i = g_i - g_i\tau + \frac{g_iST_{i-1}(1-\tau)}{N_{i-1}x_i} \quad (9)$$

La (8) dimostra che la quota netta del giorno i è il risultato della quota netta del giorno precedente rivalutata al tasso di crescita imputabile al gestore $N_{i-1}(1+g_i)$ meno l'effetto diretto della tassazione sul risultato di gestione $N_{i-1}g_i\tau$ più la quantità

$$\frac{g_iST_{i-1}(1-\tau)}{x_i}$$

che può essere interpretata come l'*effetto indiretto* della fiscalità operante attraverso le imposte già maturate ma non ancora liquidate fino al giorno $i-1$. Proprio l'esistenza di questa componente dimostra che la quota netta dipende anche da x_i . A commento di questo risultato alcune osservazioni risultano doverose. Primo: la quota netta dipende da x_i in maniera inversamente proporzionale, quindi, a parità di altre condizioni, più alto è il numero delle quote meno importante è l'effetto che una sua variazione genera su N_i . Al contrario, l'effetto del flusso di raccolta sulla quota netta è massimo quando x_i si avvicina velocemente a 0 e la quantità ST_{i-1} non si riduce in maniera adeguata.

Secondo: la dipendenza di N_i da x_i è regolata dal fattore di proporzionalità $g_iST_{i-1}(1-\tau)$. Da ciò si deduce che in assenza di tassazione ($\tau=0$ e $ST_{i-1}=0$) x_i non è in grado di esercitare alcuna influenza sulla quota netta.

Per inciso si noti che in questo caso la (8) si riduce a $N_{i-1}(1+g_i)$, cioè come ci si poteva ragionevolmente aspettare, la quota netta varia esattamente al tasso g_i e costituisce quindi una misura *time-weighted* della performance del fondo attribuibile alla capacità del gestore.

Terzo: quello che abbiamo definito effetto fiscale indiretto, a parità di x_i e se $g_i > 0$, cresce al crescere del debito d'imposta già accantonato. Intuitivamente, a parità di altre condizioni, più l'imposta accantonata e non ancora versata risulta consistente, maggiori risultano le risorse a disposizione del gestore rispetto al solo patrimonio netto disponibile all'inizio del giorno i x_i/N_{i-1} .

A titolo di esempio, si ipotizzi che $x_i/N_{i-1} = 10$ con $x_i = 1$ e che $ST_{i-1} = 1000$. In questo caso il gestore avrà a disposizione un patrimonio complessivo pari a 1010 e un suo incremento sia pur piccolo (ad esempio $g_i = +1\%$) si rifletterebbe

a livello di quota netta in un incremento $\pi_f=+88,3\%$. Da ultimo si osservi che quando ST_{i-1}/x_i è particolarmente elevato il fatto che g_i sia positivo o negativo, anche se solo di poco, fa una grande differenza sulla quota netta (nell'esempio appena fatto se fosse stato $g_i=-1\%$ avremmo avuto $\pi_f=-88,3\%$).

Come anticipato nella sezione precedente, la quota lorda, al contrario di quella netta, non dipende dal numero delle quote in essere; in altri termini rappresenta una misura *time-weighted* della performance del fondo.

Infatti nell'ipotesi che il fondo percepisca solamente proventi di tipo A, dalla (4) e dalla (7):

$$L_i(x_i) = L_{i-1} \frac{x_i N_i(x_i) + ST_{i-1} + \frac{\tau}{1-\tau} x_i (N_i(x_i) - N_{i-1})}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}}$$

tenuto conto della (8) si ottiene semplicemente:

$$L_i(x_i) = L_i = L_{i-1} (1 + g_i)$$

quindi

$$\frac{dL_i}{dx_i} = 0$$

A parole: la quota lorda L_i è insensibile a variazioni nel numero delle quote in essere x_i . Analogo risultato vale sotto l'ipotesi più generale che il fondo percepisca redditi di qualunque tipo.

In questa sezione mostriamo alcuni esempi in cui sono state calcolate le quote lorde e quelle nette di un fondo aperto italiano ideale. L'intento è quello di evidenziare gli effetti dei risultati ottenuti nelle ultime due sezioni (la quota lorda è *time-weighted*, quella netta non lo è). In particolare si vuole sottolineare l'estrema variabilità della quota netta (rispetto alla quota lorda) in situazioni critiche (forti deflussi) che potrebbero trovare effettivo riscontro nella vita reale di un fondo e che per questo motivo meritano estrema attenzione al fine di distinguere in maniera sicura tra le responsabilità del gestore e gli effetti distorsivi della tassazione.

i	g_i	x_i	N_i	Δ_N	L_i	Δ_L
0	-	1	100	-	100	-
1	10%	10	108,75	+8,75%	110	+10%
2	10%	20	118,32	+8,80%	121	+10%
3	10%	30	128,79	+8,85%	133,1	+10%
4	10%	40	140,24	+8,89%	146,41	+10%
5	65,9%	50	222,82	+58,80%	242,86	+65,9%
6	10%	80	243,12	+9,11%	267,15	+10%
7	-5%	1	189,96	-21,80%	253,79	-5%

3.2 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

3.3 Alcuni esempi

In questa prima tabella abbiamo simulato l'andamento di quota netta e quota lorda di un fondo ai suoi primi giorni di vita. Per come è stata definita, la quota lorda varia al tasso g_j che misura la capacità del gestore di produrre reddito (e solo quella). Come visto in precedenza questo tasso è indipendente dal numero delle quote in essere.

La quota netta, invece, mostra un andamento più variegato a causa della sua parziale dipendenza da x_j . In particolare si noti che il giorno 7, a fronte di un consistente deflusso di risorse dal fondo (le quote passano di colpo da 80 a una sola), mentre $g_j = -5\%$, la variazione della quota netta è di ben 4 volte superiore. La stessa cosa si sarebbe verificata se fosse stato $g_j = 5\%$ (nel qual caso avremmo avuto ovviamente $\Delta_N = +21,8\%$). Come illustrato analiticamente in precedenza questo fenomeno di amplificazione è sintomo dell'operare dell'effetto fiscale indiretto e può essere misurato dal rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$.

Dal momento che questo fatto costituisce una fonte di distorsione del rapporto quota netta/quota lorda che, in particolari circostanze, può diventare anche molto consistente, è opportuno ribadire l'opportunità che in sede di valutazione delle capacità di un gestore (oltre che nei confronti internazionali) si utilizzi la quota lorda e non quella netta. A rafforzare questo suggerimento, valga quest'ultimo esempio illustrato nella successiva tabella.

i	g_j	x_j	N_j	Δ_N	L_j	Δ_L	$ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$
0	-	1	100	-	100	-	
1	20%	1000	117,5	+17,5%	120	+20%	0
2	20%	2000	138,28	+17,69%	144	+20%	0,01
3	20%	3000	162,97	+17,86%	172,8	+20%	0,02
4	20%	4000	192,32	+18,01%	207,36	+20%	0,02
5	20%	100	288,62	+50,07%	248,83	+20%	1,86

Quando il giorno 5 si verifica un drastico movimento in uscita di sottoscrittori (-97.5%), il gestore ottiene una performance sempre pari al 20% ma l'elevato rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$ (misura dell'effetto fiscale indiretto) fa fare alla quota netta un balzo del 50%. Se avessimo valutato le capacità di un gestore guardando l'andamento della quota netta saremmo caduti in un grave errore di sopravvalutazione. In maniera del tutto speculare, nel caso $g_j = -20\%$ avremmo avuto $\Delta_N = -50\%$.

3.4 Lordizzazione delle commissioni e indebitamento

Grazie alla sua flessibilità il modello per la determinazione della quota lorda che abbiamo presentato in queste pagine si presta anche ad affrontare il problema di "lordizzare", oltre alle imposte gravanti sul fondo, anche le commissioni che il gestore preleva in capo ad esso.

La nuova definizione di quota lorda che si ottiene permette di calcolare indici di

performance sterilizzati sia degli effetti fiscali che degli effetti del regime commissionale. Questo diverso tipo di indice è particolarmente adatto ai clienti istituzionali che nell'ambito del processo di scelta tra diversi fondi sono in grado di contrattare il livello delle commissioni (cosa normalmente preclusa al privato sottoscrittore).

Per sterilizzare gli effetti del regime commissionale all'interno del nostro modello si osservi che nell'ambito della sua logica costruttiva non è importante tanto distinguere le spese gravanti sul fondo in base alla loro natura specifica (imposte piuttosto che commissioni) quanto precisare quali di queste vengono addebitate al fondo in un determinato giorno ma rimangono accantonate per un certo periodo di tempo (quindi nella disponibilità del gestore). Abbiamo infatti visto che questo tipo di spesa, essendo dedotto immediatamente dalla quota netta ma solo più tardi dalla disponibilità del gestore, genera un "effetto leva", nel senso che tutti gli eventuali incrementi/decrementi di valore su di esso ottenuti si "scaricano" sulla quota netta.

In quest'ottica, analogamente a quanto accade per le imposte su proventi di tipo A e C, le commissioni di gestione vengono in genere calcolate quotidianamente sul valore complessivo netto del fondo, accantonate e liquidate in un periodo successivo (ad esempio ogni primo giorno del mese).

Si definisca quindi T'_i come l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e C durante il giorno i più le commissioni accantonate durante lo stesso giorno.

ST'_i indica invece la somma delle imposte su proventi di tipo A e C e delle commissioni maturate ma non ancora liquidate al termine del giorno i .

Tenuto conto di questi aggiustamenti e replicando l'analisi svolta per pervenire alla (4) si giunge facilmente alla seguente formula della quota lorda "modificata":

$$L'_i = L'_{i-1} \frac{x_i N_i + ST'_{i-1} + T'_i}{x_i N_{i-1} + ST'_{i-1}} \quad (10)$$

Ancora più in generale, se si estende l'interpretazione della variabile ST'_i fino a farla coincidere con la somma di tutti i debiti del fondo (tra cui oltre a quelli verso l'erario e verso il gestore troveremo quelli legati ai prestiti concessi da terzi) la (10) risulta in grado di depurare da qualsiasi effetto leva (fiscale, commissionale e leva "classica") il risultato della gestione complessiva del fondo. La leva fiscale e quella commissionale, come già è stato spiegato, operano attraverso un differimento temporale tra l'istante in cui la quota netta subisce il prelievo fiscale/commissionale e quello in cui il fondo paga effettivamente questi oneri ai relativi creditori; tale differimento genera un debito in capo al

3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

fondo e il debito a sua volta genera un effetto leva sui rendimenti netti.

