



2000

Fondi comuni di investimento

Guida a dati
e statistiche

ASSOGESTIONI

Presentazione

L'edizione 2000 della Guida espone un panorama ragionato del sistema dei fondi comuni in Italia, alla luce delle significative trasformazioni avvenute nel corso del 1999. L'avvio dell'era dell'euro ha comportato per l'intera industria italiana del risparmio gestito modifiche normative e organizzative, una nuova classificazione dei fondi comuni e importanti questioni di natura strategica, di integrazione dei mercati, di sviluppo della concorrenza.

Nel corso del 1999 l'industria ha realizzato una forte crescita del collocamento dei prodotti presso i risparmiatori italiani.

La globalizzazione, l'andamento dei mercati finanziari e l'evoluzione della cultura finanziaria dell'intero paese hanno favorito un profondo processo di re-allocation dei portafogli dei risparmiatori italiani verso prodotti a più elevato contenuto azionario e più diversificati sui mercati internazionali.

Le SGR hanno ampliato la gamma complessiva dei prodotti offerti al pubblico e incrementato l'efficacia dei servizi di consulenza alla clientela. Ai fondi di diritto italiano e agli storici "lussemburghesi" si sono aggiunti fondi di diritto estero istituiti dagli intermediari italiani in altri paesi europei che hanno riscosso un rapido successo presso i sottoscrittori.

I risparmiatori italiani hanno avuto a disposizione strumenti più efficaci e più diversificati per investire il risparmio.

L'industria italiana del risparmio è cresciuta, è diventata più competitiva, rispondendo positivamente alle attese dei propri clienti.

Assogestioni è l'associazione delle società che svolgono attività di gestione del risparmio.

L'obiettivo strategico dell'industria del risparmio gestito e della sua associazione è favorire, nel quadro di un complessivo impegno a difesa del risparmiatore, condizioni di funzionalità e efficienza per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati finanziari in cui essa si realizza.

Assogestioni raccoglie, elabora e diffonde periodicamente dati statistici sul patrimonio, il portafoglio, le sottoscrizioni e i riscatti dei fondi comuni di investimento che vengono anche resi disponibili online, con tutte le informazioni aggiornate sul sistema fondi comuni, nel sito www.assogestioni.it

3	Cap 1	Propensione al risparmio e evoluzione dei comportamenti
7	Cap 2	L'evoluzione delle società di gestione del risparmio
13	Cap 3	Il trend internazionale del risparmio gestito
25	Cap 4	Fondi e Sicav gestiti da operatori italiani
33	Cap 5	Servizi e costi dei fondi comuni italiani
43	Cap 6	Il regime tributario dei fondi comuni
51	Cap 7	I sottoscrittori dei fondi comuni italiani
67	Cap 8	L'applicazione dei criteri di classificazione e le procedure di controllo
73	Cap 9	I benchmark adottati dai fondi comuni di diritto italiano
81	Cap 10	Gli standard globali di presentazione delle performance
85	Cap 11	La presentazione delle performance in Europa
91	Cap 12	Gli indici dei fondi comuni di investimento
101	Cap 13	Mappa del sito www.assogestioni.it
103		Dati e statistiche

PROPENSIONE AL RISPARMIO E EVOLUZIONE DEI COMPORTAMENTI

1.1 Fondi comuni di investimento e risparmio gestito in Italia

Alla fine del 1999 il patrimonio complessivamente gestito dai fondi comuni di investimento e dalle Sicav è pari a 537.405 milioni di euro, che costituiscono più del 20% delle attività finanziarie complessivamente detenute dalle famiglie italiane.

Nella dizione fondi comuni di investimento si comprendono i fondi di diritto italiano, i lussemburghesi storici e tutti i fondi di diritto estero istituiti da società di “provenienza” italiana. Tutti i dati del 1999 non riferiti all'universo dei fondi e delle Sicav sono stimati e non ancora definitivi.

Il peso dei fondi e delle Sicav è costantemente cresciuto fin dal 1990 assumendo, negli ultimi tre anni, connotati sorprendenti.

Confrontando i valori del patrimonio gestito a fine 1996 con i valori a fine 1999, la crescita dell'industria è stata del 370%. Il peso rispetto alle attività finanziarie delle famiglie è passato dal 6,23% al 21,24%.

Tra le componenti di una crescita così rilevante va certamente annoverato il favorevole andamento dei mercati azionari in questi ultimi anni. Si tenga tuttavia presente che la raccolta netta cumulata (dei fondi italiani) nel triennio 1997/1999 è stata pari a 296.526 milioni di euro. Tale valore rappresenta quasi l'80% della crescita nel patrimonio gestito durante lo stesso periodo.

Questi pochi numeri dipingono in modo sommario, ma efficace, il recente sviluppo dell'industria dei fondi e l'evoluzione che da essa ci si può attendere.

1.2 Risparmio gestito e attività finanziarie delle famiglie

Se i fondi comuni hanno recitato la parte più importante, l'intero settore del risparmio gestito è in una fase di cruciale trasformazione ed espansione.

Il valore stimato del risparmio gestito a fine 1999 è superiore a 1.000 miliardi di euro; mentre il peso sulle attività complessive delle famiglie è pari a circa il 40%.

In particolare, sia le gestioni patrimoniali individuali che le gestioni patrimoniali in fondi hanno costantemente rafforzato la propria posizione collocandosi al 12,35% delle attività delle famiglie italiane a fine 1999.

Un peso ancora marginale è quello dei fondi pensione, sebbene la loro posizione sia destinata a crescere in considerazione dell'inevitabile ridimensionamento che l'intervento statale avrà nella assistenza previdenziale. I modi e i tempi di questa crescita saranno in gran parte determinati dalla capacità delle Autorità competenti di creare una struttura normativa e fiscale in grado di incentivarne la crescita. In Tab 1.1 sono riportati i dati sul patrimonio gestito dagli investitori istituzionali italiani. I valori assoluti sono affiancati dai valori percentuali sul totale delle attività delle famiglie.

1.3 Tendenze evolutive dei fondi nel 1999

Il 1999 è stato un anno importante per l'industria italiana dei fondi, che ha visto i propri prodotti ricevere un crescente apprezzamento dalle scelte di investimento dei risparmiatori

Tab 1.1: Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali italiani (mil euro)
(valori assoluti e percentuali sul totale delle attività delle famiglie)

	1996	1997	1998	1999*
FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO E SICAV	109.019	202.882	395.102	537.405
Fondi comuni italiani	101.720	189.740	371.654	474.571
Fondi comuni lussemburghesi	6.996	12.603	19.748	30.385
Fondi/Sicav estere (italiane)			3.080	31.722
Sicav	304	540	620	727
Su tot. attiv. famiglie (in %)	6,23	9,84	16,87	21,24
GESTIONI PATRIMONIALI	134.580	193.912	280.026	312.456
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni	130.345	161.041	188.169	nd
Banche	96.821	134.515	191.029	219.784
Sim	27.196	59.397	88.997	86.963
Fiduciarie	10.564	nd	nd	nd
Su tot. attiv. famiglie (in %)	7,69	9,40	11,96	12,35
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	7,44	7,81	8,03	nd
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita	67.599	85.224	146.981	170.431
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	67.323	84.430	102.587	nd
Su tot. attiv. famiglie (in %)	3,86	4,13	6,28	6,73
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	3,84	4,09	4,38	nd
FONDI PENSIONE	51.081	53.757	59.316	61.975
Su tot. attiv. famiglie (in %)	2,92	2,61	2,53	2,45
TOTALE RISPARMIO GESTITO	362.280	535.775	881.424	1.082.267
Su tot. attiv. famiglie (in %)	20,69	25,94	37,56	42,77
TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE	1.751.155	2.065.628	2.346.768	2.530.639

* I dati relativi al 1999 sono provvisori ad eccezione delle informazioni sui fondi comuni di investimento e Sicav
Fonte: elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia

italiani. L'anno appena trascorso è stato tuttavia cruciale anche da un punto di vista "qualitativo", in virtù dei rapidi e incisivi fenomeni di trasformazione che ne hanno contraddistinto l'evoluzione. Sono due, in particolare, i fatti che hanno caratterizzato il 1999:

- 1 la crescita dei fondi di diritto estero istituiti da intermediari italiani rispetto ai fondi di diritto italiano;
- 2 il fenomeno di asset re-allocation a favore del comparto azionario e, nell'ambito del comparto azionario, dell'investimento nei mercati area euro-Europa a svantaggio dell'area Italia.

Entrambi i punti verranno estesamente affrontati nel corso dei successivi capitoli; vogliamo tuttavia anticipare, con alcuni numeri, quanto è accaduto.

1.4 Fondi di diritto italiano e estero

Alla fine del 1999 i fondi lussemburghesi storici e i fondi esteri istituiti da intermediari italiani gestiscono congiuntamente oltre 60.000 milioni di euro, a fronte dei circa 475.000 dei fondi italiani. Considerando, tuttavia, il valore di raccolta netta, tale è pari a 26.918 milioni di euro, vale a dire il 44% della raccolta netta dei fondi comuni nel 1999. La raccolta netta nei primi quattro mesi del 2000 è stata addirittura superiore a 13.000 milioni di euro. Il flusso netto dei fondi italiani nello stesso periodo è stato negativo per circa 2.000 milioni di euro. Sono pochi dati ma ben evidenziano quale sia

stato il flusso di risparmio italiano indirizzato a tali tipologie di investimento. Le ragioni di questo flusso sono molteplici; la componente più importante è sicuramente connessa ai notevoli vantaggi fiscali per i potenziali sottoscrittori e per le Società di gestione.

Tenuto conto che l'investimento in fondi si contraddistingue per un orizzonte temporale di medio/lungo termine e che la fedeltà degli investitori al prodotto fondo è generalmente alta, ci si può attendere che la tendenza riscontrata potrà essere confermata nell'immediato futuro, salvo che il quadro fiscale e normativo di riferimento non cambi.

1.5 Il processo di re-allocation

Per quanto attiene al fenomeno di asset re-allocation, ciò che ha decisamente sorpreso è stata la velocità con cui esso ha avuto luogo in relazione alla portata del cambiamento.

La Tab 1.2 confronta i valori di asset allocation azionaria/obbligazionaria degli ultimi 14 mesi. In poco più di un anno la percentuale di titoli obbligazionari presenti nel portafoglio dei fondi italiani si è ridotta di circa 18 punti percentuali. Considerando che la voce "altro" è diminuita di un ulteriore punto percentuale, la presenza della componente azionaria nel portafoglio dei fondi è quasi raddoppiata nello stesso periodo di tempo.

Con altrettanta rapidità, all'interno del comparto azionario, ha avuto luogo il riposizionamento degli investimenti dall'area Italia

Tab 1.2: Valori di asset allocation azionario/obbligazionario

asset primario	fine gennaio 1999	fine dicembre 1999	fine marzo 2000
Obbligazioni	69,86 %	58,63 %	52,03 %
Azioni	21,85 %	35,62 %	40,91 %
Altro	8,29 %	5,76 %	7,07 %

Tab 1.3: Valori di asset allocation per aree territoriali

asset allocation (mercato)	patr. gestito mil euro	patr. gestito % del totale	patr. gestito % totale azioni
Azioni area euro (ex Italia)	42.702	8,96	22,07
Azioni Italia	37.130	7,79	19,19
Azioni Nord America	34.840	7,31	18,01
Azioni Europa (ex euro)	28.732	6,03	14,85
Azioni Giappone	24.246	5,09	12,53

all'area euro-Europa. Nel corso del 1999 la categoria dei fondi azionari Europa è divenuta la categoria con il più alto patrimonio in gestione tra le categorie dei fondi azionari, relegando al secondo posto proprio la categoria dei fondi azionari Italia, che da sempre deteneva tale "primato".

Tenendo conto che una delle prerogative dell'investimento in fondi è la diversificazione del portafoglio, la tendenza appena evidenziata costituisce un positivo segnale di competitività dell'industria nell'adeguarsi ai mutamen-

ti in atto nei sistemi economici del continente. La Tab 1.3 confronta i valori di asset allocation implicita nelle scelte dei benchmark dei fondi italiani. I dati utilizzati sono provvisori e aggiornati al 31 marzo 2000.

In conclusione, entrambi i fenomeni analizzati evidenziano ancora una volta la flessibilità degli operatori del risparmio gestito in Italia e la loro rapida capacità di adattarsi alle mutevoli opportunità del mercato, recependo prontamente le nuove occasioni di business e le esigenze della domanda.

L'EVOLUZIONE DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

La nascita e lo sviluppo delle Società di Gestione del Risparmio (SGR) ha subito una forte accelerazione durante il 1999, a testimonianza della fecondità del modello disegnato dal Testo Unico della Finanza.

La SGR costituisce, dal luglio 1998, il veicolo societario deputato alla gestione per conto terzi di portafogli mobiliari e immobiliari. Tale entità è così regolamentata da un complesso organico di norme volte a tutelare il risparmiatore e a promuovere l'accentramento di tutte le attività del cosiddetto "asset management" che fino ad allora venivano svolte da diverse entità all'interno di un singolo gruppo finanziario.

2.1 Ruolo e funzioni delle SGR

La creazione di una SGR all'interno di un gruppo bancario o finanziario consente in primo luogo di razionalizzare i "processi produttivi" dell'asset management e quindi di sfruttare appieno le forti economie di scala che lo caratterizzano, in secondo luogo rafforza i presidi a tutela dell'investitore nel quadro dei possibili conflitti di interesse che le diverse attività di intermediazione finanziaria del gruppo potrebbero generare.

Le SGR nascono e crescono dunque sia per una ragione tipicamente economica, il contenimento dei costi e l'aumento della produttività, sia per una ragione che attiene alla specificità della prestazione di un servizio fiduciario, come quello della gestione dei patrimoni, che ha portato il legislatore alla costruzione di una identità giuridica autonoma, identità che non veniva soddisfacentemente individuata nell'ordinamento preesistente. Concretamente le

nuove SGR consentono di accentrare in un'unica entità aziendale sia la gestione collettiva dei fondi comuni aperti e chiusi e dei fondi pensione aperti sia la gestione di patrimoni su mandato, superando così la separatezza che aveva finora caratterizzato i due comparti dell'industria della gestione.

La società di gestione dei fondi comuni è stata in precedenza regolamentata sul principio della esclusività del proprio oggetto sociale, escludendo dunque la possibilità di accentrare gli altri prodotti e servizi tipici dell'asset management, servizi che per lungo tempo non hanno ricevuto un collocamento normativo soddisfacente nell'ambito del diritto dei mercati finanziari e di conseguenza nella struttura aziendale dei gruppi bancari.

2.2 SGR e sistema bancario

La spinta verso una crescita delle attività di gestione proviene inoltre e non secondariamente dai processi di fusione e acquisizione del sistema bancario.

Come già ricordato l'attività di asset management in generale e di fund management in particolare costituiscono un'industria con economie di scala elevatissime. La concentrazione risponde ad una logica ancora più diretta e incontestabile di quella che presiede alle fusioni nei servizi bancari: l'aumento di efficienza deriva contemporaneamente da un forte risparmio sui costi e da una marcata razionalizzazione degli schemi organizzativi, che, in un settore ad elevatissimo utilizzo di capitale umano, implica parimenti un forte aumento di produttività e qualità del servizio erogato.