Per converso, la leva "classica" opera quando il gestore prende intenzionalmente a prestito denaro da terzi. Stiamo ovviamente ipotizzando che il fondo possa indebitarsi. Si ricorda che nell'ambito della normativa italiana (ed europea) ciò è permesso solo per determinate finalità e con precisi limiti quantitativi.

Nonostante l'interesse teorico che questa estensione del modello originale di lordizzazione può eventualmente suscitare, si ritiene utile sottolineare che la formula "ufficiale" di lordizzazione (la (4)) prevede la sterilizzazione dei soli effetti fiscali dal momento che l'obiettivo del modello è quello di ripristinare adeguate condizioni di confrontabilità tra fondi soggetti alla fiscalità italiana e non.

Il modello per il calcolo della quota lorda può essere facilmente esteso anche ai fondi che prevedono la distribuzione dei proventi. La distribuzione dei proventi deliberata dalla Sgr ha luogo alla chiusura del giorno j e consiste nella decurtazione del patrimonio netto dell'importo P_j pro-quota che si desidera mettere in pagamento. Quindi al termine del giorno j il patrimonio netto è pari a $x_j N_j$ mentre il totale dei proventi messi in pagamento ammonta a $x_j P_j$.

Durante questo giorno le risorse complessive a disposizione del gestore passano da $x_j N_{j-1} + ST_{j-1}$ a $x_j(N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j$.

Ne segue che la formula modificata per tener conto della distribuzione dei proventi diventa:

$$L_j = L_{j-1} \frac{x_j(N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j}{x_j N_{j-1} + ST_{j-1}}$$

Si osservi che quando $P_j=0$ essa si riduce alla formula usuale. Vale inoltre la pena osservare che la distribuzione dei proventi avviene senza alterare il numero delle quote in essere al giorno j . L'eventuale gruppo di sottoscrittori che rinuncia alla distribuzione dei proventi a favore del loro reinvestimento fa semplicemente aumentare il numero delle quote in essere all'inizio del giorno $j+1$.

PARTE VI

DATI E STATISTICHE

2005 - Patrimonio

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio - Importi complessivi

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	140.012	144.067	156.847	166.023
AZ. ITALIA	18.380	17.924	18.681	17.451
AZ. AREA EURO	7.730	7.916	8.388	8.538
AZ. EUROPA	39.071	40.799	44.237	46.782
AZ. AMERICA	22.539	24.019	24.851	26.209
AZ. PACIFICO	14.780	15.039	17.207	20.422
AZ. PAESI EMERGENTI	6.613	7.179	9.227	10.666
AZ. PAESE	3.519	3.796	5.056	5.860
AZ. INTERNAZIONALI	16.050	16.313	16.999	17.819
AZ. ENERGIA E M.P.	806	845	1.165	1.155
AZ. INDUSTRIA	394	380	455	513
AZ. BENI CONSUMO	823	809	894	907
AZ. SALUTE	1.194	1.268	1.371	1.416
AZ. FINANZA	1.389	1.282	1.480	1.638
AZ. INFORMATICA	1.994	1.669	1.764	1.819
AZ. SERV. TELECOM.	490	399	431	380
AZ. SERV. PUBBL. UT.	131	158	175	183
AZ. ALTRI SETTORI	1.608	1.756	1.800	1.515
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.504	2.514	2.667	2.749
BILANCIATI	42.746	43.369	45.889	47.729
BILANCIATI AZIONARI	2.364	2.130	2.262	2.227
BILANCIATI	24.172	24.300	24.916	25.252
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	16.209	16.939	18.711	20.250
OBBLIGAZIONARI	271.452	281.650	292.065	290.008
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	100.494	100.028	102.518	98.583
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	68.036	71.616	75.402	75.302
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	10.261	11.209	11.584	10.897
OBBL. EURO HIGH YIELD	916	796	913	928
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	1.371	1.416	1.372	1.244
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.401	2.608	2.696	2.768
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	25	25	28	30
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	599	528	437	412
OBBL. INT.LI GOV.	10.477	10.805	11.193	11.414
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.659	1.635	1.617	1.571
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.134	1.072	1.109	1.071
OBBL. YEN	1.083	1.161	1.101	1.175
OBBL. PAESI EMERGENTI	4.250	4.908	5.014	5.666
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	35.372	35.514	36.207	36.623
OBBL. MISTI	23.936	25.421	27.368	28.569
OBBL. FLESSIBILI	9.438	12.909	13.506	13.754
FONDI DI LIQUIDITÀ	98.956	96.821	93.021	93.268
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	97.879	95.581	91.873	91.932
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	962	1.072	1.072	1.246
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	115	169	76	91
FLESSIBILI	16.656	17.864	20.431	23.584
FONDI HEDGE	15.519	17.433	18.959	19.767
TOTALE	585.341	601.204	627.213	640.381

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio - Dettaglio Fondi aperti

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	139.681	143.732	156.496	165.676
AZ. ITALIA	18.380	17.924	18.681	17.451
AZ. AREA EURO	7.730	7.916	8.388	8.538
AZ. EUROPA	39.070	40.798	44.237	46.782
AZ. AMERICA	22.539	24.019	24.851	26.209
AZ. PACIFICO	14.780	15.039	17.207	20.422
AZ. PAESI EMERGENTI	6.613	7.179	9.227	10.666
AZ. PAESE	3.519	3.796	5.056	5.860
AZ. INTERNAZIONALI	15.720	15.979	16.649	17.472
AZ. ENERGIA E M.P.	806	845	1.165	1.155
AZ. INDUSTRIA	394	380	455	513
AZ. BENI CONSUMO	823	809	894	907
AZ. SALUTE	1.194	1.268	1.371	1.416
AZ. FINANZA	1.389	1.282	1.480	1.638
AZ. INFORMATICA	1.994	1.669	1.764	1.819
AZ. SERV. TELECOM.	490	399	431	380
AZ. SERV. PUBBL. UT.	131	158	175	183
AZ. ALTRI SETTORI	1.608	1.756	1.800	1.515
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.504	2.514	2.667	2.749
BILANCIATI	41.842	42.414	44.878	46.641
BILANCIATI AZIONARI	2.364	2.130	2.262	2.227
BILANCIATI	23.549	23.636	24.210	24.515
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	15.928	16.648	18.405	19.900
OBBLIGAZIONARI	266.768	277.107	287.773	285.704
OBBL. EURO GOV. BREVET.	99.244	98.724	101.219	97.284
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	67.839	71.414	75.173	75.060
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	10.261	11.209	11.584	10.897
OBBL. EURO HIGH YIELD	916	796	913	928
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	1.371	1.416	1.372	1.244
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	2.401	2.608	2.696	2.768
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	25	25	28	30
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	599	528	437	412
OBBL. INT.LI GOV.	10.059	10.597	11.008	11.241
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.508	1.481	1.451	1.351
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.134	1.072	1.109	1.071
OBBL. YEN	1.083	1.161	1.101	1.175
OBBL. PAESI EMERGENTI	4.250	4.908	5.014	5.666
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	34.553	34.680	35.368	35.785
OBBL. MISTI	23.884	25.369	27.314	28.513
OBBL. FLESSIBILI	7.641	11.120	11.986	12.278
FONDI DI LIQUIDITÀ	96.898	94.843	90.668	90.251
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	95.821	93.603	89.520	88.914
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	962	1.072	1.072	1.246
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	115	169	76	91
FLESSIBILI	15.973	17.153	19.788	22.861
TOTALE	561.161	575.250	599.604	611.133

2005 - Patrimonio

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio - Dettaglio Fondi riservati

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	331	335	350	347
AZ. EUROPA	1	1	0	0
AZ. AMERICA	0	0	0	0
AZ. PACIFICO	0	0	0	0
AZ. INTERNAZIONALI	330	334	350	347
BILANCIATI	904	955	1.011	1.088
BILANCIATI	623	664	706	737
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	281	290	305	351
OBBLIGAZIONARI	4.684	4.543	4.292	4.304
OBBL. EURO GOV. BREVET.	1.250	1.304	1.299	1.299
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	197	201	229	242
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	0	0	0	0
OBBL. INT. LI GOV.	418	208	185	173
OBBL. INT. LI CORP. INV. GRADE	151	154	165	220
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	819	834	839	838
OBBL. MISTI	52	52	54	55
OBBL. FLESSIBILI	1.797	1.789	1.521	1.477
FONDI DI LIQUIDITA'	2.058	1.977	2.353	3.018
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	2.058	1.977	2.353	3.018
FLESSIBILI	683	711	643	723
TOTALE	8.661	8.521	8.650	9.480

VI
242**Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - patrimonio - Dettaglio Fondi hedge**

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
FONDI HEDGE	15.519	17.433	18.959	19.767
TOTALE	15.519	17.433	18.959	19.767

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - patrimonio - Dettaglio Fondi Italiani

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	74.008	73.112	77.393	78.812
AZ. ITALIA	14.126	13.830	14.456	13.594
AZ. AREA EURO	4.185	4.165	4.424	4.475
AZ. EUROPA	17.823	17.823	18.675	19.177
AZ. AMERICA	8.382	8.441	8.616	8.680
AZ. PACIFICO	7.693	7.516	8.543	9.904
AZ. PAESI EMERGENTI	3.448	3.549	4.286	4.748
AZ. PAESE	949	926	1.110	890
AZ. INTERNAZIONALI	12.158	11.935	12.280	12.694
AZ. ENERGIA E M.P.	285	311	392	350
AZ. INDUSTRIA	0	-	-	-
AZ. BENI CONSUMO	212	196	194	193
AZ. SALUTE	553	574	567	573
AZ. FINANZA	476	462	460	451
AZ. INFORMATICA	1.297	1.082	1.069	1.067
AZ. SERV. TELECOM.	232	222	217	175
AZ. SERV. PUBBL. UT.	0	-	-	-
AZ. ALTRI SETTORI	983	905	864	575
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.205	1.173	1.240	1.266
BILANCIATI	37.850	38.796	40.810	42.234
BILANCIATI AZIONARI	1.824	1.831	1.914	1.841
BILANCIATI	21.966	22.068	22.618	22.801
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	14.060	14.896	16.277	17.592
OBBLIGAZIONARI	172.753	175.824	179.285	173.590
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	78.958	78.903	80.052	75.631
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	28.536	30.083	30.862	30.340
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	6.802	7.064	7.060	6.510
OBBL. EURO HIGH YIELD	388	365	378	345
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	705	766	719	651
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.363	1.426	1.449	1.408
OBBL. INT.LI GOV.	6.843	6.620	6.553	6.067
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.507	1.505	1.484	1.435
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	188	175	192	200
OBBL. YEN	194	186	217	250
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.272	2.504	2.753	2.973
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	16.769	16.268	16.034	15.710
OBBL. MISTI	22.913	24.162	25.843	26.752
OBBL. FLESSIBILI	5.313	5.797	5.690	5.318
FONDI DI LIQUIDITÀ	81.090	78.744	75.050	73.831
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	81.065	78.697	74.984	73.792
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	25	48	66	38
FLESSIBILI	12.443	13.717	15.443	17.174
FONDI HEDGE	12.007	13.970	15.249	16.059
TOTALE	390.152	394.164	403.230	401.700