2.3 I fattori competitivi

I dati che esemplificano l'evoluzione delle dimensioni, in Italia e in un contesto europeo, della nostra industria della gestione sono molto significativi. Nel 1997 una sola società italiana di gestione di fondi comuni si collocava tra le prime dieci in Europa per entità degli asset gestiti. Nel 1998 le società sono diventate due. Nel corso del 1999 siamo saliti a tre, collocando l'industria della gestione tra le poche industrie nazionali che non presentano debolezze strutturali nel confronto europeo. Nel 1997 le prime tre società di gestione di fondi detenevano il 32% del patrimonio, a fine 1999 le prime tre società sono arrivate a gestire il 51%. Se si prendono in considerazione le prime dieci società si passa del 70% del 1997 al 81% del 1999.

Sommando questa concentrazione delle quote di mercato con i tassi di crescita dell'industria nel suo complesso si delinea la dimensione del cambiamento a livello di singola società. La capacità di investire in sistemi informativi tecnologicamente avanzati e in formazione del capitale umano, in sintesi la capacità di aggiornare e di innovare il sistema ha subito un'identica accelerazione. Se ancora alcuni anni fa si poteva dubitare delle reali possibilità del sistema italiano di competere in questo settore, oggi la questione si sposta ad un livello più elevato e ci possiamo chiedere quando, anziché se, la nostra industria comincerà ad espandersi in

altri paesi dell'Unione europea.

Oggi una delle caratteristiche vincenti della gestione consiste nella capacità di armonizzare e integrare la consulenza alla vendita con la gestione del prodotto. Questa integrazione riflette il modello italiano maggiormente di quanto non accade per altri paesi e in altri sistemi. L'integrazione tra consulente e gestore può generare un forte valore aggiunto per il risparmiatore in quanto i consulenti hanno accesso alla ricerca e alle informazioni degli analisti e dei gestori e contemporaneamente consente un contenimento dei costi di commercializzazione.

Tradizionalmente l'evoluzione dell'industria del risparmio gestito si è misurata sulla base di un singolo prodotto, il fondo comune aperto armonizzato di diritto italiano. Dall'inizio del 1999 la raccolta dei dati è stata estesa ai fondi di diritto estero promossi da gestori italiani per dare conto del fenomeno di internazionalizzazione e di arbitraggio fiscale e regolamentare che i nostri gestori, di pari passo con la loro crescita, stanno rapidamente realizzando, come negli altri paesi di più lunga tradizione finanziaria.

A partire dall'inizio del 2001 i dati raccolti da Assogestioni verranno estesi dunque ad una gamma più ampia di prodotti e servizi, comprendente sia i fondi pensione aperti sia le gestioni individuali sia i fondi armonizzati di diritto estero promossi da gestori stranieri e commercializzati in Italia.

Tab 2.1: Patrimonio gestito e quota di mercato delle Società di Gestione
(al 30 dicembre 1999)

		patrimonio (mil euro)	% quota di mercato
1	Sanpaolo IMI	93.924	17,48
	Sanpaolo Imi Asset Management SGR	48.523	9,03
	Fonditalia	21.615	4,02
	Sanpaolo International Fund	14.465	2,69
	Interfund	5.950	1,11
	Fideuram Fondi	2.993	0,56
	International Securities Fund	240	0,04
	Fideuram Fund	138	0,03
2	Gruppo Banca Intesa	77.242	14,37
	Intesa Asset Management SGR	76.596	14,25
	Eurobridge	646	0,12
3	Unicredito Italiano	72.169	13,43
	Gesticredit	25.079	4,67
	Rolofond	14.457	2,69
	Fondinvest Risparmio	12.163	2,26
	Gestiveneto	11.369	2,12
	Europlus	5.573	1,04
	Plurifond	2.386	0,44
	Capital Italia	1.140	0,21
	Gestiveneto Luxembourg	2	0,00
4	Arca	37.346	6,95
5	Gruppo Comit	34.561	6,43
	Comit Asset Management SGR	29.557	5,50
	Comit Gestioni	3.548	0,66
	Prontofund	1.456	0,27
6	Gruppo Banca Roma	23.645	4,40
	Romagest	22.803	4,24
	Rominvest	827	0,15
	MC Gestioni	15	0,00
7	Gruppo BIPOP	22.062	4,11
	Cisalpina	17.462	3,25
	Azimut Gestione Fondi	4.601	0,86
8	Gruppo Monte dei Paschi di Siena	20.376	3,79

Capitolo 2

		patrimonio (mil euro)	% quota di mercato
	Ducato Gestioni	17.641	3,28
	Gigest	2.736	0,51
9	Gruppo Deutsche Bank	18.993	3,53
	Deutsche Bank	10.017	1,86
	Finanza & Futuro Fondi SGR	8.685	1,62
	DWS Investment	291	0,05
10	Gruppo BNL	18.576	3,46
	BNL Gestioni SGR	17.092	3,18
	BNL Global Funds PLS	1.484	0,28
11	Eptafund	12.254	2,28
12	Gestiele Asset Management SGR	10.690	1,99
13	Bipiemme Gestioni SGR	10.252	1,91
14	Gruppo RAS	9.591	1,78
	Ras Asset Management SGR	9.193	1,71
	Ras Asset Management LUX	398	0,07
15	Capitalgest	7.530	1,40
16	Gruppo Generali	7.466	1,39
	Primegest	3.131	0,58
	Fondi Alleanza	3.004	0,56
	Prime Merrill Funds	795	0,15
	Prime Lipper Europe Fund	537	0,10
17	Gruppo Mediolanum	7.221	1,34
	Mediolanum International Fund LTD	3.694	0,69
	Mediolanum Gestione Fondi	3.527	0,66
18	Euromobiliare Asset Managemet SGR	6.896	1,28
19	Aureo Gestioni SGR	6.607	1,23
20	Gruppo Banca Popolare di Novara	5.914	1,10
	Sogepo	5.243	0,98
	Novara Acquilone SICAV	672	0,13
21	Banco di Napoli Asset Management SGR	5.432	1,01
22	Gruppo Banca Sella	5.045	0,94
	Gestnord Fondi SGR	4.790	0,89
	Sella Global Strategy SICAV	254	0,05
	Sella Sicav Lux.	1	0,00
23	Gruppo Banca Popolare di Lodi	4.859	0,90
	Fondicri	3.918	0,73

		patrimonio (mil euro)	% quota di mercato
	Bipielle Asset Management SGR	724	0,13
	Italfortune	217	0,04
24	Ing Investment Management Italia SGR	4.453	0,83
25	Gruppo Ersel	3.320	0,62
	Sogersel	3.197	0,59
	Globersel	123	0,02
26	Zurich Investments SGR	3.223	0,60
27	Grifogest	1.719	0,32
28	Fidagest	1.153	0,21
29	Spazio Finanza Fondi	1.077	0,20
30	Royal & Sunalliance Fondi	769	0,14
31	Symphonia SICAV	727	0,14
32	BS Getifond SGR	512	0,10
33	Credit Suisse Asset Management SGR	437	0,08
34	Sai Investimenti	427	0,08
35	Anima SGR	289	0,05
36	Bim Intermobiliare SGR	259	0,05
37	Euroconsult Gestioni Fondi	157	0,03
38	Zenit SGR	75	0,01
39	G4 Gestione Fondi	62	0,01
40	Effe Gestioni	56	0,01
41	Alpi Fondi	15	0,00
42	Gesti-re	15	0,00
43	Consultinvest Fondi	12	0,00
	TOTALE	537.405	100,00

IL TREND INTERNAZIONALE DEL RISPARMIO GESTITO

L'andamento dell'industria dei fondi comuni nei diversi paesi europei e il confronto tra Europa e Stati Uniti descrivono la profonda evoluzione avvenuta nel risparmio gestito. I dati analizzati si riferiscono a Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Inghilterra, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Olanda, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Spagna, Svezia, Svizzera e Ungheria. La realtà europea è stata messa a confronto con quella degli Stati Uniti per evidenziarne differenze o peculiarità. I dati presentati derivano dalla rielaborazione delle informazioni fornite dall'Investment Company Institute (ICI) e dalla Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI). La serie storica si

riferisce alla fine di ciascun anno per il periodo dicembre 1993-1999. Per Irlanda e Lussemburgo sono stati utilizzati gli ultimi dati disponibili, risalenti al dicembre 1997 e al dicembre 1998 rispettivamente. I valori sono stati convertiti in euro al tasso di cambio dell'anno di riferimento.

3.1 Le tendenze del risparmio gestito in Europa

L'industria della gestione del risparmio in Europa, nel corso del 1999, è cresciuta del 33%, il più elevato incremento annuale registrato dal 1993. Il patrimonio totale gestito dall'industria dei fondi comuni ha superato a fine anno i 3.109 miliardi di euro. Una così

Fig 3.1: Patrimonio gestito in Europa (mld euro)

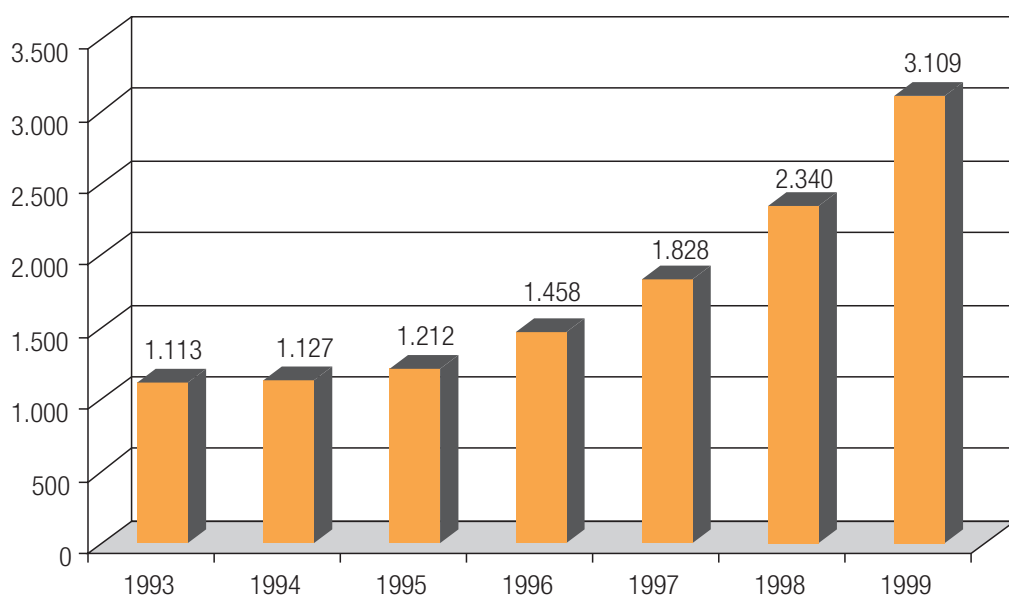


Fig 3.2: Evoluzione del patrimonio dei fondi azionari e obbligazionari (mld euro)

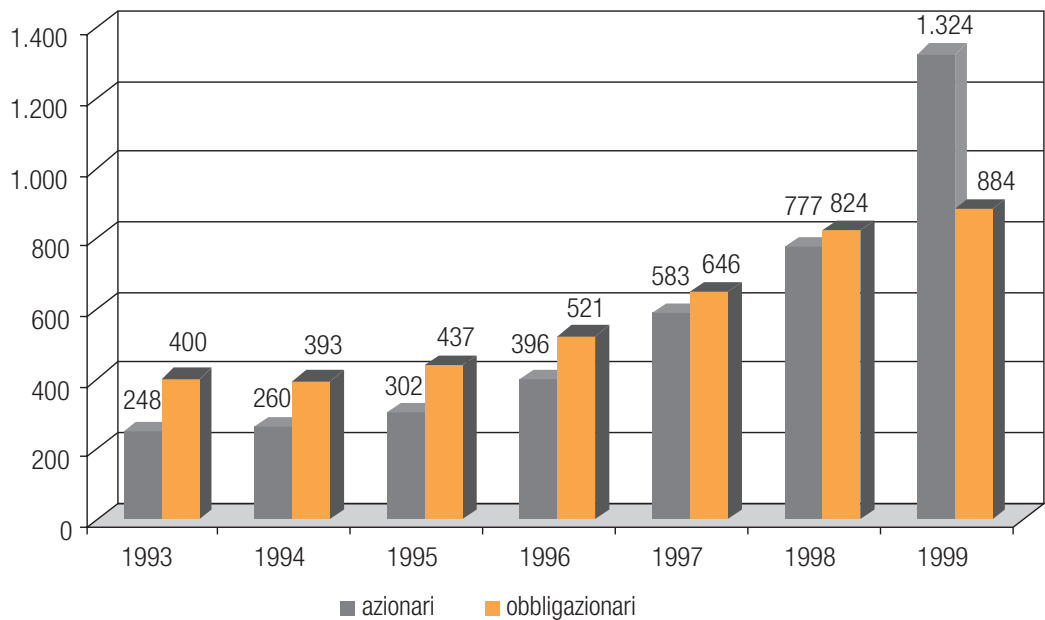
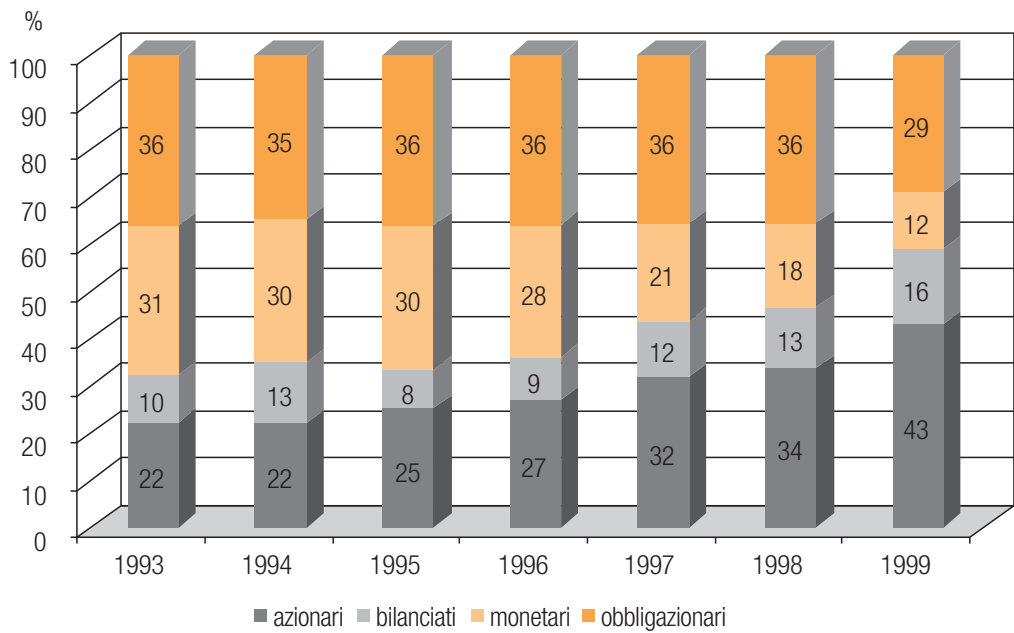


Fig 3.3: Ripartizione del patrimonio gestito per tipologia



rilevante crescita è dovuta in larga parte ai fondi azionari il cui patrimonio a fine anno ha raggiunto i 1.300 mld di euro, con un incremento del 70% rispetto all'anno precedente. Per la prima volta (Fig 3.2) il patrimonio investito in fondi azionari supera quello investito in fondi obbligazionari, che a fine anno ammontava a 883,9 mld di euro, con una crescita rispetto all'anno precedente del 7%. A fine 1999 i fondi azionari contribuiscono per il 43% al patrimonio totale gestito, mentre nel 1998 rappresentavano il 34% del totale e nel 1993 contribuivano per il 22% (Fig 3.3). Insieme fondi azionari e fondi bilanciati gestivano a fine 1999 il 59% del patrimonio totale. Altre due indicazioni generali vengono dall'analisi dei dati europei del 1999:

- il declino della quota di patrimonio investito in fondi monetari
- la crescita della popolarità presso gli inve-

stitori verso i fondi bilanciati che conseguono una crescita nell'anno del 60%.