2005 - Patrimonio

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio - Dettaglio Fondi Roundtrip

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	49.188	52.307	57.536	62.506
AZ. ITALIA	3.545	3.324	3.476	3.144
AZ. AREA EURO	1.254	1.294	1.355	1.362
AZ. EUROPA	16.918	18.314	20.375	22.156
AZ. AMERICA	11.000	11.993	12.401	13.221
AZ. PACIFICO	5.686	5.948	6.603	8.130
AZ. PAESI EMERGENTI	2.155	2.465	3.139	3.667
AZ. PAESE	753	822	1.009	1.073
AZ. INTERNAZIONALI	2.863	3.273	3.493	3.808
AZ. ENERGIA E M.P.	359	335	467	490
AZ. INDUSTRIA	346	325	389	424
AZ. BENI CONSUMO	534	517	604	610
AZ. SALUTE	426	394	462	464
AZ. FINANZA	783	682	876	995
AZ. INFORMATICA	526	403	508	529
AZ. SERV. TELECOM.	175	79	107	102
AZ. SERV. PUBBL. UT.	83	94	78	78
AZ. ALTRI SETTORI	580	801	865	876
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.202	1.247	1.329	1.378
BILANCIATI	3.755	3.435	3.796	4.037
BILANCIATI AZIONARI	445	202	229	241
BILANCIATI	1.668	1.655	1.694	1.697
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.642	1.578	1.874	2.099
OBBLIGAZIONARI	82.145	87.297	92.446	94.312
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	18.395	17.858	18.998	19.325
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	35.289	36.572	38.980	39.371
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.458	3.106	3.369	3.295
OBBL. EURO HIGH YIELD	134	120	198	286
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	585	575	589	521
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	829	943	1.005	1.034
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	17	18	19	19
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	467	416	337	318
OBBL. INT.LI GOV.	2.610	2.840	3.075	3.491
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	75	69	74	79
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	822	828	853	807
OBBL. YEN	707	769	677	652
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.120	1.590	1.437	1.747
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	14.575	15.016	15.823	16.245
OBBL. MISTI	772	800	919	1.030
OBBL. FLESSIBILI	3.290	5.777	6.094	6.092
FONDI DI LIQUIDITÀ	13.037	13.359	13.636	14.256
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	12.443	12.735	13.005	13.642
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	594	623	631	615
FLESSIBILI	3.774	3.131	3.483	4.028
FONDI HEDGE	3.512	3.463	3.710	3.708
TOTALE	155.409	162.991	174.609	182.846

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio - Dettaglio Fondi Esteri

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005
AZIONARI	16.817	18.648	21.918	24.705
AZ. ITALIA	709	769	749	713
AZ. AREA EURO	2.290	2.457	2.609	2.701
AZ. EUROPA	4.330	4.662	5.187	5.449
AZ. AMERICA	3.157	3.584	3.833	4.308
AZ. PACIFICO	1.401	1.575	2.061	2.388
AZ. PAESI EMERGENTI	1.011	1.165	1.802	2.252
AZ. PAESE	1.817	2.048	2.936	3.897
AZ. INTERNAZIONALI	1.029	1.105	1.226	1.318
AZ. ENERGIA E M.P.	161	200	305	315
AZ. INDUSTRIA	48	56	66	88
AZ. BENI CONSUMO	77	96	96	105
AZ. SALUTE	215	300	343	378
AZ. FINANZA	130	138	143	191
AZ. INFORMATICA	170	183	187	223
AZ. SERV. TELECOM.	83	99	107	103
AZ. SERV. PUBBL. UT.	49	64	97	105
AZ. ALTRI SETTORI	44	50	71	64
AZ. ALTRE SPECIAL.	97	94	99	105
BILANCIATI	1.141	1.139	1.283	1.458
BILANCIATI AZIONARI	95	97	119	145
BILANCIATI	538	577	604	754
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	508	465	559	559
OBBLIGAZIONARI	16.554	18.529	20.334	22.107
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.140	3.267	3.468	3.628
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	4.212	4.960	5.560	5.591
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.001	1.039	1.156	1.092
OBBL. EURO HIGH YIELD	394	311	337	297
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	81	76	64	73
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	209	239	242	327
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	7	8	9	11
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	132	112	100	94
OBBL. INT.LI GOV.	1.024	1.345	1.565	1.856
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	77	60	59	57
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	123	70	64	63
OBBL. YEN	182	206	206	273
OBBL. PAESI EMERGENTI	858	814	825	946
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	4.028	4.230	4.350	4.668
OBBL. MISTI	251	459	606	787
OBBL. FLESSIBILI	835	1.335	1.722	2.345
FONDI DI LIQUIDITÀ	4.829	4.718	4.335	5.182
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	4.372	4.149	3.884	4.498
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	343	401	375	593
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	115	169	76	91
FLESSIBILI	439	1.016	1.505	2.382
TOTALE	39.780	44.050	49.375	55.834

2005 - Raccolta netta

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta netta - Importi complessivi

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	-870	-3.311	1.740	2.035	-405
AZ. ITALIA	477	-913	-472	-1.177	-2.085
AZ. AREA EURO	219	-136	-62	25	46
AZ. EUROPA	454	-319	419	413	967
AZ. AMERICA	-985	-39	173	418	-433
AZ. PACIFICO	253	-447	122	1.253	1.181
AZ. PAESI EMERGENTI	30	-106	744	730	1.398
AZ. PAESE	115	17	670	623	1.425
AZ. INTERNAZIONALI	-1.046	-1.037	-305	-226	-2.614
AZ. ENERGIA E M.P.	122	30	185	3	339
AZ. INDUSTRIA	6	1	39	19	65
AZ. BENI CONSUMO	0	-6	52	-15	30
AZ. SALUTE	24	16	62	6	108
AZ. FINANZA	-24	-54	123	70	116
AZ. INFORMATICA	-208	-124	8	-33	-358
AZ. SERV. TELECOM.	-88	-8	11	-36	-122
AZ. SERV. PUBBL. UT.	12	11	8	8	39
AZ. ALTRI SETTORI	-145	-130	-33	-64	-371
AZ. ALTRE SPECIAL.	-86	-67	-4	22	-135
BILANCIATI	-389	-500	1.212	1.165	1.488
BILANCIATI AZIONARI	-122	-90	20	-1	-194
BILANCIATI	-680	-833	-241	-189	-1.944
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	413	423	1.434	1.355	3.625
OBBLIGAZIONARI	5.518	6.084	7.562	-1.752	17.412
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-1.249	-39	521	-3.770	-4.537
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.014	3.410	3.411	150	8.985
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	848	766	332	-611	1.335
OBBL. EURO HIGH YIELD	125	-142	76	-20	39
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-25	-49	-54	-152	-280
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-75	7	88	50	70
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-4	-2	1	0	-5
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-131	-87	-95	-31	-344
OBBL. INT.LI GOV.	-265	-261	422	158	55
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	71	-56	-17	-42	-44
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-46	-90	31	-47	-151
OBBL. YEN	160	31	-25	97	263
OBBL. PAESI EMERGENTI	351	399	-3	587	1.334
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.007	-50	634	479	3.070
OBBL. MISTI	819	880	1.702	1.149	4.550
OBBL. FLESSIBILI	917	1.365	539	250	3.072
FONDI DI LIQUIDITÀ	-3.142	-3.670	-2.339	-257	-9.407
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-3.291	-3.748	-2.343	-314	-9.696
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	116	29	-1	100	245
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	33	49	4	-42	44
FLESSIBILI	2.211	643	2.091	2.828	7.774
FONDI HEDGE	1.112	2.141	567	646	4.466
TOTALE	4.440	1.388	10.834	4.665	21.327

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta netta - Dettaglio Fondi aperti

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	-938	-3.305	1.744	2.051	-447
AZ. ITALIA	477	-913	-472	-1.177	-2.085
AZ. AREA EURO	219	-136	-62	25	46
AZ. EUROPA	456	-319	420	413	970
AZ. AMERICA	-983	-39	173	418	-431
AZ. PACIFICO	255	-447	122	1.253	1.183
AZ. PAESI EMERGENTI	30	-106	744	730	1.398
AZ. PAESE	115	17	670	623	1.425
AZ. INTERNAZIONALI	-1.120	-1.031	-302	-210	-2.663
AZ. ENERGIA E M.P.	122	30	185	3	339
AZ. INDUSTRIA	6	1	39	19	65
AZ. BENI CONSUMO	0	-6	52	-15	30
AZ. SALUTE	24	16	62	6	108
AZ. FINANZA	-24	-54	123	70	116
AZ. INFORMATICA	-208	-124	8	-33	-358
AZ. SERV. TELECOM.	-88	-8	11	-36	-122
AZ. SERV. PUBBL. UT.	12	11	8	8	39
AZ. ALTRI SETTORI	-145	-130	-33	-64	-371
AZ. ALTRE SPECIAL.	-86	-67	-4	22	-135
BILANCIATI	-395	-502	1.202	1.121	1.427
BILANCIATI AZIONARI	-122	-90	20	-1	-194
BILANCIATI	-680	-833	-241	-191	-1.946
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	408	421	1.424	1.314	3.567
OBBLIGAZIONARI	5.183	6.283	7.838	-1.769	17.535
OBBL. EURO GOV. BREVET.	-789	-77	527	-3.771	-4.110
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	1.936	3.412	3.392	137	8.876
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	848	766	332	-611	1.335
OBBL. EURO HIGH YIELD	125	-142	76	-20	39
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	-25	-49	-54	-152	-280
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	-75	7	88	50	70
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-4	-2	1	0	-5
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-131	-87	-95	-31	-344
OBBL. INT.LI GOV.	-465	-43	445	170	107
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	68	-56	-28	-96	-112
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-46	-90	31	-47	-151
OBBL. YEN	160	31	-25	97	263
OBBL. PAESI EMERGENTI	351	399	-3	587	1.334
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.557	-50	634	478	2.619
OBBL. MISTI	819	880	1.702	1.149	4.550
OBBL. FLESSIBILI	853	1.383	815	292	3.344
FONDI DI LIQUIDITÀ	-3.729	-3.579	-2.697	-912	-10.916
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-3.878	-3.657	-2.700	-969	-11.204
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	116	29	-1	100	245
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	33	49	4	-42	44
FLESSIBILI	2.070	632	2.211	2.757	7.670
TOTALE	2.192	-471	10.298	3.249	15.269

2005 - Raccolta netta

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta netta - Dettaglio Fondi riservati

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	69	-6	-4	-16	42
AZ. EUROPA	-2	0	-1	0	-3
AZ. AMERICA	-2	0	0	0	-2
AZ. PACIFICO	-1	0	0	0	-1
AZ. INTERNAZIONALI	74	-6	-3	-16	49
BILANCIATI	6	1	10	43	60
BILANCIATI	0	0	0	3	3
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	6	1	10	41	58
OBBLIGAZIONARI	335	-198	-275	16	-123
OBBL. EURO GOV. BREVET.	-461	38	-6	1	-427
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	78	-1	19	13	109
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI GOV.	200	-217	-23	-12	-53
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	3	0	11	54	68
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	450	0	0	1	451
OBBL. MISTI	0	0	0	0	0
OBBL. FLESSIBILI	64	-18	-276	-42	-272
FONDI DI LIQUIDITÀ	587	-91	358	655	1.509
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	587	-91	358	655	1.509
FLESSIBILI	141	11	-120	72	103
TOTALE	1.136	-283	-32	770	1.592

VI
248**Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta netta - Dettaglio Fondi hedge**

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
FONDI HEDGE	1.112	2.141	567	646	4.466
TOTALE	1.112	2.141	567	646	4.466

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta netta - Dettaglio Fondi Italiani

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	-2.605	-3.903	-792	-1.465	-8.766
AZ. ITALIA	415	-645	-282	-798	-1.310
AZ. AREA EURO	70	-180	6	40	-64
AZ. EUROPA	-684	-776	-281	-489	-2.230
AZ. AMERICA	-703	-405	-100	-259	-1.468
AZ. PACIFICO	-282	-452	109	365	-260
AZ. PAESI EMERGENTI	-104	-215	201	170	53
AZ. PAESE	-35	-49	60	25	2
AZ. INTERNAZIONALI	-839	-884	-336	-366	-2.425
AZ. ENERGIA E M.P.	33	8	42	-19	64
AZ. INDUSTRIA	-1	-	-	-	-1
AZ. BENI CONSUMO	-22	-14	-10	-6	-52
AZ. SALUTE	-46	-16	-24	-5	-91
AZ. FINANZA	-35	-38	-26	-6	-104
AZ. INFORMATICA	-176	-91	-62	-50	-379
AZ. SERV. TELECOM.	-29	-19	-12	-15	-76
AZ. SERV. PUBBL. UT.	0	-	-	-	0
AZ. ALTRI SETTORI	-124	-101	-76	-51	-352
AZ. ALTRE SPECIAL.	-44	-26	0	-4	-74
BILANCIATI	-281	-347	960	880	1.212
BILANCIATI AZIONARI	-79	-75	3	-28	-180
BILANCIATI	-558	-740	-184	-234	-1.717
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	357	469	1.141	1.142	3.109
OBBLIGAZIONARI	326	1.596	1.593	-5.544	-2.030
OBBL. EURO GOV. BREVET.	-1.173	580	-433	-4.334	-5.360
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	-254	928	700	-447	926
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	618	169	-24	-510	253
OBBL. EURO HIGH YIELD	116	-28	6	-33	61
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	33	11	-52	-77	-85
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	-26	-54	33	-22	-70
OBBL. INT.LI GOV.	-505	-533	-30	-541	-1.610
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	66	-30	-20	-46	-31
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	11	-21	14	8	11
OBBL. YEN	3	-15	36	36	60
OBBL. PAESI EMERGENTI	171	102	178	193	644
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	152	-659	-172	-291	-969
OBBL. MISTI	830	714	1.491	885	3.920
OBBL. FLESSIBILI	286	432	-134	-363	220
FONDI DI LIQUIDITÀ	-3.165	-3.717	-2.366	-1.397	-10.646
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-3.169	-3.737	-2.384	-1.368	-10.660
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	4	20	18	-29	14
FLESSIBILI	1.994	1.037	1.375	1.591	5.997
FONDI HEDGE	1.033	2.181	456	677	4.347
TOTALE	-2.698	-3.153	1.224	-5.258	-9.885

2005 - Raccolta netta

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta netta - Dettaglio Fondi Roundtrip
 Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	940	31	1.032	2.282	4.284
AZ. ITALIA	35	-276	-93	-314	-647
AZ. AREA EURO	88	-19	-74	8	4
AZ. EUROPA	898	447	656	895	2.895
AZ. AMERICA	-343	127	93	403	280
AZ. PACIFICO	413	-39	-265	778	887
AZ. PAESI EMERGENTI	-7	61	158	269	482
AZ. PAESE	-44	7	105	28	97
AZ. INTERNAZIONALI	-54	-146	-35	144	-90
AZ. ENERGIA E M.P.	26	-6	68	27	116
AZ. INDUSTRIA	6	-4	40	5	47
AZ. BENI CONSUMO	20	-6	67	-12	68
AZ. SALUTE	22	-5	55	-11	61
AZ. FINANZA	9	-14	153	43	191
AZ. INFORMATICA	-4	-34	77	-2	37
AZ. SERV. TELECOM.	-49	-1	25	-4	-29
AZ. SERV. PUBBL. UT.	5	2	-21	1	-14
AZ. ALTRI SETTORI	-15	-30	25	-6	-26
AZ. ALTRE SPECIAL.	-67	-34	-2	29	-74
BILANCIATI	-227	-201	168	184	-77
BILANCIATI AZIONARI	-36	-15	0	4	-47
BILANCIATI	-128	-80	-43	-39	-290
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-63	-106	210	219	260
OBBLIGAZIONARI	3.389	3.017	4.330	2.135	12.871
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-585	-726	782	382	-148
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.920	1.878	2.161	633	6.592
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	189	586	244	-48	971
OBBL. EURO HIGH YIELD	-25	-14	24	56	41
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-37	-55	7	-82	-166
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-69	46	47	7	31
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-3	-1	1	0	-3
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-128	-81	-86	-27	-321
OBBL. INT.LI GOV.	87	113	238	426	865
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-3	-7	5	5	0
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-23	-20	17	-53	-78
OBBL. YEN	111	31	-69	-9	63
OBBL. PAESI EMERGENTI	173	386	-176	296	678
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.371	327	740	440	2.878
OBBL. MISTI	6	1	113	119	239
OBBL. FLESSIBILI	405	553	282	-10	1.230
FONDI DI LIQUIDITÀ	122	230	240	585	1.177
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	49	248	237	619	1.153
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	74	-18	3	-34	25
FLESSIBILI	12	-825	269	497	-47
FONDI HEDGE	79	-39	111	-31	120
TOTALE	4.316	2.211	6.150	5.652	18.328

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta netta - Dettaglio Fondi Esteri

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	796	562	1.501	1.218	4.077
AZ. ITALIA	26	9	-97	-66	-128
AZ. AREA EURO	61	63	6	-23	106
AZ. EUROPA	240	10	44	7	302
AZ. AMERICA	62	239	180	274	755
AZ. PACIFICO	123	44	278	110	555
AZ. PAESI EMERGENTI	141	47	384	290	863
AZ. PAESE	194	58	504	569	1.326
AZ. INTERNAZIONALI	-153	-7	66	-5	-99
AZ. ENERGIA E M.P.	63	28	75	-6	159
AZ. INDUSTRIA	0	5	-1	15	19
AZ. BENI CONSUMO	2	14	-5	3	15
AZ. SALUTE	48	37	32	21	138
AZ. FINANZA	2	-2	-4	33	28
AZ. INFORMATICA	-29	1	-7	19	-17
AZ. SERV. TELECOM.	-10	12	-1	-17	-17
AZ. SERV. PUBBL. UT.	7	10	29	6	52
AZ. ALTRI SETTORI	-6	1	18	-8	6
AZ. ALTRE SPECIAL.	24	-7	-2	-3	12
BILANCIATI	119	48	85	101	352
BILANCIATI AZIONARI	-7	0	17	23	33
BILANCIATI	6	-12	-14	84	63
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	120	60	83	-7	256
OBBLIGAZIONARI	1.802	1.472	1.640	1.657	6.571
OBBL. EURO GOV. BREVET.	509	108	172	182	971
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	349	605	550	-36	1.467
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	41	12	111	-53	111
OBBL. EURO HIGH YIELD	34	-100	46	-43	-63
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	-21	-6	-9	8	-29
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	20	15	8	65	109
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-1	-1	0	0	-2
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-2	-6	-10	-4	-22
OBBL. INT.LI GOV.	154	159	214	273	800
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	8	-19	-1	-1	-13
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-34	-49	0	-1	-84
OBBL. YEN	46	15	8	70	140
OBBL. PAESI EMERGENTI	7	-89	-5	99	12
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	484	281	66	331	1.161
OBBL. MISTI	-18	165	99	145	391
OBBL. FLESSIBILI	226	381	391	624	1.622
FONDI DI LIQUIDITÀ	-99	-183	-213	555	61
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-170	-258	-195	435	-189
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	38	27	-22	163	206
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	33	49	4	-42	44
FLESSIBILI	205	431	447	740	1.823
TOTALE	2.822	2.330	3.460	4.271	12.884