3.2 La crescita del patrimonio dei fondi azionari in Europa

La crescita del patrimonio dei fondi azionari in Europa può essere attribuita a due fattori:

- una crescita dei valori dei mercati azionari che hanno accresciuto il valore degli investimenti collocati in azioni. Il patrimonio investito in fondi azionari si è dunque valutato molto per la crescita degli indici dei mercati azionari
- i fondi azionari hanno attratto la maggior parte della nuova raccolta netta. Questo effetto è evidente anche considerando solo alcuni paesi europei.

La Tab 3.1 compara la raccolta netta in fondi azionari con quella in fondi obbligazionari.

Tab 3.1: Raccolta netta (mil euro)

paesi	fondi azionari	fondi obbligazionari
Finlandia	1.323	474
Germania	19.346	1.839
Inghilterra	12.525	9.263
Italia	32.104	2.457
Norvegia	873	-118
Spagna	5.393	-14.626

Tab 3.2: Fondi azionari (mil euro)

paesi	raccolta netta	incremento del patrimonio	raccolta/incremento patrimonio
Finlandia	1.323	3.031	44%
Germania	19.346	61.239	32%
Inghilterra	12.525	96.045	13%
Italia	32.104	72.729	44%
Norvegia	873	4.568	19%
Spagna	5.393	14.612	37%

La Tab 3.2 compara per gli stessi paesi la raccolta netta in fondi azionari con il patrimonio gestito. Tale rapporto offre una indicazione sul contributo del flusso di raccolta netta in fondi azionari sulla crescita del patrimonio gestito.

3.3 Il risparmio gestito nei diversi paesi europei

Alla fine di dicembre 1999, erano operativi in Europa 21.823 fondi che gestivano un patrimonio di 3.109.609 milioni di euro. La Fig 3.4 riporta il patrimonio gestito dai fondi dei diversi paesi. Come si nota l'Italia si collocava al terzo posto come massa di ammontare gestito, o al secondo, dopo la Francia, se si considera che il Lussemburgo, in un numero elevato di casi, offre soltanto la sede amministrativa ai fondi, mentre la gestione vera e propria e il collocamento avviene in paesi diversi dell'Unione

Europea. Nel 1996 l'Italia si collocava soltanto al sesto posto nella graduatoria delle masse amministrare.

Il patrimonio gestito dai fondi dei paesi appartenenti all'area europea è in continua crescita. Il tasso medio di crescita annuale nel 1998 è stato del 28,2% e quello dell'ultimo anno è salito al 34%. La Fig 3.5 evidenzia i tassi di crescita dei diversi paesi europei: un tasso di crescita più accentuato si riscontra per i paesi in cui il peso del risparmio gestito è rimasto sotto-dimensionato rispetto a quelli in cui la tradizione all'investimento in questo prodotto finanziario è più consolidata.

Alla fine del 1999, mediamente ogni fondo europeo gestiva circa 142 milioni di euro. I valori medi relativi ai singoli paesi sono riportati in Fig 3.6. In Italia ogni singolo fondo gestiva valori notevolmente più elevati, pari mediamente a circa 580 milioni di euro.

Fig 3.4: Patrimonio gestito nei diversi paesi europei (mil euro)

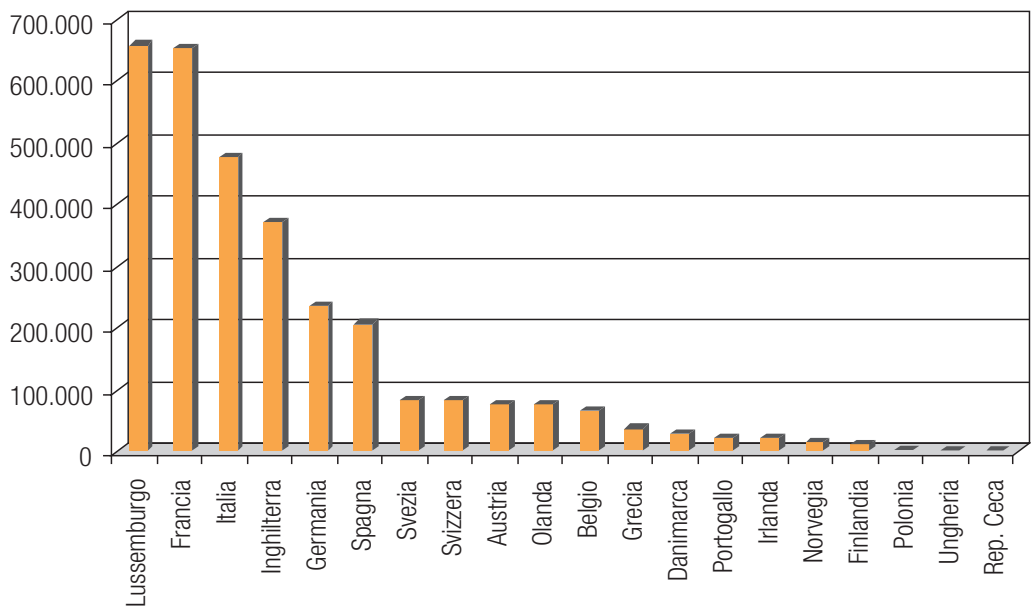


Fig 3.5: Tasso % di crescita registrato nel 1999 nei paesi europei

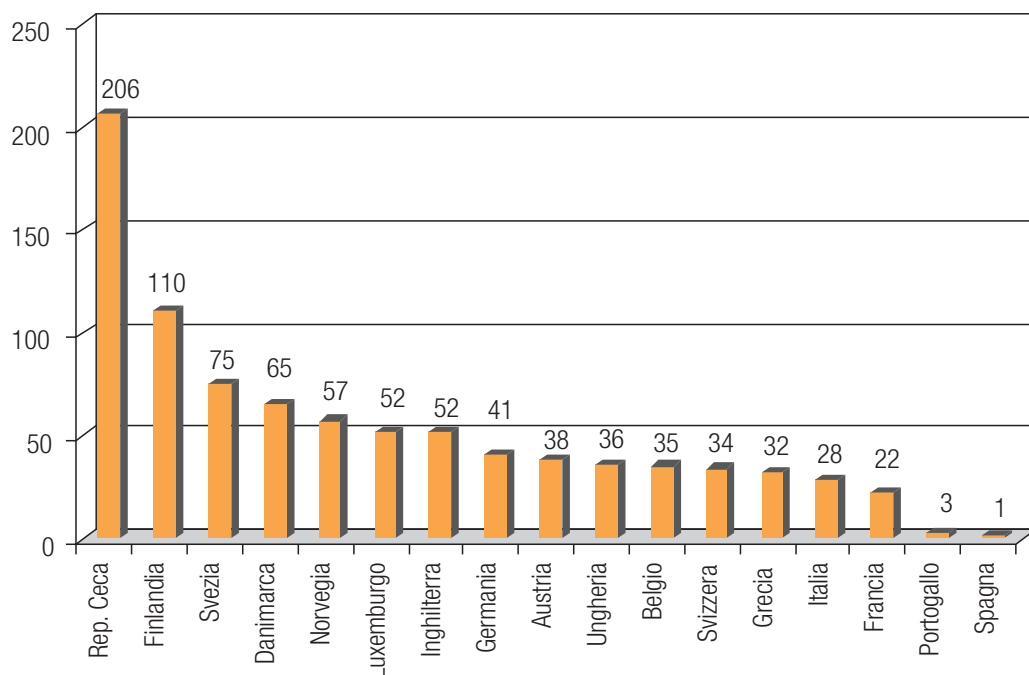
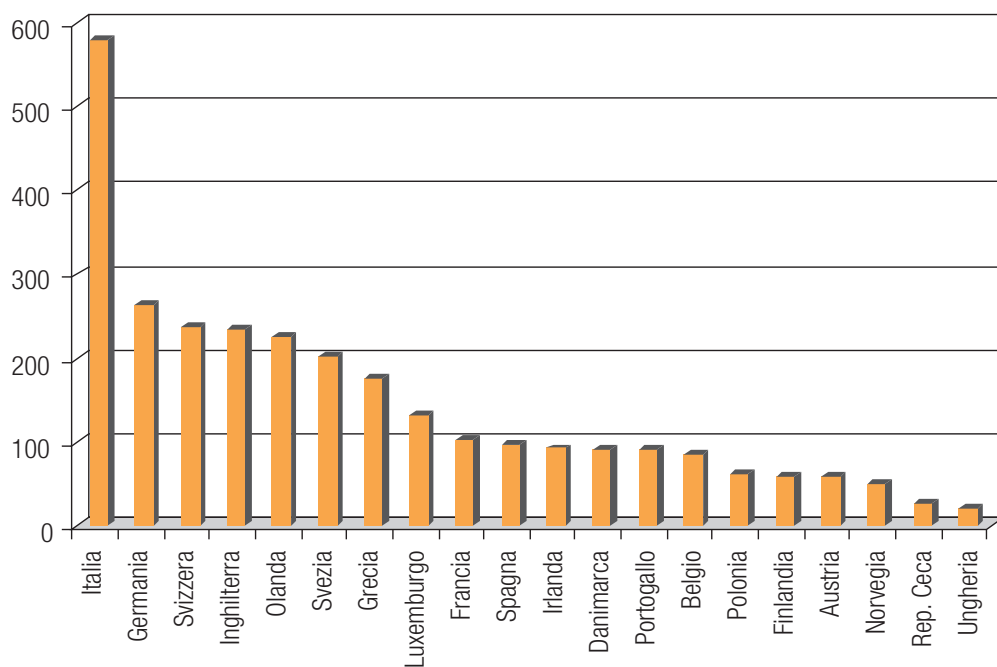


Fig 3.6: Patrimonio medio per fondo nei paesi europei (mil euro)



3.4 Le tipologie di fondi

Le caratteristiche degli investimenti effettuati dai risparmiatori si possono osservare tramite la ripartizione del patrimonio gestito nelle diverse categorie di appartenenza.

Negli ultimi anni si è rilevato un aumento graduale e continuo della quota dei risparmi destinata a fondi caratterizzati da profili di rischio/rendimento più elevati.

Le risorse allocate presso i fondi azionari sono cresciute costantemente: erano il 22% del patrimonio gestito totale nel 1993 e sono risultate il 43% nel 1999. Quelle allocate in fondi bilanciati sono cresciute dal 9% del 1993 al 16% di fine 1999.

A fine dicembre 1999, il patrimonio media-

mente investito complessivamente dai fondi europei era, come abbiamo visto, così suddiviso: 43% nei fondi azionari, 29% nei fondi obbligazionari, 16% nei fondi bilanciati e 12% nei fondi monetari (Fig 3.3).

Culture finanziarie e propensioni al rischio restano tuttavia notevolmente diverse nei diversi paesi (Fig 3.7-3.11).

In Inghilterra c'è una maggior concentrazione degli investimenti sui fondi azionari, che rappresentavano a fine '99 circa l'80% del patrimonio complessivo; in Ungheria e in Austria circa il 60% delle risorse investite era destinato ai fondi obbligazionari; Repubblica Ceca e Irlanda presentano invece un elevato peso dei fondi bilanciati; la Polonia ha la più elevata percentuale in fondi monetari.