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Importi complessivi
 Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	28.802	22.873	36.313	26.849	114.837
AZ. ITALIA	2.695	1.759	1.601	1.206	7.261
AZ. AREA EURO	1.259	1.001	1.055	1.126	4.442
AZ. EUROPA	8.231	7.392	10.451	7.337	33.411
AZ. AMERICA	6.726	5.262	9.226	5.089	26.303
AZ. PACIFICO	3.809	2.965	5.549	4.624	16.946
AZ. PAESI EMERGENTI	1.977	1.420	2.942	2.381	8.720
AZ. PAESE	738	632	1.242	1.587	4.199
AZ. INTERNAZIONALI	1.665	1.085	1.247	1.673	5.670
AZ. ENERGIA E M.P.	290	225	495	291	1.301
AZ. INDUSTRIA	92	102	195	103	492
AZ. BENI CONSUMO	192	149	441	184	965
AZ. SALUTE	218	226	414	256	1.114
AZ. FINANZA	239	143	486	297	1.164
AZ. INFORMATICA	151	119	292	161	724
AZ. SERV. TELECOM.	88	60	125	78	351
AZ. SERV. PUBBL. UT.	47	66	138	64	315
AZ. ALTRI SETTORI	206	151	286	180	823
AZ. ALTRE SPECIAL.	179	117	127	213	635
BILANCIATI	2.641	2.666	3.402	4.524	13.233
BILANCIATI AZIONARI	86	76	164	193	518
BILANCIATI	994	933	989	1.558	4.474
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.561	1.657	2.250	2.774	8.241
OBBLIGAZIONARI	42.085	43.182	45.264	41.456	171.987
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	14.185	12.878	15.532	11.764	54.360
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	11.489	12.297	14.363	11.510	49.658
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.090	2.150	1.696	1.258	7.195
OBBL. EURO HIGH YIELD	315	132	155	193	795
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	222	261	208	187	878
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	405	456	428	441	1.730
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	1	3	3	8
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	51	121	30	30	233
OBBL. INT.LI GOV.	1.729	1.752	1.571	2.006	7.058
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	267	188	159	223	838
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	195	147	180	132	654
OBBL. YEN	374	249	203	190	1.016
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.287	1.199	828	1.333	4.647
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	5.424	5.853	4.788	6.403	22.468
OBBL. MISTI	2.466	2.549	2.837	3.338	11.189
OBBL. FLESSIBILI	1.583	2.949	2.282	2.446	9.260
FONDI DI LIQUIDITÀ	16.889	15.743	12.584	18.400	63.617
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	16.249	14.958	12.367	17.357	60.931
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	348	451	203	762	1.765
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	292	335	13	280	921
FLESSIBILI	3.862	2.924	3.550	4.866	15.201
FONDI HEDGE	1.819	2.813	1.557	1.506	7.696
TOTALE	96.098	90.201	102.670	97.602	386.572

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi aperti

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	28.718	22.868	36.297	26.843	114.726
AZ. ITALIA	2.695	1.759	1.601	1.206	7.261
AZ. AREA EURO	1.259	1.001	1.055	1.126	4.442
AZ. EUROPA	8.231	7.392	10.451	7.337	33.411
AZ. AMERICA	6.726	5.262	9.226	5.089	26.303
AZ. PACIFICO	3.809	2.965	5.549	4.624	16.946
AZ. PAESI EMERGENTI	1.977	1.420	2.942	2.381	8.720
AZ. PAESE	738	632	1.242	1.587	4.199
AZ. INTERNAZIONALI	1.581	1.080	1.231	1.667	5.558
AZ. ENERGIA E M.P.	290	225	495	291	1.301
AZ. INDUSTRIA	92	102	195	103	492
AZ. BENI CONSUMO	192	149	441	184	965
AZ. SALUTE	218	226	414	256	1.114
AZ. FINANZA	239	143	486	297	1.164
AZ. INFORMATICA	151	119	292	161	724
AZ. SERV. TELECOM.	88	60	125	78	351
AZ. SERV. PUBBL. UT.	47	66	138	64	315
AZ. ALTRI SETTORI	206	151	286	180	823
AZ. ALTRE SPECIAL.	179	117	127	213	635
BILANCIATI	2.634	2.665	3.392	4.475	13.166
BILANCIATI AZIONARI	86	76	164	193	518
BILANCIATI	994	933	989	1.556	4.472
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.555	1.655	2.240	2.727	8.176
OBBLIGAZIONARI	41.243	43.128	45.188	41.351	170.909
OBBL. EURO GOV. BREVET.	14.183	12.840	15.528	11.746	54.297
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	11.384	12.286	14.343	11.496	49.509
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.090	2.150	1.696	1.258	7.195
OBBL. EURO HIGH YIELD	315	132	155	193	795
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	222	261	208	187	878
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	405	456	428	441	1.730
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	1	3	3	8
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	51	121	30	30	233
OBBL. INT.LI GOV.	1.511	1.747	1.529	2.006	6.793
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	264	188	148	155	756
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	195	147	180	132	654
OBBL. YEN	374	249	203	190	1.016
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.287	1.199	828	1.333	4.647
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	4.974	5.853	4.788	6.402	22.017
OBBL. MISTI	2.466	2.549	2.837	3.338	11.189
OBBL. FLESSIBILI	1.520	2.949	2.282	2.442	9.193
FONDI DI LIQUIDITÀ	16.032	15.423	12.053	17.249	60.757
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	15.391	14.638	11.836	16.206	58.071
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	348	451	203	762	1.765
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	292	335	13	280	921
FLESSIBILI	3.690	2.889	3.504	4.743	14.827
TOTALE	92.317	86.973	100.434	94.661	374.384

2005 - Raccolta lorda

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi riservati

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	84	5	17	6	112
AZ. EUROPA	0	0	0	0	0
AZ. AMERICA	0	0	0	0	0
AZ. PACIFICO	0	0	0	0	0
AZ. INTERNAZIONALI	84	5	17	6	112
BILANCIATI	7	1	10	50	67
BILANCIATI	0	0	0	3	3
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	7	1	10	47	65
OBBLIGAZIONARI	843	54	76	105	1.079
OBBL. EURO GOV. BREVET.	3	38	4	18	63
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	105	11	20	14	150
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI GOV.	219	5	42	0	265
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	3	0	11	68	82
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	450	0	0	1	451
OBBL. MISTI	0	0	0	0	0
OBBL. FLESSIBILI	64	0	0	4	68
FONDI DI LIQUIDITÀ	858	320	531	1.151	2.860
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	858	320	531	1.151	2.860
FLESSIBILI	171	35	46	123	375
TOTALE	1.962	415	680	1.435	4.492

VI
254**Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi hedge**

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	Trimestre				Totale anno
	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	
FONDI HEDGE	1.819	2.813	1.557	1.506	7.696
TOTALE	1.819	2.813	1.557	1.506	7.696

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi Italiani

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	7.775	5.406	6.118	7.617	26.916
AZ. ITALIA	1.812	1.035	847	823	4.517
AZ. AREA EURO	423	260	305	385	1.374
AZ. EUROPA	1.442	1.234	1.433	1.527	5.637
AZ. AMERICA	901	786	762	893	3.342
AZ. PACIFICO	716	590	943	1.575	3.824
AZ. PAESI EMERGENTI	643	354	575	761	2.332
AZ. PAESE	156	127	198	265	746
AZ. INTERNAZIONALI	1.291	706	734	1.065	3.797
AZ. ENERGIA E M.P.	80	67	84	54	284
AZ. INDUSTRIA	0	-	-	-	0
AZ. BENI CONSUMO	9	8	9	7	33
AZ. SALUTE	31	59	35	44	168
AZ. FINANZA	24	20	15	32	92
AZ. INFORMATICA	78	43	49	59	229
AZ. SERV. TELECOM.	22	10	12	12	57
AZ. SERV. PUBBL. UT.	1	-	-	-	1
AZ. ALTRI SETTORI	75	50	59	41	225
AZ. ALTRE SPECIAL.	72	57	57	72	257
BILANCIATI	2.176	2.176	2.844	3.538	10.734
BILANCIATI AZIONARI	75	62	127	137	401
BILANCIATI	841	817	862	1.236	3.756
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.261	1.297	1.855	2.165	6.577
OBBLIGAZIONARI	22.747	19.839	17.460	16.809	76.855
OBBL. EURO GOV. BREVET.	10.061	9.107	7.494	6.329	32.991
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	4.004	3.944	3.547	3.345	14.840
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.450	955	757	561	3.724
OBBL. EURO HIGH YIELD	188	73	54	37	353
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	135	145	83	71	434
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	196	178	199	163	738
OBBL. INT.LI GOV.	1.057	550	680	544	2.832
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	240	174	138	180	732
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	36	22	24	28	110
OBBL. YEN	44	34	47	59	184
OBBL. PAESI EMERGENTI	595	480	398	579	2.052
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.655	1.118	1.024	1.172	4.968
OBBL. MISTI	2.405	2.256	2.559	3.010	10.230
OBBL. FLESSIBILI	679	805	456	728	2.667
FONDI DI LIQUIDITÀ	12.085	10.465	8.919	12.396	43.864
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	12.079	10.441	8.897	12.390	43.807
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	6	24	22	5	58
FLESSIBILI	3.266	2.171	2.490	3.067	10.994
FONDI HEDGE	1.610	2.564	1.301	1.252	6.728
TOTALE	49.659	42.621	39.132	44.679	176.091

2005 - Raccolta lorda

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi Roundtrip
 Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	16.347	13.532	24.860	13.600	68.338
AZ. ITALIA	713	621	661	336	2.331
AZ. AREA EURO	228	199	209	198	834
AZ. EUROPA	5.476	5.302	8.010	4.791	23.578
AZ. AMERICA	5.035	3.665	7.575	3.287	19.562
AZ. PACIFICO	2.700	2.072	4.033	2.413	11.218
AZ. PAESI EMERGENTI	880	718	1.687	900	4.185
AZ. PAESE	98	80	221	213	612
AZ. INTERNAZIONALI	201	173	245	418	1.037
AZ. ENERGIA E M.P.	128	81	302	123	635
AZ. INDUSTRIA	87	97	191	85	460
AZ. BENI CONSUMO	160	113	407	156	837
AZ. SALUTE	124	82	232	92	530
AZ. FINANZA	188	97	458	215	958
AZ. INFORMATICA	62	54	211	60	388
AZ. SERV. TELECOM.	41	22	81	44	189
AZ. SERV. PUBBL. UT.	20	25	95	30	169
AZ. ALTRI SETTORI	114	80	180	117	490
AZ. ALTRE SPECIAL.	93	49	61	122	325
BILANCIATI	279	366	385	681	1.711
BILANCIATI AZIONARI	9	6	7	20	43
BILANCIATI	108	81	72	170	431
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	162	280	305	490	1.237
OBBLIGAZIONARI	14.967	18.991	23.584	19.787	77.328
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.195	2.954	7.296	4.523	17.969
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	6.283	7.246	9.557	7.248	30.335
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	417	1.021	728	580	2.746
OBBL. EURO HIGH YIELD	20	28	29	120	196
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	72	86	115	80	353
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	164	233	170	202	768
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	1	1	2	5
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	29	112	26	21	188
OBBL. INT.LI GOV.	317	835	487	988	2.626
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	6	6	10	11	32
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	126	110	139	82	457
OBBL. YEN	313	207	143	123	786
OBBL. PAESI EMERGENTI	365	549	254	484	1.652
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.992	4.024	3.207	4.310	14.533
OBBL. MISTI	57	88	166	156	466
OBBL. FLESSIBILI	612	1.492	1.257	856	4.217
FONDI DI LIQUIDITÀ	3.041	3.198	2.826	3.644	12.709
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	2.838	3.044	2.718	3.500	12.100
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	203	155	108	143	609
FLESSIBILI	467	259	539	933	2.197
FONDI HEDGE	209	250	256	254	968
TOTALE	35.310	36.596	52.448	38.898	163.252

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Raccolta lorda - Dettaglio Fondi Esteri

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	4.680	3.934	5.336	5.633	19.583
AZ. ITALIA	170	104	92	47	413
AZ. AREA EURO	609	542	541	543	2.234
AZ. EUROPA	1.312	857	1.008	1.019	4.196
AZ. AMERICA	790	810	888	910	3.399
AZ. PACIFICO	393	303	572	636	1.905
AZ. PAESI EMERGENTI	454	348	680	721	2.203
AZ. PAESE	483	425	823	1.109	2.840
AZ. INTERNAZIONALI	173	206	268	189	836
AZ. ENERGIA E M.P.	83	77	109	113	382
AZ. INDUSTRIA	5	6	4	18	33
AZ. BENI CONSUMO	22	27	25	20	94
AZ. SALUTE	64	85	147	120	415
AZ. FINANZA	27	25	13	50	115
AZ. INFORMATICA	11	22	32	42	107
AZ. SERV. TELECOM.	26	27	32	21	106
AZ. SERV. PUBBL. UT.	26	41	44	34	145
AZ. ALTRI SETTORI	18	21	47	22	108
AZ. ALTRE SPECIAL.	14	10	10	19	52
BILANCIATI	186	124	174	305	788
BILANCIATI AZIONARI	2	8	29	35	74
BILANCIATI	45	36	55	151	287
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	139	80	89	119	427
OBBLIGAZIONARI	4.371	4.352	4.220	4.861	17.804
OBBL. EURO GOV. BREVET.	929	817	742	912	3.401
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	1.201	1.107	1.259	917	4.484
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	223	174	211	117	725
OBBL. EURO HIGH YIELD	107	31	72	37	246
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	15	31	10	35	91
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	45	45	59	76	224
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	0	0	2	0	2
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	22	9	5	9	45
OBBL. INT.LI GOV.	355	367	404	474	1.600
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	21	8	12	32	73
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	32	15	18	22	87
OBBL. YEN	18	9	13	7	46
OBBL. PAESI EMERGENTI	328	170	176	269	943
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	778	711	558	921	2.967
OBBL. MISTI	4	205	112	172	493
OBBL. FLESSIBILI	292	653	569	862	2.376
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.764	2.080	839	2.361	7.044
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	1.332	1.473	753	1.467	5.024
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	139	272	74	614	1.098
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	292	335	13	280	921
FLESSIBILI	128	494	522	866	2.010
TOTALE	11.129	10.984	11.090	14.025	47.229

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Importi complessivi

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	29.665	26.216	34.673	24.992	115.546
AZ. ITALIA	2.216	2.684	2.071	2.380	9.351
AZ. AREA EURO	986	1.129	1.116	1.118	4.349
AZ. EUROPA	7.761	7.742	10.049	6.985	32.537
AZ. AMERICA	7.708	5.313	9.075	4.811	26.907
AZ. PACIFICO	3.579	3.431	5.443	3.356	15.810
AZ. PAESI EMERGENTI	1.956	1.503	2.219	1.649	7.327
AZ. PAESE	637	604	592	946	2.779
AZ. INTERNAZIONALI	2.705	2.123	1.553	1.908	8.288
AZ. ENERGIA E M.P.	171	189	317	291	968
AZ. INDUSTRIA	87	102	155	84	428
AZ. BENI CONSUMO	192	154	388	199	934
AZ. SALUTE	210	211	357	247	1.025
AZ. FINANZA	261	207	364	229	1.061
AZ. INFORMATICA	350	246	285	197	1.078
AZ. SERV. TELECOM.	177	69	114	113	473
AZ. SERV. PUBBL. UT.	35	55	130	56	276
AZ. ALTRI SETTORI	351	281	319	245	1.196
AZ. ALTRE SPECIAL.	284	173	125	179	760
BILANCIATI	3.034	3.178	2.213	3.291	11.715
BILANCIATI AZIONARI	206	166	143	195	710
BILANCIATI	1.670	1.765	1.230	1.743	6.408
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.158	1.247	840	1.353	4.597
OBBLIGAZIONARI	37.020	37.408	38.121	43.404	155.954
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	15.520	12.929	15.104	15.506	59.060
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	9.540	9.072	11.126	11.482	41.220
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.260	1.395	1.388	1.873	5.916
OBBL. EURO HIGH YIELD	206	259	88	210	764
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	248	305	263	343	1.159
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	484	450	341	425	1.700
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	5	3	2	3	13
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	206	127	60	579
OBBL. INT.LI GOV.	1.989	2.011	1.140	1.814	6.954
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	197	244	176	265	882
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	240	237	149	179	805
OBBL. YEN	249	231	239	167	886
OBBL. PAESI EMERGENTI	938	803	834	757	3.332
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.623	6.065	4.235	5.896	19.820
OBBL. MISTI	1.637	1.634	1.166	2.204	6.641
OBBL. FLESSIBILI	698	1.564	1.741	2.220	6.223
FONDI DI LIQUIDITÀ	20.046	19.256	14.894	18.649	72.844
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	19.553	18.492	14.709	17.676	70.430
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	238	472	175	648	1.533
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	255	293	9	325	882
FLESSIBILI	1.770	2.299	1.493	2.074	7.636
FONDI HEDGE	707	672	990	860	3.230
TOTALE	92.243	89.029	92.384	93.270	366.925

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi aperti

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	29.650	26.205	34.652	24.970	115.477
AZ. ITALIA	2.216	2.684	2.071	2.380	9.351
AZ. AREA EURO	986	1.129	1.116	1.118	4.349
AZ. EUROPA	7.758	7.742	10.048	6.985	32.533
AZ. AMERICA	7.706	5.313	9.075	4.811	26.906
AZ. PACIFICO	3.578	3.431	5.443	3.356	15.809
AZ. PAESI EMERGENTI	1.956	1.503	2.219	1.649	7.327
AZ. PAESE	637	604	592	946	2.779
AZ. INTERNAZIONALI	2.695	2.112	1.533	1.886	8.226
AZ. ENERGIA E M.P.	171	189	317	291	968
AZ. INDUSTRIA	87	102	155	84	428
AZ. BENI CONSUMO	192	154	388	199	934
AZ. SALUTE	210	211	357	247	1.025
AZ. FINANZA	261	207	364	229	1.061
AZ. INFORMATICA	350	246	285	197	1.078
AZ. SERV. TELECOM.	177	69	114	113	473
AZ. SERV. PUBBL. UT.	35	55	130	56	276
AZ. ALTRI SETTORI	351	281	319	245	1.196
AZ. ALTRE SPECIAL.	284	173	125	179	760
BILANCIATI	3.033	3.178	2.213	3.285	11.708
BILANCIATI AZIONARI	206	166	143	195	710
BILANCIATI	1.670	1.765	1.230	1.743	6.408
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.157	1.247	840	1.346	4.590
OBBLIGAZIONARI	36.512	37.155	37.770	43.315	154.752
OBBL. EURO GOV. BREVET.	15.057	12.929	15.094	15.490	58.570
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	9.513	9.059	11.125	11.481	41.179
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.260	1.395	1.388	1.873	5.916
OBBL. EURO HIGH YIELD	206	259	88	210	764
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	248	305	263	343	1.159
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	484	450	341	425	1.700
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	5	3	2	3	13
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	206	127	60	579
OBBL. INT.LI GOV.	1.970	1.789	1.076	1.801	6.636
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	197	244	176	251	868
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	240	237	149	179	805
OBBL. YEN	249	231	239	167	886
OBBL. PAESI EMERGENTI	938	803	834	757	3.332
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.623	6.065	4.235	5.896	19.820
OBBL. MISTI	1.637	1.634	1.166	2.204	6.641
OBBL. FLESSIBILI	698	1.546	1.465	2.174	5.884
FONDI DI LIQUIDITÀ	19.776	18.845	14.720	18.152	71.493
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	19.283	18.081	14.536	17.179	69.079
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	238	472	175	648	1.533
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	255	293	9	325	882
FLESSIBILI	1.740	2.275	1.328	2.023	7.365
TOTALE	90.710	87.658	90.683	91.745	360.796

2005 - Riscatti

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi riservati

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	15	11	21	22	69
AZ. EUROPA	2	0	1	0	3
AZ. AMERICA	2	0	0	0	2
AZ. PACIFICO	1	0	0	0	1
AZ. INTERNAZIONALI	10	11	20	22	63
BILANCIATI	1	0	0	6	7
BILANCIATI	0	0	0	0	0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1	0	0	6	7
OBBLIGAZIONARI	508	253	352	89	1.201
OBBL. EURO GOV. BREVET.	463	0	10	17	490
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	26	12	1	1	40
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI GOV.	19	222	65	12	318
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0	0	0	14	14
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0	0	0	0	0
OBBL. MISTI	0	0	0	0	0
OBBL. FLESSIBILI	0	18	276	46	340
FONDI DI LIQUIDITÀ	271	411	173	496	1.351
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	271	411	173	496	1.351
FLESSIBILI	31	24	166	51	271
TOTALE	826	698	711	665	2.900

VI
260**Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi hedge**

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
FONDI HEDGE	707	672	990	860	3.230
TOTALE	707	672	990	860	3.230

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi Italiani

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	10.380	9.310	6.910	9.082	35.682
AZ. ITALIA	1.396	1.680	1.129	1.621	5.827
AZ. AREA EURO	353	440	300	345	1.438
AZ. EUROPA	2.126	2.010	1.714	2.016	7.867
AZ. AMERICA	1.604	1.191	863	1.152	4.810
AZ. PACIFICO	998	1.042	833	1.210	4.084
AZ. PAESI EMERGENTI	747	568	374	590	2.279
AZ. PAESE	191	175	138	240	744
AZ. INTERNAZIONALI	2.131	1.590	1.070	1.431	6.222
AZ. ENERGIA E M.P.	47	59	42	73	220
AZ. INDUSTRIA	1	-	-	-	1
AZ. BENI CONSUMO	31	22	19	13	85
AZ. SALUTE	77	75	59	49	260
AZ. FINANZA	59	58	41	38	196
AZ. INFORMATICA	254	134	111	109	608
AZ. SERV. TELECOM.	51	30	25	28	132
AZ. SERV. PUBBL. UT.	0	-	-	-	0
AZ. ALTRI SETTORI	198	152	136	91	577
AZ. ALTRE SPECIAL.	116	83	56	76	331
BILANCIATI	2.457	2.522	1.884	2.658	9.522
BILANCIATI AZIONARI	154	137	125	166	581
BILANCIATI	1.399	1.557	1.046	1.470	5.472
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	904	828	714	1.022	3.468
OBBLIGAZIONARI	22.421	18.244	15.868	22.352	78.885
OBBL. EURO GOV. BREVET.	11.234	8.527	7.926	10.663	38.351
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	4.259	3.016	2.847	3.792	13.914
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	832	786	781	1.071	3.470
OBBL. EURO HIGH YIELD	73	101	49	70	292
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	102	133	135	149	519
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	223	233	167	186	807
OBBL. INT.LI GOV.	1.563	1.083	710	1.085	4.442
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	174	204	158	227	763
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	26	43	11	20	99
OBBL. YEN	40	49	11	24	123
OBBL. PAESI EMERGENTI	424	378	220	387	1.409
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.502	1.777	1.196	1.463	5.937
OBBL. MISTI	1.575	1.542	1.069	2.125	6.311
OBBL. FLESSIBILI	393	373	590	1.091	2.447
FONDI DI LIQUIDITÀ	15.250	14.182	11.285	13.793	54.510
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	15.248	14.178	11.281	13.759	54.466
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	1	4	4	34	44
FLESSIBILI	1.272	1.134	1.115	1.476	4.997
FONDI HEDGE	577	383	846	575	2.381
TOTALE	52.357	45.774	37.908	49.936	185.976