Fig 3.7: Percentuale del patrimonio investito in fondi azionari

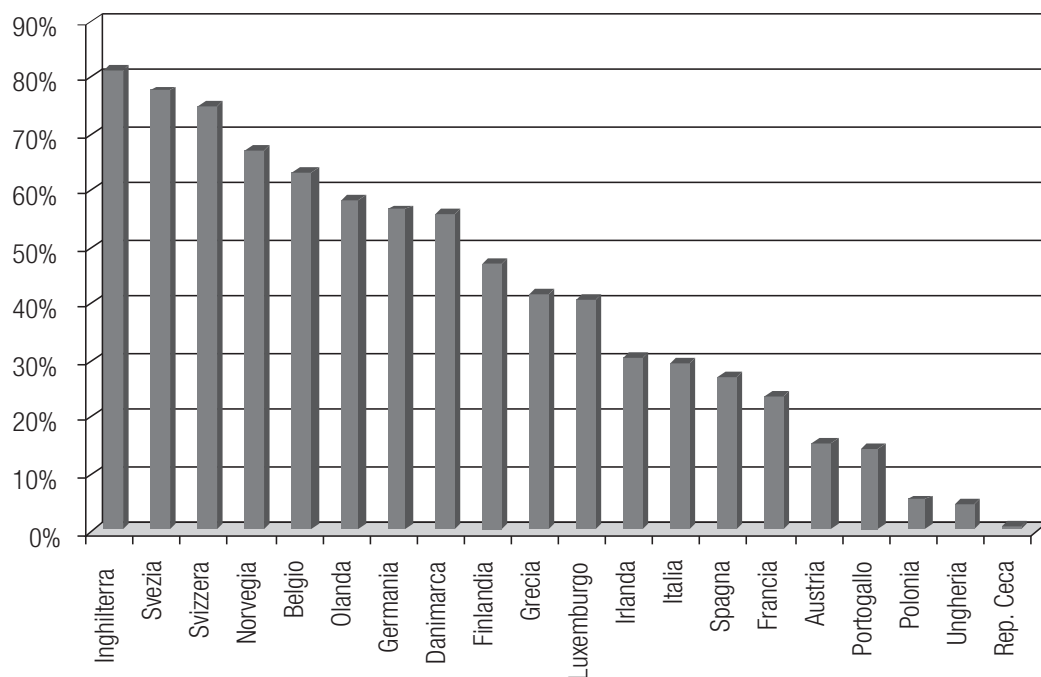


Fig 3.8: Percentuale del patrimonio investito in fondi obbligazionari

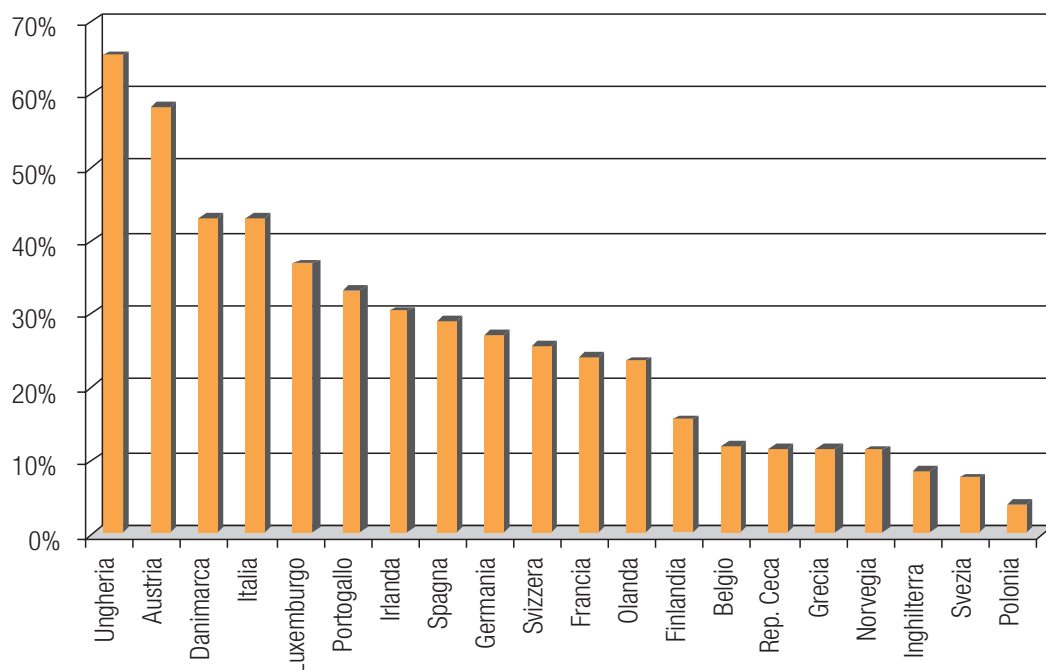


Fig 3.9: Percentuale del patrimonio investito in fondi bilanciati

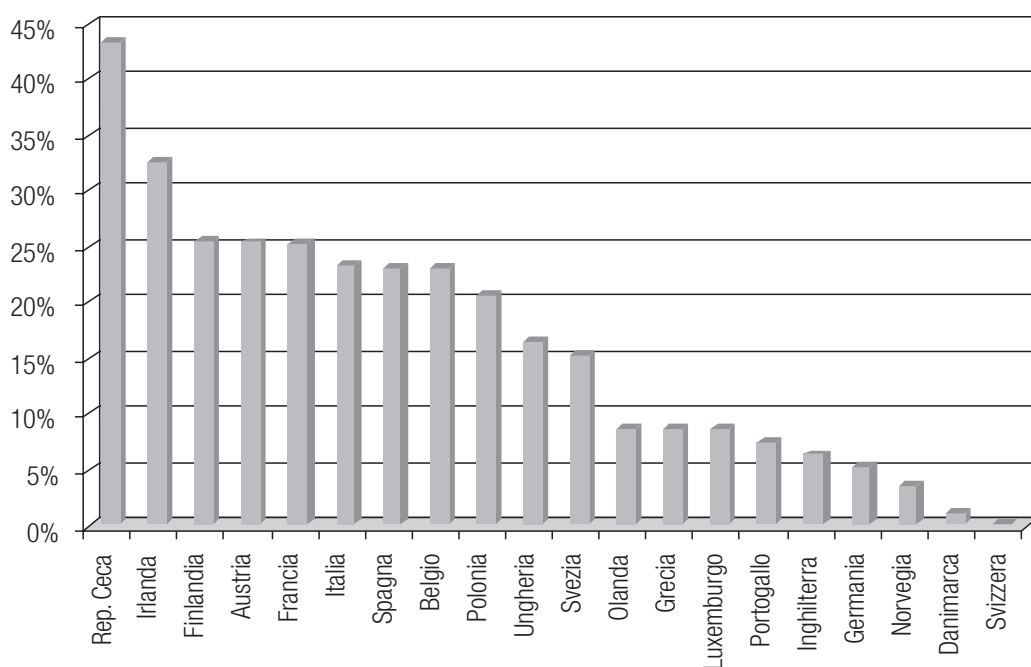


Fig 3.10: Percentuale del patrimonio investito in fondi monetari

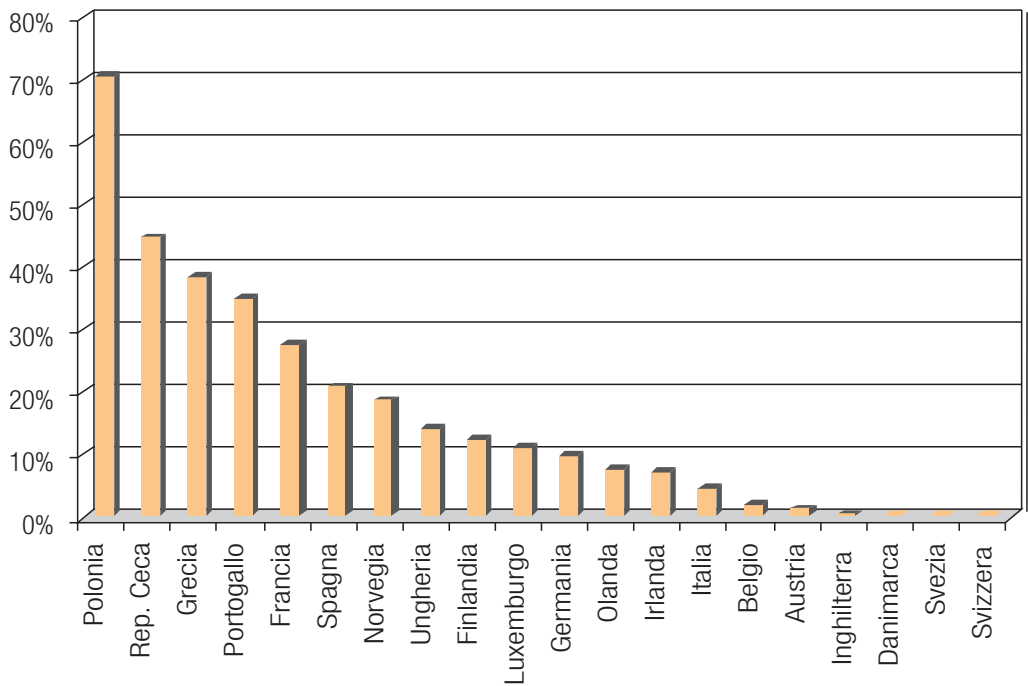
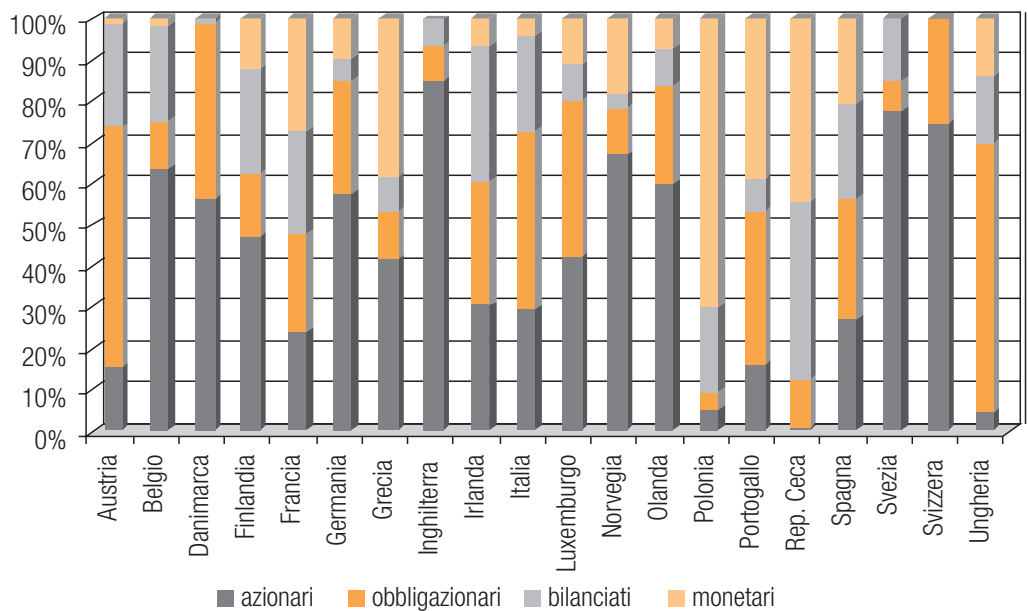


Fig 3.11: Ripartizione del patrimonio per tipologia



3.5 Il risparmio gestito in Europa e negli Stati Uniti

Il risparmio affidato all'industria dei fondi comuni di investimento in Europa, seppure in crescita, è comunque ancora lontano da quello registrato negli Stati Uniti. Alla fine del 1999, gli Stati Uniti evidenziano un patrimonio circa doppio rispetto a quello gestito nei paesi europei (Fig 3.12).

Per quanto riguarda il numero di fondi disponibili sul mercato si rileva una tendenza opposta: l'Europa offre ben 21.823 fondi, un numero tre volte superiore rispetto a quello degli Stati Uniti (Fig 3.13).

Ogni fondo statunitense gestisce mediamente risorse sei volte superiori rispetto a quelle dei fondi europei (Fig 3.14). Tuttavia in Europa le singole realtà nazionali sono caratterizzate da valori tra loro differenti: l'Italia con 580 milioni di euro gestiti mediamente per fondo è il paese che più si avvicina ai valori statunitensi.

Le differenze tra Europa e Stati Uniti non riguardano esclusivamente il peso assunto dall'industria e il numero di prodotti presenti sul mercato, ma si riferiscono anche alla diversa propensione al rischio dei risparmiatori. Negli Stati Uniti i sottoscrittori dividono principalmente il loro portafoglio tra investimenti caratterizzati da un profilo di rendimento/rischio elevato, come i fondi azionari, e investimenti con profili di rendimento/rischio molto bassi, come i fondi monetari (Fig 3.15). I primi infatti rappresentano il 56,4% del patrimonio complessivo dei fondi, mentre i secondi il 23,4%; le rimanenti categorie dei fondi obbligazionari e bilanciati rappresentano rispettivamente il 13,9 e il 6,3%.

In Europa, invece, le sottoscrizioni sono suddivise prevalentemente tra fondi azionari (42,6%) e obbligazionari (28,4%), mentre l'investimento in fondi bilanciati e monetari è pari al 15,5% e al 12,1%.

In questi ultimi anni, si sono profondamente

Fig 3.12: Evoluzione del patrimonio in Europa e Stati Uniti (mil euro)

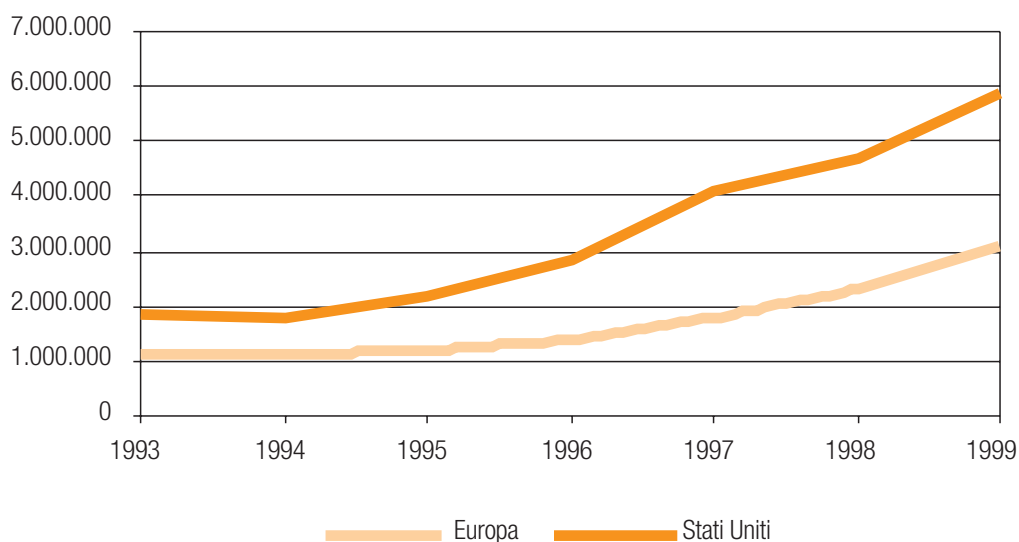


Fig 3.13: Evoluzione del numero di fondi in Europa e Stati Uniti

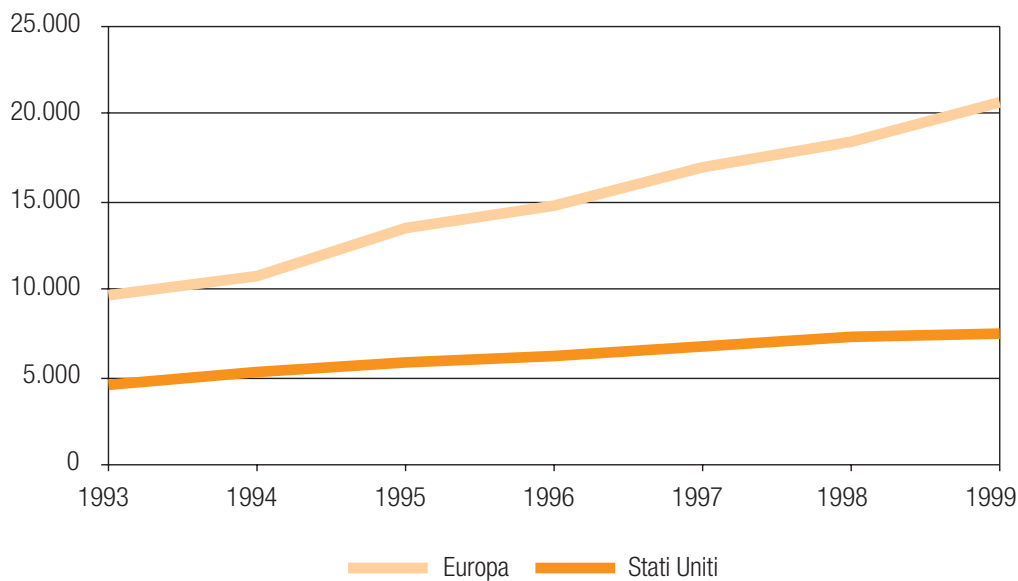


Fig 3.14: Evoluzione del patrimonio medio in Europa e Stati Uniti (mil euro)

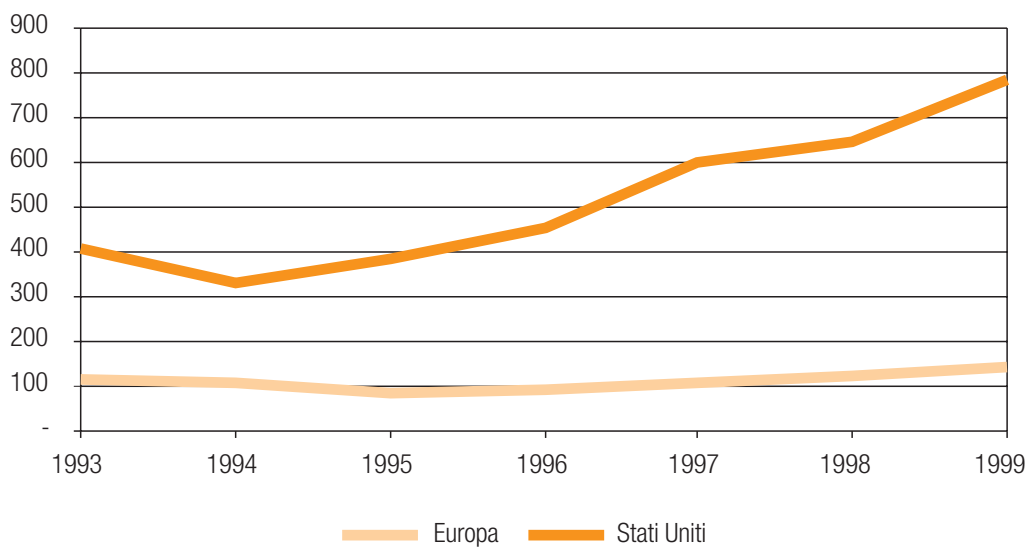


Fig 3.15: Patrimonio e categorie di investimento negli Stati Uniti (mil euro)

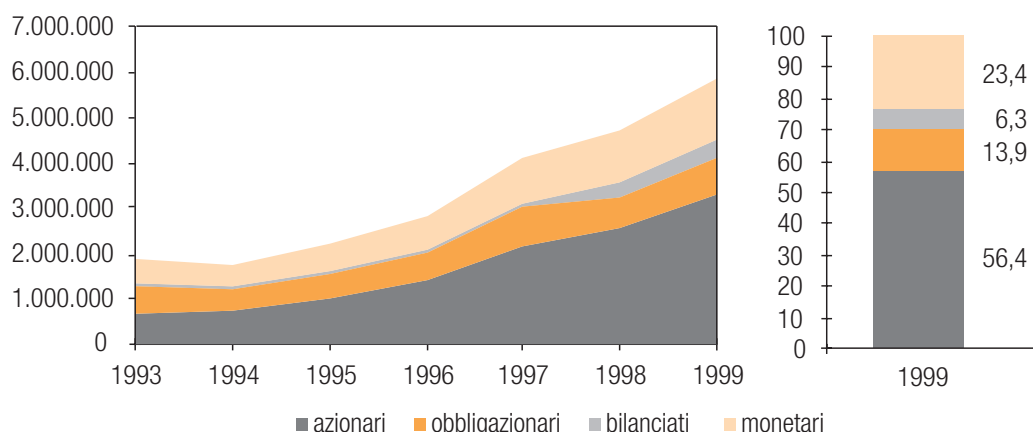
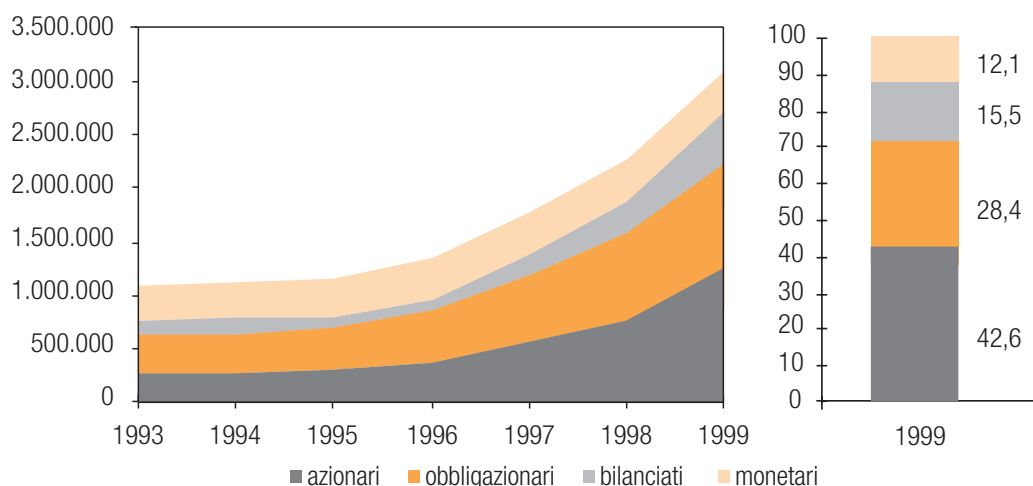


Fig 3.16: Patrimonio e categorie di investimento in Europa (mil euro)



modificate le scelte dei risparmiatori. In particolare, rispetto alla fine del 1996:

- negli Stati Uniti, il peso dei fondi azionari e bilanciati si è incrementato rispettivamente del 20% e del 4%. Al contrario, la preferenza per i fondi obbligazionari e monetari è diminuita rispettivamente del 20% e del 4%
- anche in Europa l'investimento nei fondi

azionari e bilanciati è cresciuto notevolmente. Dal 1996 il peso della categoria degli azionari sul totale dell'industria si è incrementato di 16 punti, quello dei fondi bilanciati di 7 mentre quello dei monetari è sceso di 16. Il peso dei fondi obbligazionari, che è rimasto pressoché immutato, ha incominciato a scendere di 7 punti percentuali a partire dalla fine del 1999.

FONDI E SICAV GESTITI DA OPERATORI ITALIANI

4.1 Innovazione e crescita

Nel 1999 fondi e Sicav gestiti dagli operatori italiani sono stati caratterizzati, in termini quantitativi e qualitativi, dalla forte capacità di innovazione e dal notevole rafforzamento nel collocamento presso i risparmiatori italiani. L'innovazione, sul piano quantitativo, è rappresentata dall'introduzione di un elevato numero di nuovi fondi di diritto italiano (122 nuovi fondi); dalla costituzione di fondi di diritto estero da parte di intermediari italiani; dal rinnovato peso assunto dagli storici fondi di diritto lussemburghese.

Sul piano qualitativo, da un lato l'introduzione dal gennaio 1999 della nuova classificazione Assogestioni ha prodotto consistenti effetti di diversificazione dell'offerta, dall'altro un

vistoso e significativo fenomeno di "asset re-allocation" ha pervaso tutto il settore.

Il rafforzamento conseguito dal settore presso i risparmiatori è rappresentato dalla elevata raccolta netta (88.016 milioni di euro pari a 170.424 miliardi di lire) conseguita nell'anno dall'insieme degli OICR gestiti dagli intermediari italiani (Tab 4.1) e dalla crescita del patrimonio complessivamente gestito (Tab 4.2) che a fine anno è risultato di 537.406 milioni di euro (pari a 1.040.563 miliardi di lire) con una crescita del 36,02% rispetto alla fine dell'anno precedente.

Nella Tab 4.1 oltre al valore elevato della raccolta netta complessiva conseguita nell'anno, si nota come nella seconda parte del 1999 il sistema fondi comuni ha registrato un rallentamento del flusso di raccolta netta, anche con

Tab 4.1: Evoluzione della raccolta netta nel 1999 (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	tot-99
fondi italiani	16.718	15.100	10.295	11.392	11.221	4.056	4.427	4.749	-1.662	-9.370	-5.103	-725	61.098
fondi lux. storici	401	553	496	493	492	473	651	548	341	800	286	561	6.095
fondi esteri (italiani)*	550	650	750	1.000	1.100	4.756	3.205	1.328	664	3.531	2.153	1.136	20.823
totale	17.669	16.303	11.541	12.885	12.813	9.285	8.283	6.625	-657	-5.039	-2.664	972	88.016

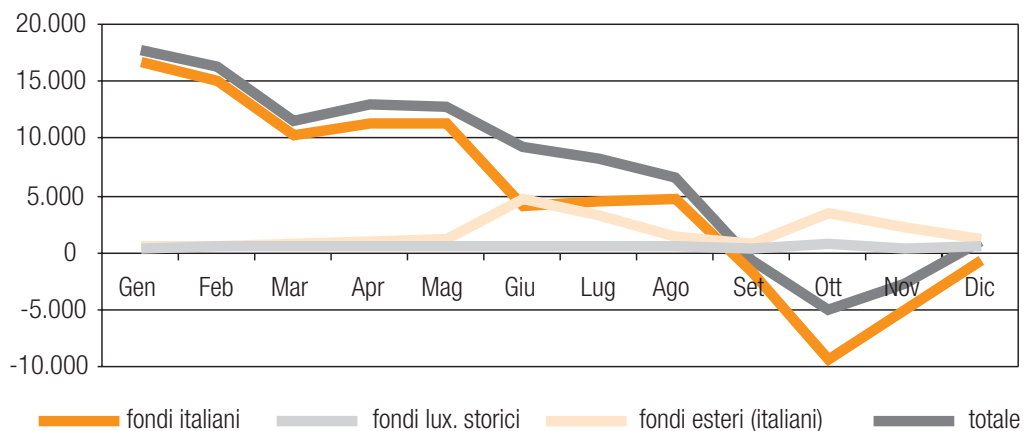
* dati parzialmente stimati

Tab 4.2: Evoluzione del patrimonio e incremento % annuo nel 1999 (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	% ann.
fondi italiani	392.114	404.746	420.589	437.390	445.173	451.327	450.095	457.086	454.489	449.738	457.768	475.299	27,67
fondi lux. storici	20.476	21.055	22.101	23.104	23.281	24.267	24.531	25.355	25.593	26.993	28.444	30.385	53,86
fondi esteri (italiani)*	3.800	4.500	5.392	6.400	7.500	13.885	16.798	21.376	21.718	25.568	29.204	31.722	929,26
totale	416.390	430.301	448.082	466.894	475.954	489.479	491.423	503.817	501.800	502.299	515.417	537.406	36,02

* dati parzialmente stimati

Fig 4.1: Raccolta netta nel 1999 degli OICR di operatori italiani (mil euro)



valori negativi nei mesi tra settembre e novembre. I fondi di diritto estero presentano valori elevati di raccolta netta specialmente da giugno in avanti, in coincidenza con il momento di più marcato rallentamento del flusso verso i fondi di diritto italiano. Il loro risultato, in termini di raccolta netta conseguita nel corso dell'intero anno, è molto lusinghiero e ammonta a ben 20.823 milioni di euro (pari a 40.319 miliardi di lire). I fondi lussemburghesi storici mantengono nel corso dell'anno una dinamica di raccolta netta costante e sempre positiva. Il patrimonio dei fondi italiani è cresciuto del 27,67% mentre quello dei fondi lussembur-

ghesi storici è salito nel 1999 del 53,26% e costituisce il 5,65% del patrimonio complessivamente gestito. I fondi di diritto estero degli intermediari italiani, che a fine del 1998 erano appena in fase di introduzione sul mercato, alla fine dell'anno 1999 avevano un patrimonio pari a 31.722 milioni di euro (61.422 miliardi di lire) arrivando così a costituire il 5,90% del patrimonio complessivamente gestito dagli intermediari italiani. Nella successiva Tab 4.3 si confronta il contributo dei diversi OICR alla raccolta netta conseguita nel 1999 e al patrimonio complessivamente gestito a fine anno. A conferma della forte dinamica, manifestata

Tab 4.3: Contributo al patrimonio e alla raccolta netta (mil euro)

	patrimonio-fine '99	% sul patrimonio tot	raccolta netta nell'anno	% sulla raccolta tot dell'anno
fondi italiani	475.299	88,44	61.098	69,42
fondi lux. storici	30.385	5,65	6.095	6,93
fondi esteri (italiani)	31.722	5,90	20.823	23,66
totale	537.406	100,00	88.016	100,00

soprattutto nella seconda parte dell'anno, si può notare che i fondi di diritto estero istituiti dagli intermediari italiani rappresentano a fine anno il 5,90% del patrimonio complessivo gestito mentre contribuiscono per il 23,66% alla raccolta netta conseguita dall'intero sistema dei fondi comuni nel 1999.

4.2 Il processo di asset re-allocation

Nel corso del 1999 gli investitori italiani hanno intrapreso con decisione la via della diversificazione del rischio, incoraggiati dalle potenzialità di rendimento insite nell'investimento azionario.

Il deflusso di risorse dai titoli di stato e obbligazionari e la crescita dell'impiego verso quelli di partecipazione al capitale di rischio hanno così contraddistinto l'anno trascorso. Una popolazione sostanzialmente legata all'investimento nel reddito fisso ha decisamente imboccato la via della diversificazione del rischio e della crescita, anche culturale, nel processo di investimento.

Sollecitata dal cambiamento radicale avvenuto, l'industria italiana dei fondi comuni di investimento è stata caratterizzata da un vistoso e significativo fenomeno di "asset re-allocation" che si può evidenziare analizzando in dettaglio ciò che è avvenuto, riferendosi ai fondi di diritto italiano.

La Tab 4.4 esprime un'informazione sull'asset allocation dal punto di vista dell'investitore, indicando il peso delle categorie dei fondi rispetto al patrimonio netto complessivo. Per evidenziare il valore delle componenti azionaria ed obbligazionaria, le categorie Assogestioni sono state riconsiderate in modo tale che i fondi bilanciati ricomprendano le categorie bilanciati, obbligazionari misti e flessibili e analogamente che i fondi obbligazionari ricomprendano le categorie obbligazionari (escluso i misti) e liquidità.

Il periodo temporale di confronto parte da fine gennaio 1999 proprio perché solo da gennaio è stata introdotta la nuova classificazione Assogestioni.

La Tab 4.5 esprime un'informazione sull'asset allocation decisa dalle società di gestione,

Tab 4.4: Asset allocation tra i fondi

fondi per categoria	fine gennaio 1999	fine dicembre 1999
azionari	18,95 %	29,53 %
obbligazionari	58,35 %	47,32 %
bilanciati	22,70 %	23,15 %

Tab 4.5: Asset allocation del portafoglio

asset primario	fine gennaio 1999	fine dicembre 1999
obbligazioni	69,86 %	58,63 %
azioni	21,85 %	35,62 %
altro	8,29 %	5,76 %

ovviamente nel rispetto dei limiti posti dalla classificazione Assogestioni. Il termine "altro" identifica, in senso lato, la componente di liquidità di portafoglio.

4.3 I fondi di diritto italiano

Nel sistema complessivo dei prodotti istituiti dagli intermediari italiani, i fondi comuni di diritto italiano mantengono una consistente rilevanza: contribuiscono per l'88,44% al patrimonio complessivo gestito e per il 69,42% alla intera raccolta netta realizzata del corso dell'anno.

Il patrimonio dei fondi di diritto italiano ammontava a fine dicembre a 475.298 milioni di euro (920.306 miliardi di lire), con un incremento del 27,7% rispetto all'inizio dell'anno. La raccolta netta registrata nell'arco dei dodici mesi è stata positiva per 61.098 milioni di euro (118.302 miliardi di lire).

Il comparto azionario è tornato a crescere in

misura significativa fino a raggiungere in termini patrimoniali il 29,5% del totale, confermando il ruolo dei fondi come canale privilegiato tra risparmio delle famiglie e finanziamento delle attività produttive. Dell'intero flusso di raccolta netta dell'anno, ben il 52,5% è andato ai fondi azionari, contro il 5,9% ai fondi obbligazionari e il 25,8% ai fondi bilanciati. Nel 1998, al contrario, i fondi obbligazionari avevano ottenuto il 77,7% della raccolta netta totale, contro il 14,9% dei fondi azionari. I risparmiatori, mettendo in atto la riallocazione dei portafogli finanziari verso una maggiore incidenza della componente azionaria, hanno teso a riscattare quote dei fondi obbligazionari, determinando una tendenza evidente soprattutto nella seconda parte dell'anno. Questo processo ha modificato la struttura del portafoglio complessivo del risparmio gestito e ha avvicinato la composizione degli investimenti finanziari dei risparmiatori italiani alla media dei paesi europei.