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi Roundtrip

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	15.407	13.502	23.828	11.318	64.054
AZ. ITALIA	678	897	755	650	2.979
AZ. AREA EURO	139	218	283	190	830
AZ. EUROPA	4.578	4.855	7.354	3.896	20.683
AZ. AMERICA	5.378	3.538	7.482	2.884	19.282
AZ. PACIFICO	2.287	2.110	4.299	1.635	10.331
AZ. PAESI EMERGENTI	887	657	1.529	631	3.703
AZ. PAESE	143	73	116	185	515
AZ. INTERNAZIONALI	255	319	280	273	1.127
AZ. ENERGIA E M.P.	102	87	233	96	519
AZ. INDUSTRIA	81	101	151	80	413
AZ. BENI CONSUMO	141	120	341	169	770
AZ. SALUTE	101	87	178	102	469
AZ. FINANZA	179	111	304	172	767
AZ. INFORMATICA	66	88	134	62	350
AZ. SERV. TELECOM.	90	24	57	48	218
AZ. SERV. PUBBL. UT.	15	24	116	29	183
AZ. ALTRI SETTORI	129	110	155	122	516
AZ. ALTRE SPECIAL.	160	83	63	93	399
BILANCIATI	507	568	217	497	1.789
BILANCIATI AZIONARI	45	21	7	16	90
BILANCIATI	236	161	115	210	722
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	225	386	95	271	977
OBBLIGAZIONARI	11.578	15.974	19.254	17.652	64.458
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.780	3.681	6.515	4.140	18.116
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	4.363	5.368	7.396	6.615	23.743
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	227	435	484	628	1.775
OBBL. EURO HIGH YIELD	45	42	5	64	155
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	109	140	108	162	519
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	234	186	123	195	737
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	4	2	0	2	8
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	158	192	111	48	509
OBBL. INT.LI GOV.	230	722	248	562	1.762
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	9	13	5	5	32
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	149	130	121	135	535
OBBL. YEN	202	176	212	133	723
OBBL. PAESI EMERGENTI	192	164	430	188	973
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.620	3.697	2.466	3.871	11.655
OBBL. MISTI	50	87	53	37	227
OBBL. FLESSIBILI	207	939	974	867	2.986
FONDI DI LIQUIDITÀ	2.918	2.969	2.586	3.058	11.531
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	2.789	2.796	2.481	2.881	10.947
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	129	173	105	177	584
FLESSIBILI	455	1.084	270	436	2.244
FONDI HEDGE	130	289	144	285	848
TOTALE	30.994	34.385	46.298	33.246	144.924

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti - Dettaglio Fondi Esteri

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2005	2° trim 2005	3° trim 2005	4° trim 2005	Totale anno
AZIONARI	3.878	3.405	3.935	4.592	15.810
AZ. ITALIA	142	107	187	109	546
AZ. AREA EURO	494	471	533	582	2.080
AZ. EUROPA	1.056	878	980	1.073	3.987
AZ. AMERICA	725	583	731	776	2.815
AZ. PACIFICO	294	279	311	511	1.395
AZ. PAESI EMERGENTI	322	279	316	428	1.344
AZ. PAESE	303	356	338	522	1.520
AZ. INTERNAZIONALI	320	214	202	203	939
AZ. ENERGIA E M.P.	23	43	42	122	229
AZ. INDUSTRIA	5	1	5	3	14
AZ. BENI CONSUMO	21	12	28	17	79
AZ. SALUTE	32	49	120	96	296
AZ. FINANZA	23	38	19	19	98
AZ. INFORMATICA	30	25	40	26	120
AZ. SERV. TELECOM.	37	15	33	37	122
AZ. SERV. PUBBL. UT.	19	31	15	28	93
AZ. ALTRI SETTORI	24	19	29	31	103
AZ. ALTRE SPECIAL.	8	6	5	10	30
BILANCIATI	70	88	112	135	405
BILANCIATI AZIONARI	7	8	11	13	40
BILANCIATI	35	47	69	63	214
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	28	33	31	59	152
OBBLIGAZIONARI	3.021	3.190	3.000	3.400	12.611
OBBL. EURO GOV. BREVET.	506	722	662	703	2.593
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGOT.	918	688	883	1.074	3.563
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	200	174	123	174	671
OBBL. EURO HIGH YIELD	89	116	35	77	316
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	37	32	20	32	121
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGOT.	28	31	52	45	155
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	1	2	0	4
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	28	14	16	12	70
OBBL. INT.LI GOV.	196	207	182	167	751
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	13	27	13	33	86
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	66	64	17	24	171
OBBL. YEN	7	6	17	11	40
OBBL. PAESI EMERGENTI	323	261	184	182	950
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	501	591	573	563	2.229
OBBL. MISTI	12	5	44	42	103
OBBL. FLESSIBILI	98	252	177	263	789
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.878	2.105	1.023	1.797	6.803
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	1.516	1.518	947	1.036	5.016
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	108	295	66	437	905
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	255	293	9	325	882
FLESSIBILI	43	81	109	163	396
TOTALE	8.892	8.869	8.177	10.087	36.025

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Patrimonio *

Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	Italiani										Esteri^^										Tipologia giuridica				Domicilio		
	Roundtrip^					Roundtrip^					Esteri^^					Tipologia giuridica					Domicilio						
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale		Aperti	Hedge	Totale		Aperti	Riservati	Hedge	Totale		Aperti	Riservati	Hedge	Totale		Aperti	Italiani	Esteri	Totale				
dicembre-84	597			597		2.186		2.186		2.186		2.186		2.783			2.783		2.783	597	2.186	2.783	2.783				
dicembre-85	10.217			10.217		3.902		3.902		3.902		3.902		14.119			14.119		14.119	10.217	3.902	3.902	14.119				
dicembre-86	33.609			33.609		5.511		5.511		5.511		5.511		39.121			39.121		39.121	33.609	5.511	5.511	39.121				
dicembre-87	30.703			30.703		4.535		4.535		4.535		4.535		35.238			35.238		35.238	30.703	4.535	4.535	35.238				
dicembre-88	26.630			26.630		4.465		4.465		4.465		4.465		31.095			31.095		31.095	26.630	4.465	4.465	31.095				
dicembre-89	25.393			25.393		4.420		4.420		4.420		4.420		29.814			29.814		29.814	25.393	4.420	4.420	29.814				
dicembre-90	24.471			24.471		3.186		3.186		3.186		3.186		27.657			27.657		27.657	24.471	3.186	3.186	27.657				
dicembre-91	29.025			29.025		2.838		2.838		2.838		2.838		31.863			31.863		31.863	29.025	2.838	2.838	31.863				
dicembre-92	31.327			31.327		2.562		2.562		2.562		2.562		33.889			33.889		33.889	31.327	2.562	2.562	33.889				
dicembre-93	56.858			56.858		2.676		2.676		2.676		2.676		59.535			59.535		59.535	56.858	2.676	2.676	59.535				
dicembre-94	67.226			67.226		2.768		2.768		2.768		2.768		69.994			69.994		69.994	67.226	2.768	2.768	69.994				
dicembre-95	65.482			65.482		3.521		3.521		3.521		3.521		69.003			69.003		69.003	65.482	3.521	3.521	69.003				
dicembre-96	101.720			101.720		6.996		6.996		6.996		6.996		108.716			108.716		108.716	101.720	6.996	6.996	108.716				
dicembre-97	189.739			189.739		12.603		12.603		12.603		12.603		202.342			202.342		202.342	189.739	12.603	12.603	202.342				
dicembre-98	372.274			372.274		22.828		22.828		22.828		22.828		395.102			395.102		395.102	372.274	22.828	22.828	395.102				
dicembre-99	472.343	2.955		475.298		62.107		62.107		62.107		62.107		534.451	2.955		534.451		534.451	475.298	62.107	62.107	537.405				
dicembre-00	454.866	3.373		458.240		97.374		97.374		97.374	18.584	97.374		570.824	3.373		570.824		570.824	458.240	115.958	115.958	574.198				
dicembre-01	411.153	4.699	761	416.613		107.779		107.779		107.779	21.727	107.779		540.659	4.699	761	540.659		540.659	416.613	129.506	129.506	546.119				
dicembre-02	366.843	5.254	2.139	374.235		100.836	612	101.448		101.448	21.033	101.448		488.712	5.254	2.751	488.712		488.712	374.235	122.481	122.481	496.717				
dicembre-03	386.568	5.405	5.269	397.242		123.628	2.320	125.947		125.947	25.116	125.947		535.311	5.405	7.589	535.311		535.311	397.242	151.063	151.063	548.305				
dicembre-04	370.669	7.471	10.732	388.871		145.208	3.343	148.551		148.551	32.483	148.551		548.360	7.471	14.075	548.360		548.360	388.871	181.034	181.034	569.905				
dicembre-05	376.161	9.480	16.059	401.700		179.139	3.708	182.846		182.846	55.834	182.846		611.133	9.480	19.767	611.133		611.133	401.700	238.680	238.680	640.381				

* I dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR e non solo alle quote detenute dagli investitori "italiani". Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono al patrimonio detenuto dai soli investitori "italiani".