Fig 4.2: Patrimonio dei fondi comuni italiani nel 1999 (mil euro)

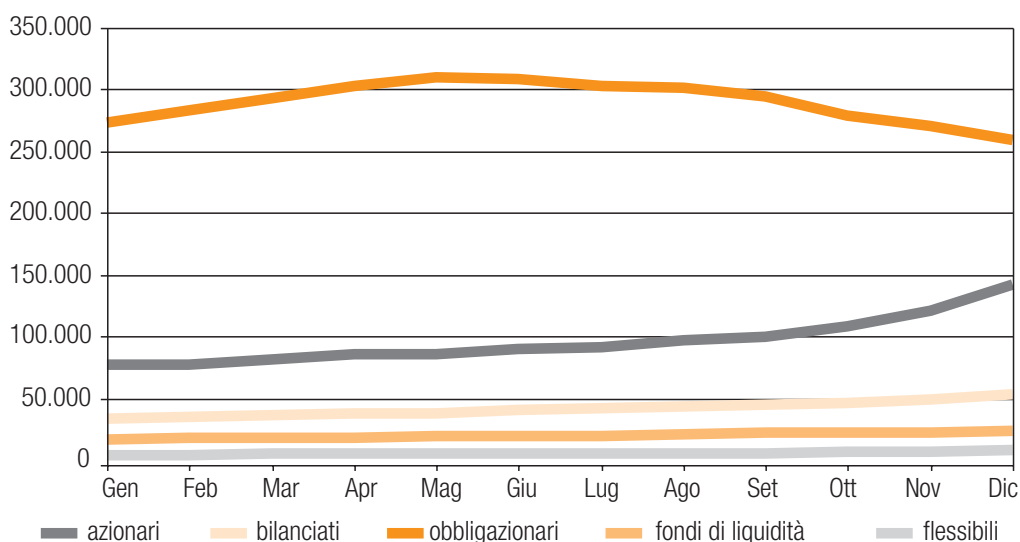
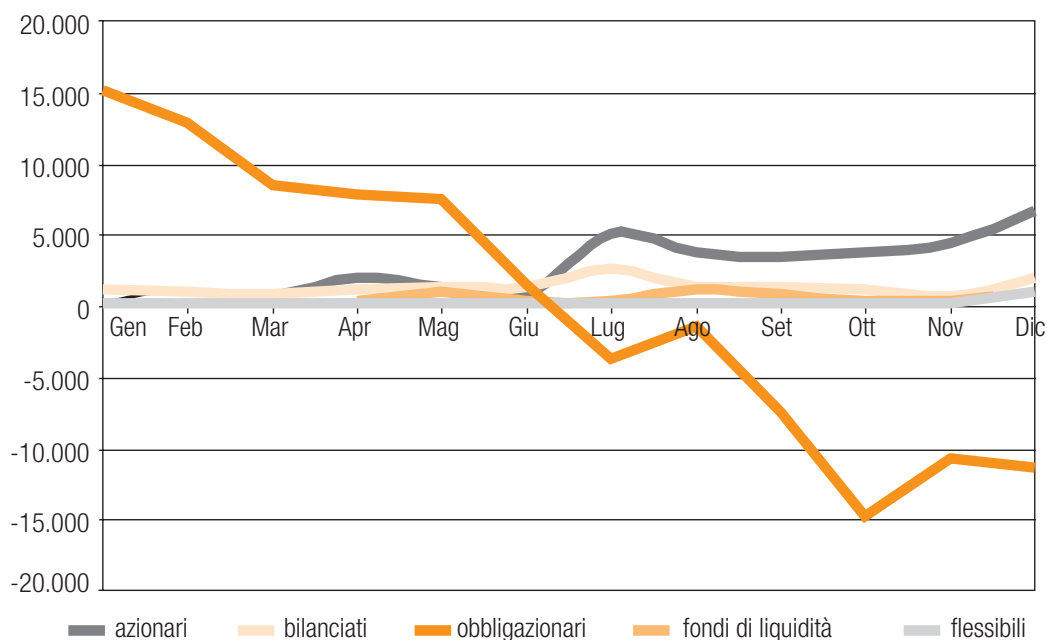


Fig 4.3: Raccolta netta dei fondi comuni italiani nel 1999 (mil euro)



4.4 Le tipologie dei fondi di diritto italiano

I fondi obbligazionari dell'area euro a medio-lungo termine hanno registrato nell'anno un flusso negativo di raccolta netta. Invece l'investimento nei fondi azionari, scelto dai sottoscrittori, ha privilegiato i prodotti specializzati sui mercati esteri, in particolare dei paesi europei e dell'area del Pacifico. Tali prodotti hanno totalizzato una raccolta netta di 26.573 milioni di euro (51.453 miliardi di lire) pari al 43,2% della raccolta complessiva registrata nell'anno. L'uscita dai fondi obbligazionari area euro può dunque essere interpretata come l'adesione da parte dei sottoscrittori ad un profilo

di rischio-rendimento in linea con gli standard europei e non soltanto come una risposta al fenomeno congiunturale della diminuzione del valore delle quote registrata negli ultimi mesi. Un'allocazione efficiente dei portafogli nel medio-lungo periodo implica infatti un peso rilevante assegnato ai fondi obbligazionari che permetta di recuperare le flessioni registrate nell'ultimo anno e di beneficiare di una distribuzione degli asset di portafoglio equilibrata.

4.5 Numero dei fondi di diritto italiano

Nel corso dell'anno 1999 sono divenuti operativi 122 nuovi fondi di diritto italiano (nel

Fig 4.4: Raccolta netta dei fondi obbligazionari nel 1999 (mil euro)

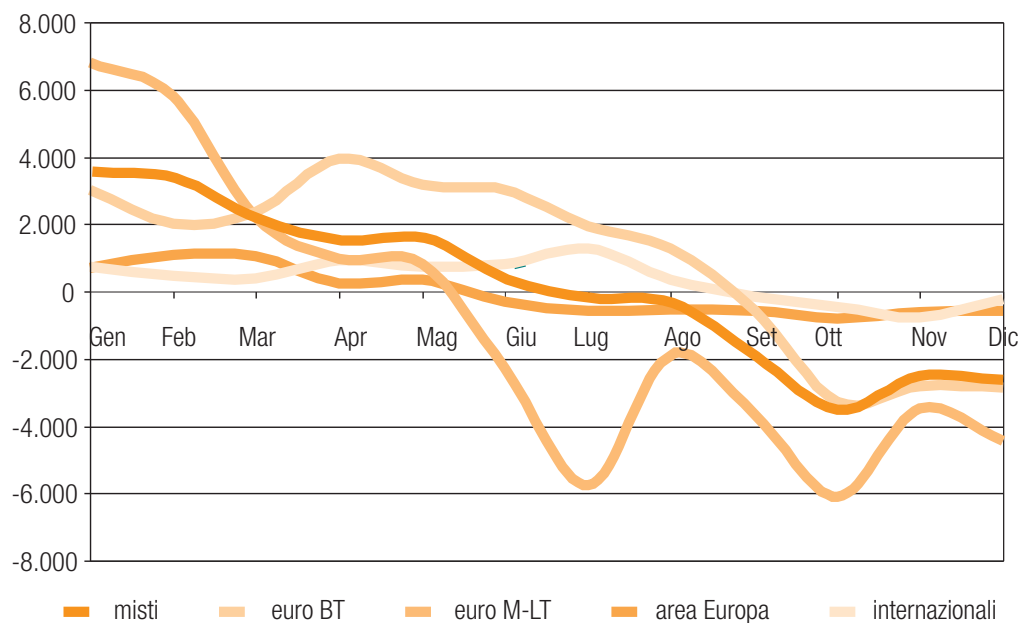
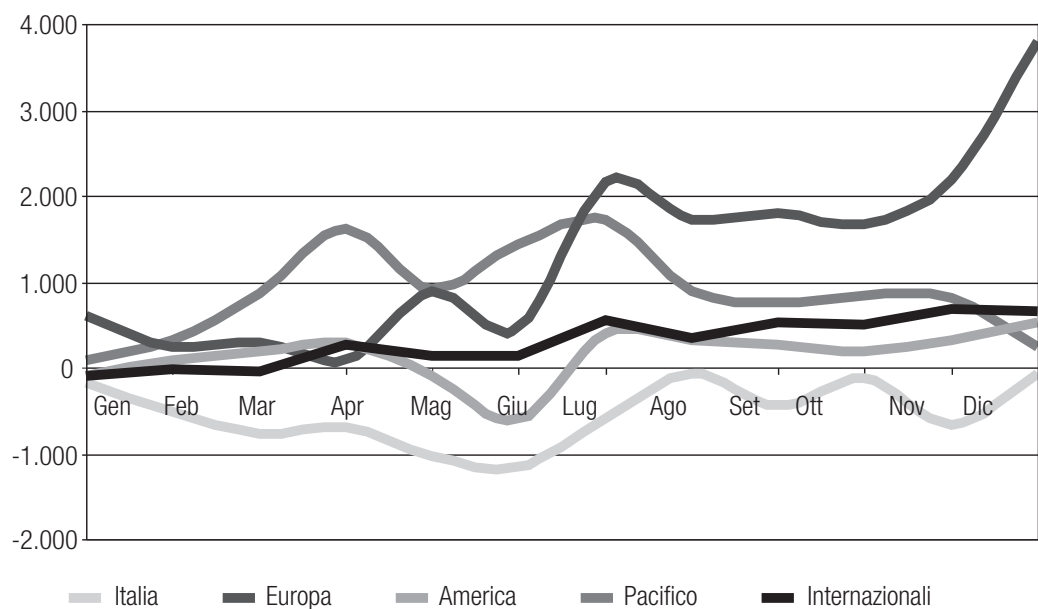


Fig 4.5: Raccolta netta dei fondi azionari nel 1999 (mil euro)



1998 erano stati 80), un numero che sottolinea l'intenso processo di innovazione e di diversificazione che continua a caratterizzare l'industria italiana del risparmio gestito.

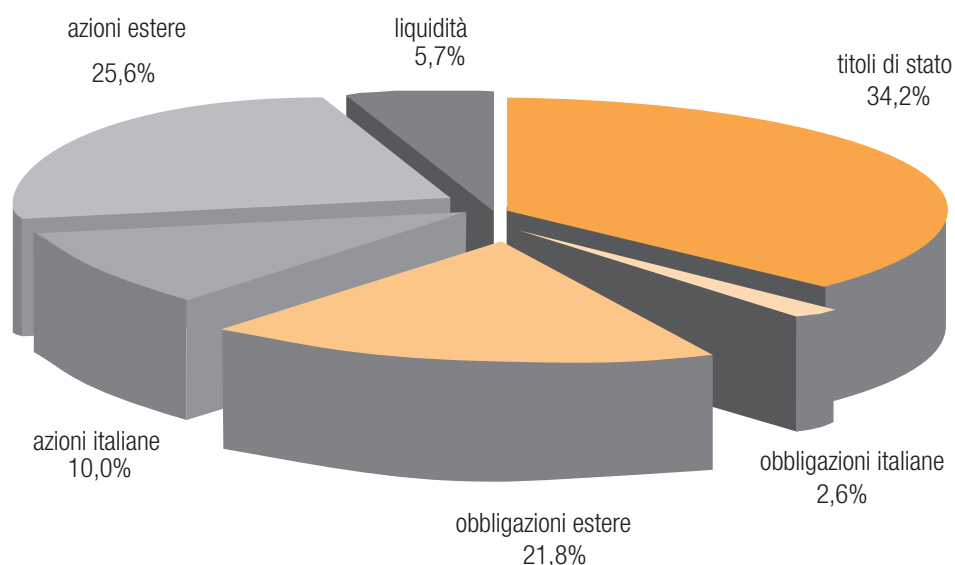
In particolare, la raccolta netta dei nuovi fondi ha raggiunto 20.904 milioni di euro (40.476 miliardi di lire) pari al 34% della raccolta complessiva registrata dell'anno.

I nuovi fondi azionari sono stati 53, e hanno registrato una raccolta netta del 29,3%, mentre i nuovi fondi obbligazionari sono stati 50 e hanno raccolto il 41% delle risorse convogliate ai nuovi prodotti.

4.5 La composizione del patrimonio dei fondi di diritto italiano

A fine 1999, la composizione del patrimonio dei fondi di diritto italiano registrava una rilevante crescita della componente azionaria con un'incidenza del 35,7% rispetto al 22,4% della fine del 1998, mentre la componente obbligazionaria si è ridotta dal 70,4% al 58,6%. Ciò conferma la tendenza alla diversificazione delle attività finanziarie delle famiglie, tramite il processo di re-allocazione delle risorse verso prodotti a più elevato contenuto azionario.

Fig 4.6: Composizione del patrimonio dei fondi italiani (al 31 dicembre 1999)



SERVIZI E COSTI DEI FONDI COMUNI ITALIANI

La crescita registrata in questi ultimi anni dall'industria del risparmio gestito ha portato le SGR a competere sul mercato, affiancando all'attività tipica di gestione del portafoglio un più esteso e complesso servizio di investimento. Si sta infatti assistendo a:

- un aumento dei servizi di consulenza alla clientela, attraverso la predisposizione di strutture personali (consulenti e promotori finanziari, numeri verde) e/o telematiche (siti web) volte ad aiutare il risparmiatore nella definizione di esigenze e obiettivi d'investimento, oltre che a promuovere la divulgazione delle informazioni: da marzo 2000 il 55% delle SGR danno informazioni sui prodotti anche tramite sito web
- un incremento e una diversificazione delle caratteristiche dei fondi offerti dalle società. Accanto all'offerta di prodotti con caratteristiche di investimento generali e/o specializzate in comparti geografici, valutari e settori merceologici, vengono offerti piani di investimento personalizzabili, collegamenti funzionali tra fondi, conti di liquidità e polizze assicurative
- modifiche delle strategie di prezzo nella definizione dei costi che gravano direttamente sul sottoscrittore al momento dell'acquisto o della vendita di quote di fondi o dei costi che gravano indirettamente sullo stesso come quelli remunerativi l'attività gestoria.

Di conseguenza prodotti con simili caratteristiche di gestione, appartenenti quindi a medesime categorie, possono essere tra loro diversificati in relazione ai costi e ai servizi principali ed accessori offerti.

5.1 La sottoscrizione e il riscatto dei fondi comuni

Ciascun risparmiatore può beneficiare di una gestione professionale dei propri risparmi sottoscrivendo quote di fondi comuni. L'accessibilità di questo prodotto è infatti molto elevata. L'investimento può essere effettuato tramite la sottoscrizione di quote in un'unica soluzione o mediante l'adesione a piani d'investimento programmato (PAC).

A fine 1998, l'85% dei fondi comuni consentiva al risparmiatore di sottoscrivere attraverso le due diverse modalità di entrata.

Nell'investimento in un'unica soluzione, il risparmiatore deve sottoscrivere un importo almeno pari all'ammontare iniziale definito nel regolamento del fondo. La soglia minima di ingresso richiesta per acquistare quote di fondi sta diminuendo nel tempo. Rispetto al 1996 sono infatti aumentati dell'11,5% i fondi che richiedono un versamento iniziale inferiore a 1 milione di lire, mentre a fine 1998 sono stati più del 97% i fondi che richiedevano versamenti inferiori ai 10 milioni (Tab 5.1).