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero -Raccolta netta*
 Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	Italiani			Roundtrip^			Esteri^^			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri	Totale
1984	557			557	nd		nd				557			557	nd	557
1985	8.250			8.250	nd		nd				8.250			8.250	nd	8.250
1986	19.390			19.390	nd		nd				19.390			19.390	nd	19.390
1987	17			17	nd		nd				17			17	nd	17
1988	-6.691			-6.691	nd		nd				-6.691			-6.691	nd	-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623		-623				-4.060			-3.438	-623	-4.060
1990	438			438	-691		-691				-252			438	-691	-252
1991	2.743			2.743	-536		-536				2.207			2.743	-536	2.207
1992	383			383	-524		-524				-141			383	-524	-141
1993	17.281			17.281	-609		-609				16.672			17.281	-609	16.672
1994	13.121			13.121	-179		-179				12.942			13.121	-179	12.942
1995	-5.415			-5.415	937		937				-4.478			-5.415	937	-4.478
1996	29.967			29.967	3.138		3.138				33.105			29.967	3.138	33.105
1997	73.894			73.894	4.401		4.401				78.295			73.894	4.401	78.295
1998	161.534			161.534	5.530		5.530				167.065			161.534	5.530	167.065
1999	58.261	2.837		61.098	26.918		26.918				85.179	2.837		61.098	26.918	88.016
2000	-1.473	289		-1.184	36.108		36.108			nd	34.635	289		-1.184	36.108	34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117		18.117			nd	243	1.170	756	-15.948	18.117	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	4.661	178	4.839			384	-7.774	441	1.573	-10.983	5.223	-5.760
2003	7.704	-33	3.028	10.699	15.638	501	16.140			2.714	26.056	-33	3.529	10.699	18.853	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	13.525	822	14.347			5.858	-6.888	1.766	5.920	-19.407	20.205	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	18.209	120	18.328			12.884	15.269	1.592	4.466	-9.885	31.212	21.327

* I dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005, mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani".

Fondi comuni e Sicav aperti di diritto italiano e estero - Raccolta Lorda*
 Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	Italiani				Roundtrip [^]				Esteri ^{^^}				Tipologia giuridica				Domicilio		Totale
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri		
1984	560			560	nd		nd					560			560	nd	560		
1985	8.631			8.631	nd		nd					8.631			8.631	nd	8.631		
1986	23.927			23.927	nd		nd					23.927			23.927	nd	23.927		
1987	9.075			9.075	nd		nd					9.075			9.075	nd	9.075		
1988	3.217			3.217	nd		nd					3.217			3.217	nd	3.217		
1989	5.136			5.136	384		384					5.520			5.136	384	5.520		
1990	7.813			7.813	334		334					8.147			7.813	334	8.147		
1991	11.238			11.238	360		360					11.598			11.238	360	11.598		
1992	13.708			13.708	202		202					13.910			13.708	202	13.910		
1993	34.941			34.941	426		426					35.367			34.941	426	35.367		
1994	43.817			43.817	511		511					44.328			43.817	511	44.328		
1995	24.182			24.182	2.028		2.028					26.210			24.182	2.028	26.210		
1996	63.822			63.822	5.786		5.786					69.608			63.822	5.786	69.608		
1997	147.885			147.885	9.855		9.855					157.740			147.885	9.855	157.740		
1998	325.410			325.410	16.229		16.229					341.639			325.410	16.229	341.639		
1999	359.765	2.904		362.669	28.389		28.389					388.154	2.904		362.669	28.389	391.058		
2000	339.702	1.535		341.238	100.264		100.264				nd	439.967	1.535		341.238	100.264	441.502		
2001	219.249	2.834	781	222.865	97.191		97.191				nd	316.440	2.834	781	222.865	97.191	320.056		
2002	191.441	2.961	1.530	195.932	87.707	282	87.988	20.104				299.252	2.961	1.811	195.932	108.093	304.024		
2003	212.068	2.537	3.498	218.103	91.645	690	92.335	27.939				331.652	2.537	4.188	218.103	120.274	338.377		
2004	164.011	3.640	5.971	173.623	92.867	1.645	94.512	34.818				291.697	3.640	7.616	173.623	129.330	302.953		
2005	164.872	4.492	6.728	176.091	162.284	968	163.252	47.229				374.384	4.492	7.696	176.091	210.481	386.572		

*1 dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

^1 I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005, mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^1 I dati sui fondi Esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani". I dati non sono disponibili per tutti i prodotti facenti parte del campione, pertanto la differenza tra la raccolta lorda e i ricatti potrebbe non dare il valore di raccolta netta complessivo.

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - Riscatti*
 Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

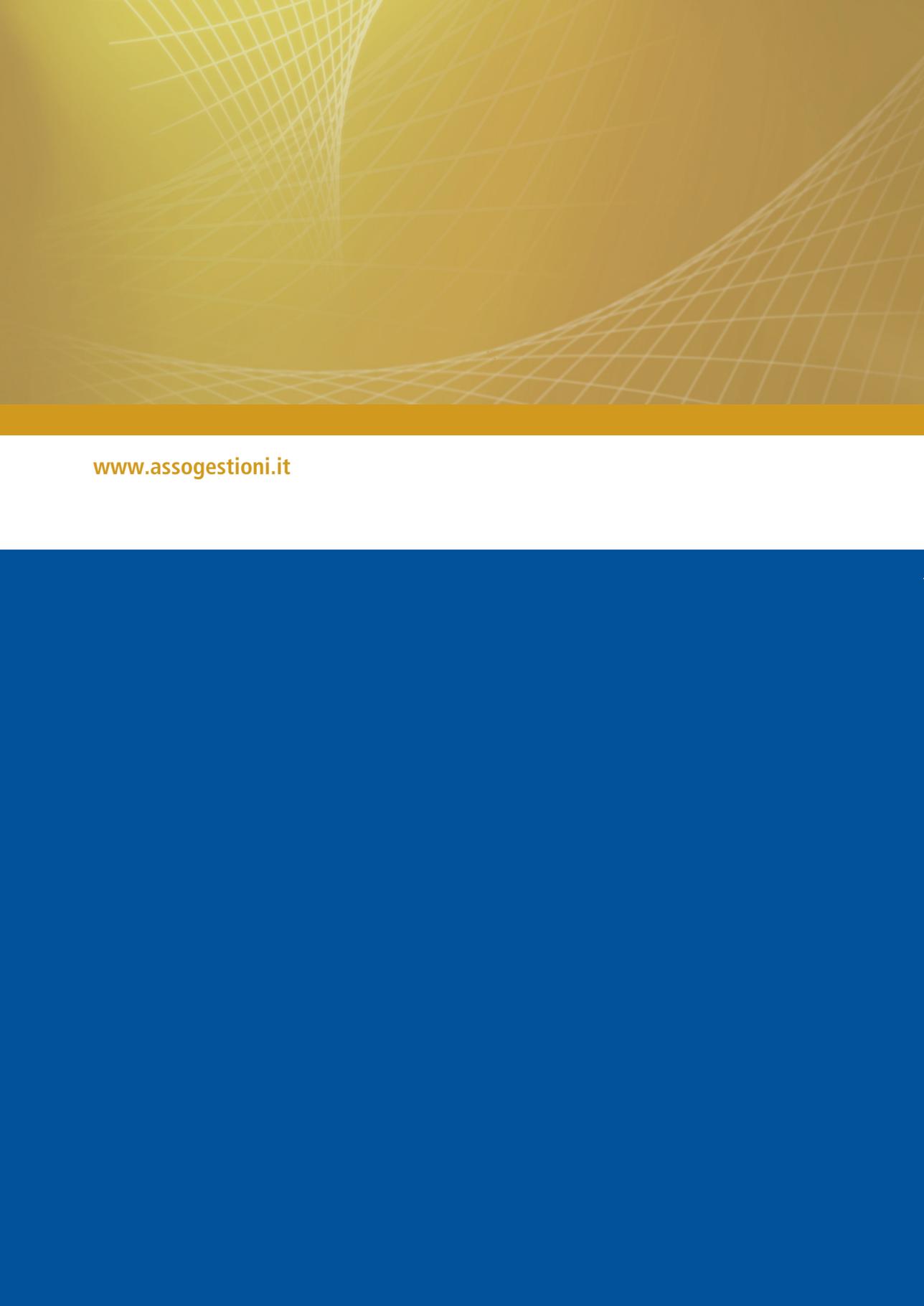
	Italiani			Roundtrip^			Esteri^^			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri	Totale
1984	3			3	nd	nd	nd				3			3	nd	3
1985	379			380	nd	nd	nd				380			380	nd	380
1986	4.537			4.537	nd	nd	nd				4.537			4.537	nd	4.537
1987	9.058			9.058	nd	nd	nd				9.058			9.058	nd	9.058
1988	9.908			9.908	nd	nd	nd				9.908			9.908	nd	9.908
1989	8.574			8.574	1.007		1.007				9.580			8.574	1.007	9.580
1990	7.375			7.375	1.025		1.025				8.400			7.375	1.025	8.400
1991	8.495			8.495	896		896				9.391			8.495	896	9.391
1992	13.325			13.325	726		726				14.051			13.325	726	14.051
1993	17.660			17.660	1.035		1.035				18.695			17.660	1.035	18.695
1994	30.697			30.697	690		690				31.386			30.697	690	31.386
1995	29.597			29.597	1.091		1.091				30.688			29.597	1.091	30.688
1996	33.855			33.855	2.648		2.648				36.504			33.855	2.648	36.504
1997	73.991			73.991	5.454		5.454				79.445			73.991	5.454	79.445
1998	163.875			163.875	10.699		10.699				174.574			163.875	10.699	174.574
1999	301.504	67		301.571	22.294		22.294				323.798	67		301.571	22.294	323.865
2000	341.175	1.247		342.422	64.156		64.156				405.332	1.247		342.422	64.156	174.574
2001	237.124	1.664	25	238.813	79.074		79.074				316.198	1.664	25	238.813	79.074	323.865
2002	204.260	2.519	135	206.914	83.046	103	83.149	19.488		238	306.794	2.519	238	206.914	102.637	309.551
2003	204.364	2.571	470	207.405	76.007	189	76.196	25.197		659	305.568	2.571	659	207.405	101.393	308.797
2004	190.283	1.874	873	193.030	79.342	823	80.164	28.917		1.696	298.542	1.874	1.696	193.030	109.082	302.112
2005	180.695	2.900	2.381	185.976	144.075	848	144.924	36.025		3.230	360.796	2.900	3.230	185.976	180.949	366.925

* I dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono ai riscatti dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 ai riscatti complessivi. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono ai riscatti detenuti dai soli sottoscrittori "italiani". I dati non sono disponibili per tutti i prodotti facenti parte del campione, pertanto la differenza tra la raccolta lorda e i riscatti potrebbe non dare il valore di raccolta netta complessivo.

Progetto grafico della copertina: Esseblu
Impaginazione: C&G Comunicazione
Finito di stampare in settembre 2006
Officina Grafica La Commerciale
Milano



www.assogestioni.it