Tab 5.1: Versamento iniziale

	1996	1997	1998
< = 1 milione	25,0	31,0	36,5
2 - 3 milioni	22,0	26,0	26,1
4 - 5 milioni	41,0	37,1	32,5
6 - 10 milioni	9,5	3,9	2,3
11 - 250 milioni	1,5	1,3	1,7
> 250 milioni	1,1	0,7	0,9
	100,0	100,0	100,0

La diminuzione della soglia di ingresso è ancor più evidente suddividendo i fondi in relazione alle politiche gestionali ed escludendo quei fondi che richiedono versamenti superiori a 50 milioni. A differenza di quanto avveniva nel passato, a fine 1998 si osservava che mediamente la soglia di ingresso di un fondo azionario era leggermente più bassa di quella di un prodotto obbligazionario. Per i fondi azionari veniva richiesto un investimento iniziale medio di 3,16 milioni, valore di 2,3 milioni inferiore rispetto a

quello del 1997, mentre quello richiesto dai fondi obbligazionari era pari a 3,21 milioni, valore di 1,6 milioni inferiore rispetto a quello richiesto del 1997 (Tab 5.2).

Per quanto concerne invece la sottoscrizione di quote mediante piani di accumulo, l'adesione avviene con versamenti periodici a scadenze predefinite (mensili, trimestrali, semestrali, annuali) di un importo minimo variabile tra 50.000 e 3.600.000 lire.

All'inizio del piano viene normalmente richiesto di effettuare un versamento iniziale pari ad

Tab 5.2: Versamento iniziale minimo dei fondi comuni suddivisi per categoria (mil lire)

categoria	1997	1998
Fondi Azionari	3,39	3,16
Azionari Italiani	4,56	3,76
Azionari Internazionali	3,30	3,25
Azionari Specializzati Italia	3,68	3,79
Azionari Specializzati Europa	3,67	3,24
Azionari Specializzati America	3,45	3,09
Azionari Specializzati Pacifico	3,41	3,16
Azionari Specializzati Paesi Em.	3,22	3,00
Azionari Specializzati Altre Specializzazioni	2,27	2,06
Fondi Bilanciati	3,36	3,16
Bilanciati Italiani	3,44	3,04
Bilanciati Internazionali	3,28	3,35
Fondi Obbligazionari	3,37	3,21
Obbligazionari Misti Italiani	3,65	3,09
Obbligazionari Misti Internazionali	1,67	2,67
Obbligazionari Puri Italiani	3,40	3,14
Obbligazionari Puri Internazionali	3,58	3,67
Obbligazionari Specializzati Italia B/T	3,56	3,61
Obbligazionari Specializzati Italia	3,22	3,46
Obbligazionari Specializzati Area Marco	2,88	2,53
Obbligazionari Specializzati Area Dollaro	2,61	2,33
Obbligazionari Specializzati Altre Specializzazioni	3,31	2,39

un multiplo dell'importo delle quote periodiche che il sottoscrittore si è prefissato di versare annualmente. La durata complessiva del piano può essere stabilita inizialmente; in genere, essa varia tra un minimo di 3 ed un massimo di 40 anni.

È facoltà del sottoscrittore sia recedere prima della conclusione del piano sia continuare ad effettuare i versamenti al termine dello stesso. Alcune società permettono comunque di personalizzare il piano programmato lasciando al sottoscrittore la libertà di definire l'ammontare dei versamenti, la periodicità degli stessi e la durata complessiva dell'investimento.

Oltre al versamento in un'unica soluzione o mediante piani programmati, è possibile sottoscrivere quote di fondi obbligazionari con un collegamento funzionale tra il fondo stesso e il conto corrente di corrispondenza.

Questa modalità di sottoscrizione, offerta a fine 1998 dal 9,4% dei fondi, può consentire una gestione più efficiente della liquidità del portafoglio del singolo investitore. L'abbinamento tra il c/c e il fondo dà infatti mandato alla banca di investire (riscattare) l'eccedenza (deficit) di liquidità, individuata dal sottoscrittore stesso, in un fondo comune. Un ulteriore servizio offerto in fase di adesione, è quello di sottoscrivere quote di fondi in valute diverse dalla lira. Alla fine del 1998, solo il 4,6% dei fondi offriva questa possibilità. La valuta più ricorrente prevista è quella del dollaro americano, seguita dall'ECU, dal marco tedesco, dallo yen e dal franco svizzero.

Il fondo comune, oltre ad essere un investimento facilmente accessibile, è anche uno strumento facilmente liquidabile. Ogni qualvolta un sottoscrittore voglia rientrare in possesso di parte o di tutto il capitale investito non deve fare altro che chiedere alla società di gestione, direttamente o attraverso gli intermediari preposti al collocamento delle quote,

il rimborso di un determinato capitale o di un determinato numero di quote. La richiesta di rimborso può essere fatta in qualsiasi giorno lavorativo della settimana e il rimborso viene effettuato sulla base del valore della quota del fondo del giorno nel quale perviene la richiesta di riscatto alla società di gestione.

Entro 15 giorni, limite stabilito dalla legge, la società di gestione deve liquidare al risparmiatore l'importo richiesto; generalmente la restituzione del capitale avviene in tempi più brevi. Così come per la sottoscrizione, il rimborso delle quote può avvenire oltre che in unica soluzione, parziale o totale, anche tramite piani programmati di disinvestimento dove il sottoscrittore può indicare il numero di quote o l'importo da rimborsare periodicamente. A fine '98, il 78% dei fondi italiani offriva questo servizio.

5.2 Il passaggio da un fondo all'altro

Il singolo sottoscrittore può, in relazione al mutamento dei propri obiettivi d'investimento o delle condizioni dei mercati finanziari, decidere di spostare le risorse inizialmente investite in un fondo verso altre tipologie di fondi presenti all'interno della gamma di prodotti offerti dalla società di gestione. Si ricorda infatti che a fine 1998 ogni società offriva mediamente 11,9 fondi.

Nel regolamento del fondo vengono indicate le modalità dell'operazione di passaggio tra i fondi dove, in linea generale, a fronte del rimborso di quote, il partecipante ha facoltà di sottoscrivere quote di altri fondi gestiti dalla stessa società.

In riferimento alle caratteristiche dei fondi oggetto del trasferimento e alle strategie di prezzo adottate dalle società di gestione, possono essere definite differenti condizioni economiche per il passaggio: dalla previsione di

un numero di passaggi gratuiti all'interno di una determinata famiglia di fondi, al pagamento di un ammontare sull'importo da trasferire o al pagamento di commissioni. Queste ultime dipendono principalmente dal regime commissionale di ingresso e di uscita dei fondi oggetto dello spostamento delle quote. In linea generale l'operazione di passaggio è strutturata in modo tale da non permettere al sottoscrittore di eludere il pagamento delle commissioni, siano esse di entrata o di uscita.

5.3 I costi

I costi più visibili al sottoscrittore, in quanto influenzano direttamente l'ammontare complessivamente versato o riscattato, sono quelli rappresentati dalle commissioni di entrata o di uscita dal fondo, mentre gli altri costi sono a carico del fondo e della società di gestione. La diversa combinazione di tutte le componenti di costo può determinare la nascita di tipologie uniche di prodotto.

5.4 Costi di entrata e di uscita

Le commissioni di entrata e di uscita, ove previste, sono gli oneri relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote e vengono prelevate rispettivamente al momento dell'acquisto e al momento del disinvestimento delle quote. Dalla combinazione di queste due principali tipologie di commissioni, si possono suddividere i fondi in quindici regimi commissionali differenti. Alcuni regimi si caratterizzano per il fatto di essere tipici dell'una o dell'altra società di gestione che, nella definizione del posizionamento del proprio prodotto, adottano strutture di costo "personalizzate" ed alternative. Le tipologie più frequentemente adottate sono le seguenti:

- fondi che non hanno nessun costo né all'entrata né all'uscita (no-load)
- fondi che applicano una commissione di entrata
- fondi che applicano una commissione di uscita se il disinvestimento delle quote avviene entro un periodo predefinito (commissioni a tunnel)
- fondi che permettono al sottoscrittore, entro ambiti definiti, la scelta dell'eventuale tipologia di costo (es: commissione di entrata o di uscita fissa; commissione di entrata o di uscita decrescente; commissione di uscita fissa o commissione di uscita decrescente in relazione al tempo di permanenza; importo fisso all'entrata e commissione di uscita decrescente in relazione al tempo di permanenza; importo fisso sia all'entrata sia all'uscita).

Come si può osservare in Tab 5.3, alla fine del 1998 il 42,4% dei fondi applicava le commissioni di ingresso, il 33,9% non richiedeva il versamento di alcuna commissione, mentre il 9,3% richiedeva delle commissioni a tunnel. Rispetto agli anni precedenti, si conferma la diminuzione del numero di fondi che richiedono commissioni di entrata a favore dei fondi che non applicano nessun tipo di commissione o applicano delle commissioni a tunnel. Questa tendenza deriva sia da un cambiamento nelle politiche di prezzo: il 27% dei fondi

Tab 5.3: Costi di entrata e di uscita

	1996	1997	1998
Commissioni di entrata	58,7	49,0	42,3
Nessuna commissione	20,5	28,4	34,0
Commissioni a tunnel	9,3	8,7	9,3
Commissioni a scelta	5,5	6,3	9,4
Altre tipologie	6,0	7,6	5,0
Totale	100,0	100,0	100,0

che richiedevano commissioni di entrata a fine '97, alla fine del 1998 non ne applicava alcuna; sia, sebbene in misura inferiore, dall'impatto delle politiche di prezzo dei nuovi fondi collocati nel corso degli ultimi anni.

L'incidenza del regime commissionale delle commissioni di entrata sui fondi di nuova istituzione è diminuita nel corso del 1998 del 10%. A fine 1998, solo il 43,8% dei fondi collocati nell'anno applicava delle commissioni di entrata.

Si può inoltre osservare che i costi di entrata e di uscita variavano in relazione alle politiche di investimento (Tab 5.4).

Per i fondi azionari, il regime commissionale prevalentemente adottato era quello delle commissioni di ingresso: il 52% dei fondi, rappresentanti il 61,6% del patrimonio della propria categoria, richiedeva tali commissioni. Per i fondi obbligazionari, al contrario, il regime in prevalenza adottato non richiedeva alcuna commissione, né di entrata né di uscita: il 43,1% dei fondi, rappresentanti il 46,1% del patrimonio, non richiedeva alcuna commissione.

Come già accennato, le commissioni di entrata vengono prelevate al momento dell'acquisto di nuove quote, con una diminuzione in termini di incidenza percentuale all'aumentare

dell'investimento effettuato. Una struttura a scaglioni definisce le diverse classi di investimento e le relative commissioni. Le singole società sono libere di stabilire sia il numero di scaglioni sia l'importo delle commissioni. Alla fine del 1998, gli scaglioni mediamente previsti erano sei, con un minimo di due e un massimo di tredici.

Per esigenze di omogeneità, si è scelto di analizzare le commissioni massime richieste per la sottoscrizione di quote di fondi comuni; si sono quindi considerate le commissioni relative al primo scaglione, che corrisponde per il 90% dei casi ad un investimento inferiore o uguale a 50 milioni di lire. Dalla loro analisi emerge che le commissioni di ingresso variano in base:

- alla tipologia di fondo prescelto: sono infatti mediamente più elevate per i fondi azionari (3,9%), più basse per i fondi bilanciati (2,5%) e ancora inferiori per i fondi obbligazionari (2,2%), (Tab 5.5)
- al sistema di collocamento del prodotto: sono più elevate per le società che si avvalgono di promotori finanziari rispetto a quelle che distribuiscono attraverso gli sportelli bancari (Tab 5.6).

In entrambe le casistiche le commissioni di ingresso sono, nel complesso, diminuite.

Tab 5.4: Regime commissionale e categorie dei fondi

	azionari		bilanciati		obbligazionari	
	in % fondi	in % patrim.	in % fondi	in % patrim.	in % fondi	in % patrim.
Commissioni di entrata	52,02	61,60	45,60	46,30	32,32	34,35
Nessuna commissione	25,85	26,00	28,07	40,90	43,12	46,10
Com. di uscita a tunnel	8,41	7,65	12,28	8,10	9,41	12,05
Commissioni a scelta	9,03	3,40	8,77	3,50	9,26	4,12
Altre Tipologie	4,69	1,35	5,28	1,20	5,89	3,38
	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Tab 5.5: Importo medio delle commissioni di entrata applicate nel 1° scaglione

categoria	1996	1997	1998
Azionari	4,06	3,98	3,89
Az. Italiani	3,88	3,88	3,48
Az. Internazionali	3,95	3,91	3,86
Az. Special. Italia	4,22	3,91	3,80
Az. Special. Europa	4,25	4,10	4,12
Az. Special. America	4,29	4,00	4,04
Az. Special. Pacifico	4,30	4,18	4,09
Az. Special. Paesi Em.	3,58	3,90	3,56
Az. Special. Altre Special.	3,67	3,81	3,43
Bilanciati	3,57	3,61	2,51
Bil. Italiani	3,57	3,63	3,31
Bil. Internazionali	3,57	3,54	3,75
Obbligazionari	2,24	2,38	2,15
Obbl. Misti Italiani	2,29	2,03	1,93
Obbl. Misti Internazionali	2,92	2,00	1,83
Obbl. Puri Italiani	1,93	2,24	2,23
Obbl. Puri Internaz.	2,53	2,65	2,49
Obbl. Special. Italia B/T	1,04	2,22	1,78
Obbl. Special. Italia	2,64	2,50	2,37
Obbl. Special. Area Marco	1,68	1,88	1,56
Obbl. Special. Area Dollaro	1,75	2,07	1,85
Obbl. Special. Altre Special.	3,13	3,38	2,35

Tab 5.6: Commissioni di entrata: categoria e canale distributivo

	azionari		bilanciati		obbligazionari	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Banca	3,17	2,95	3,11	2,91	1,91	1,76
Misto	3,88	3,54	3,53	3,03	2,30	2,08
Rete	4,85	4,80	4,64	4,86	2,75	2,56

A differenza delle commissioni di entrata, le commissioni di uscita vengono applicate al disinvestimento delle quote.

A fine '98, il 9,4% dei fondi applicava commissioni a tunnel. Queste prevedono una diminuzione della commissione, fino all'azzeramento, in base al tempo di permanenza nel fondo. L'applicazione di queste commissioni avviene per il 47,7% dei casi quando il tempo di permanenza nel fondo è inferiore/uguale a quattro anni. Come si vede dalla Tab 5.7 le commissioni mediamente richieste decrescono di circa 60 basis point per ogni anno di permanenza nel fondo.

Tab 5.7: Commissioni di uscita a tunnel nel 1998

permanenza	%
1 anno	2,71
2 anni	2,11
3 anni	1,42
4 anni	1,21
5 anni	0,50

5.5 Costi di gestione

La gestione professionale del risparmio viene remunerata tramite il prelevamento di una commissione, denominata appunto di gestione, direttamente dal patrimonio del fondo.

L'entità della commissione varia in relazione al grado di complessità della gestione dei fondi e alla specializzazione degli stessi (Tab 5.8): più elevata per i fondi azionari, più contenuta per i fondi obbligazionari.

Le commissioni richieste dai fondi obbligazionari specializzati Italia B/T sono state

negli ultimi anni in costante diminuzione, mentre per le altre tipologie di fondo si sono mantenute sostanzialmente stabili. L'entità dell'onere di gestione è anche influenzata dalla struttura commissionale richiesta al momento della sottoscrizione e del riscatto delle quote.

La Tab 5.9 evidenzia infatti che i fondi che non richiedono alcuna commissione, né di ingresso né di uscita, applicano, in linea generale, commissioni di gestione più elevate di quelle richieste dai fondi con commissioni di entrata.

Come remunerazione ulteriore dell'attività di gestione, oltre alla commissione di gestione, può essere prevista una commissione di incentivo o di performance. Questa viene addebitata direttamente al fondo quando il rendimento raggiunto in un certo periodo di tempo è superiore al rendimento ottenuto da uno o più parametri di riferimento (benchmark).

Alla fine del 1998, il 50,8% dei fondi, rappresentanti il 34,8% del patrimonio complessivo, applicava delle commissioni di performance. Il numero di fondi che si parametrizzano a dei benchmark si era incrementato del 6% rispetto al 1997.

L'utilizzo delle commissioni di incentivo veniva effettuato sia dai fondi azionari che obbligazionari, tuttavia esse vengono principalmente applicate dai fondi caratterizzati da politiche di gestione rischio/rendimento più complesse (Tab 5.10).

5.6 Compenso della banca depositaria

Un ulteriore costo direttamente a carico del fondo è il compenso riconosciuto alla banca depositaria per le funzioni da essa svolte. Le modalità di calcolo per la determinazione del

Tab 5.8: Commissioni medie di gestione

categoria	1996	1997	1998	media pond '98
Azionari	1,62	1,64	1,67	1,61
Az. Italiani	1,52	1,64	1,61	1,43
Az. Internazionali	1,64	1,62	1,64	1,58
Az. Special. Italia	1,62	1,61	1,60	1,60
Az. Special. Europa	1,60	1,65	1,67	1,63
Az. Special. America	1,64	1,65	1,69	1,66
Az. Special. Pacifico	1,58	1,62	1,68	1,59
Az. Special. Paesi Emergenti	1,81	1,81	1,86	1,77
Az. Special. Altre Specializzazioni	1,73	1,74	1,75	1,79
Bilanciati	1,37	1,40	1,42	1,38
Bil. Italiani	1,34	1,37	1,35	1,34
Bil. Internazionali	1,56	1,60	1,51	1,48
Obbligazionari	1,01	1,01	1,01	1,00
Obbl. Misti Italiani	1,07	1,13	1,11	0,97
Obbl. Misti Internazionali	1,23	1,37	1,23	1,11
Obbl. Puri Italiani	1,02	1,07	1,08	1,14
Obbl. Puri Internazionali	1,15	1,17	1,15	1,06
Obbl. Special. Italia B/T	0,92	0,91	0,85	0,85
Obbl. Special. Italia	1,01	1,06	1,07	1,06
Obbl. Special. Area Marco	1,05	1,15	1,11	1,08
Obbl. Special. Area Dollaro	1,05	1,11	1,15	1,10
Obbl. Special. Altre Specializzaz.	1,47	1,15	1,20	1,01

Tab 5.9: Commissioni medie di gestione in relazione alla struttura commissionale

	azionari		bilanciati		obbligazionari	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Nessuna commissione	1,75	1,71	1,64	1,49	1,03	1,00
Commissione d'entrata	1,59	1,61	1,37	1,34	1,07	1,09
Commissione d'uscita a tunnel	1,74	1,81	1,47	1,52	1,15	1,06
Commissione a scelta	1,85	1,83	1,40	1,37	1,17	1,17

Tab 5.10: Commissioni di incentivo rispetto alla propria classe di appartenenza

	in % num fondi	in % del patrimonio
Azionari	58,62	49,27
Az. Italiani	44,44	19,35
Az. Internazionali	52,83	52,67
Az. Special. Italia	61,82	56,63
Az. Special. Europa	70,27	52,85
Az. Special. America	66,67	52,41
Az. Special. Pacifico	71,88	65,72
Az. Special. Paesi Emergenti	73,68	54,39
Az. Special. Altre Special.	44,44	34,70
Bilanciati	43,51	39,72
Bil. Italiani	58,82	46,89
Bil. Internazionali	43,48	23,72
Obbligazionari	41,90	30,36
Obbl. Misti Italiani	37,93	25,63
Obbl. Misti Internazionali	33,33	17,83
Obbl. Puri Italiani	41,67	14,78
Obbl. Puri Internazionali	56,00	51,04
Obbl. Special. Italia B/T	30,68	21,97
Obbl. Special. Italia	50,00	46,78
Obbl. Special. Area Marco	53,33	25,68
Obbl. Special. Area Dollaro	38,89	38,14
Obbl. Special. Altre Special.	46,15	24,59

compenso non sono univoche; a fine 1998 le principali sono state le seguenti:

- compenso determinato come % fissa calcolata sul valore netto del fondo (AM)
- compenso determinato con aliquote a scaglioni decrescenti in relazione al valore complessivo del fondo (SC)
- compenso minimo ed importo a scaglioni con commissioni decrescenti in relazione al valore complessivo del fondo (CSC)
- altre modalità di calcolo (AC).

Tab 5.11: Modalità di calcolo del compenso della banca depositaria

modalità	1997	1998
AM	60,00	62,9%
SC	30,48	31,3%
CSC	1,94	1,7%
AC	7,58	4,1%

5.7 Ulteriori costi a carico del fondo e della società di gestione

Oltre ai costi evidenziati, sul fondo gravano:

- gli oneri di intermediazione inerenti alla compravendita dei valori mobiliari
- le spese di pubblicazione sui quotidiani del valore unitario del fondo
- i costi della stampa dei documenti periodici destinati al pubblico purché tali oneri non attengano a propaganda e pubblicità o comunque al collocamento delle quote
- le spese di revisione e di certificazione dei rendiconti del fondo
- gli oneri fiscali di pertinenza del fondo

- i prestiti assunti ai sensi dell'art.4 della Legge 77/83
- le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo.

Sono invece a carico della società di gestione:

- le spese di funzionamento e di amministrazione della stessa
- le spese relative alla preparazione, alla stampa ed alla diffusione del materiale di propaganda utilizzato al fine della commercializzazione dei fondi
- tutti gli altri oneri non esplicitamente indicati dal regolamento del fondo come a carico dei sottoscrittori o del fondo.

IL REGIME TRIBUTARIO DEI FONDI COMUNI

Il decreto legislativo di riforma del regime tributario dei redditi di capitale e diversi (d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461) ha modificato profondamente la fiscalità del risparmio e quindi anche il regime tributario dei fondi comuni di investimento.

È stato così introdotto, ai fini delle imposte dirette, un regime tributario specifico per i fondi comuni e le SICAV italiane nonché per i fondi lussemburghesi storici (e per i relativi proventi) ed è stato anche modificato il regime tributario dei proventi conseguiti dai sottoscrittori dei fondi comuni esteri.

L'amministrazione finanziaria ha altresì fornito importanti precisazioni riguardanti il regime dei fondi e delle SICAV ai fini delle imposte indirette (imposta di successione e IVA). Si illustra di seguito il regime tributario previsto per i fondi comuni di investimento e le SICAV esaminando prima i profili legati all'applicazione delle imposte dirette e, successivamente, gli aspetti più rilevanti riguardanti le imposte indirette. Infine, il regime tributario previsto per le imposte dirette è riepilogato in apposite tabelle di pronta consultazione.

6.1 Il regime impositivo dei proventi conseguiti da fondi e Sicav

I fondi comuni italiani non sono soggetti passivi delle imposte sui redditi. Le ritenute operate sui redditi di capitale conseguiti dal fondo sono a titolo d'imposta (art. 9, comma 1, della Legge 23 marzo 1983, n. 77). Tale ultima disposizione va, peraltro, coordinata con le altre disposizioni sulla tassazione dei proventi percepiti dai fondi sulla base delle quali i fondi

comuni di investimento subiscono una imposta sostitutiva del 12,50% non più sui singoli redditi, ma sul risultato della gestione conseguito dal fondo.

Per raggiungere tale obiettivo il legislatore ha riconosciuto ai fondi la natura di soggetti *lordisti* al momento della percezione delle plusvalenze e di taluni redditi di capitale. Infatti tutte le plusvalenze sono conseguite senza applicazione dell'imposta sui capital gain. Inoltre, non subiscono ritenute né imposte sostitutive i proventi derivanti dalle obbligazioni pubbliche e private cui si applica il decreto legislativo 1 aprile 1996, n. 239 (titoli di Stato, obbligazioni bancarie, obbligazioni emesse da società italiane con azioni ammesse alla quotazione in borsa, obbligazioni emesse da enti ed organismi sovranazionali quali ad esempio BEI, BERS, CECA, EURATOM emesse in Italia); i proventi delle operazioni di prestito di titoli e di pronti contro termine; i proventi delle obbligazioni estere aventi una scadenza non inferiore a 18 mesi; i proventi degli Oicvm esteri armonizzati; i dividendi azionari (indipendentemente dalla percentuale di azioni detenuta dal fondo), nonché gli interessi sui conti correnti bancari la cui giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo gestito. A proposito di quest'ultimi va ricordato che se la giacenza media supera il 5%, si applica la ritenuta del 27% e gli interessi sono detratti dal risultato della gestione soggetto ad imposta sostitutiva con l'aliquota del 12,50%. Inoltre, per altri redditi di capitale, il fondo continua a subire le ritenute alla fonte. Ciò è dovuto alla circostanza che per taluni prodotti finanziari non è stato possibile riconoscere al

fondo comune la qualifica di “lordista” perché:

- a) alcuni proventi continuano ad essere soggetti a ritenuta alla fonte da parte del soggetto emittente (ciò vale ad esempio per gli interessi dei titoli obbligazionari emessi da società non quotate)
- b) alcuni strumenti finanziari (es. obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi, titoli atipici, ecc.) generano proventi soggetti alla ritenuta del 27% e cioè ad una aliquota superiore a quella dell'imposta sostitutiva subita dal fondo (12,50).

Per 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 - come già precisato a proposito degli interessi su conti correnti - che i proventi soggetti a una ritenuta a titolo d'imposta (nella misura del 12,50 oppure del 27%) non concorrano a formare la base imponibile dell'imposta sostitutiva.

6.2 L'imposta sostitutiva dovuta dal fondo e calcolo della quota

La riforma della tassazione della attività finanziarie ha introdotto un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 12,50% che è applicata sul risultato della gestione conseguito dal fondo di anno in anno. Particolari disposizioni prevedono l'applicazione dell'imposta sostitutiva nella misura del 27% per i fondi comuni che investono in partecipazioni qualificate e che sono sottoscritti da meno di 500 partecipanti.

L'imposta sostitutiva si paga sul risultato della gestione maturato in capo al fondo. La base imponibile (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 distri-

buiti 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 determinare correttamente il valore unitario delle quote, la SGR calcola quotidianamente il risultato della gestione, e applica la relativa imposta.

Nella sostanza, ogni giorno dovrà essere verificato l'incremento del patrimonio del fondo derivante dalle diverse componenti reddituali; su tale incremento dovrà 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 giornali esprime un valore al netto delle imposte, che sono pagate interamente dal fondo, ed il sottoscrittore non esercente attività d'impresa commerciale (es. la persona fisica, l'associazione non riconosciuta, la fondazione) non è tenuto ad alcun obbligo nei confronti del Fisco.

A fine esercizio l'ammontare complessivo dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo costituirà il debito d'imposta che la SGR dovrà versare all'Erario entro il 16 febbraio dell'anno successivo.

Se, 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 - fa sorgere in capo al fondo il diritto di portare in diminuzione il risultato medesimo dai risultati positivi successivamente conseguiti; in sostanza sorge in capo al fondo un diritto a pagare in futuro meno imposte sui successivi

incrementi patrimoniali. Tale diritto è nella sostanza un risparmio di imposta che è 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 società di gestione accredita giornalmente al fondo un importo pari al 12,50% del risultato negativo. Tale somma rappresenta di volta in volta un minor debito d'imposta del fondo comune, che decrementa il debito dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo del fondo (o aumenta il valore dell'attivo) e quindi determina un maggior valore della quota per il risparmiatore.

Se per effetto del perdurare dei risultati negativi via via conseguiti il credito d'imposta dovesse superare l'ammontare del debito d'imposta, la sommatoria dei successivi crediti d'imposta (che maturano in ragione dei risultati negativi) rappresenta un credito nei confronti dell'Erario. Se, poi, al termine dell'esercizio il fondo evidenzia un risultato annuo della gestione negativo (e quindi una posizione di credito di imposte nei confronti dell'Erario), la società di gestione potrà utilizzare il relativo risparmio d'imposta (12,50% del risultato negativo maturato) in diminuzione dalle imposte dovute sul risultato di gestione positivo conseguito dal fondo nel successivo esercizio. In alternativa, se la società di gestione gestisce più fondi comuni, la società potrà accreditare il fondo creditore d'imposta di una somma pari all'ammontare del credito maturato; in tale ultima ipotesi l'importo da accreditare al fondo "*minusvalente*" dovrà essere prelevato dall'imposta sostitutiva dovuta da uno o più fondi "*plusvalenti*" gestiti dalla medesima società che hanno registrato rendimenti positivi e quindi debiti di imposta; la società di gestione dovrà quindi versare all'Erario entro il successivo 16 febbraio soltanto la differenza tra l'ammontare delle imposte complessivamente

dovute dai fondi "*plusvalenti*" che hanno conseguito un risultato positivo e l'ammontare delle imposte accreditate ai fondi "*minusvalenti*" che hanno conseguito un risultato negativo.

6.3 Il regime fiscale dei partecipanti

Per quanto riguarda il regime tributario dei proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi comuni, la legge distingue a seconda che i proventi siano conseguiti al di fuori dell'attività d'impresa commerciale oppure nell'esercizio d'impresa.

Quelli conseguiti dai soggetti non esercenti attività d'impresa commerciale (persone fisiche, enti non commerciali, fondazioni) sono esclusi da imposizione (perché il fondo ha già pagato tutte le imposte) mentre i proventi 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 che è pari al 15% dei proventi netti percepiti. Il credito d'imposta concorre a formare la base imponibile dell'imposta personale (IRPEF o IRPEG) ed è successivamente detratto dall'imposta dovuta; il credito d'imposta, invece, non rileva ai fini IRAP.

Particolari disposizioni regolano l'individuazione della nozione di provento derivante dalla partecipazione a fondi comuni di investimento (cfr. art. 42, comma 4-bis, del T.U.I.R. nel testo dell'art. 2, comma 1, del decreto legislativo n. 461 del 1997). In sintesi, il provento è dato dalla differenza tra i valori delle quote rilevati (sui giornali) alla data dell'investimento e a quella del disinvestimento. Eventuali commissioni pagate dai sottoscrittori (es. commissioni di sottoscrizione o rimborso) costituiscono redditi diversi di natura finan-

ziaria e possono essere dedotte dalle plusvalenze realizzate dal contribuente per effetto del rimborso o della cessione di altre attività finanziarie eventualmente detenute (es. obbligazioni, azioni). Tale deduzione è consentita in dichiarazione dei redditi (sempre che sia compilato l'apposito quadro della dichiarazione ai fini dell'imposta sostitutiva sui capital gains) oppure presso l'intermediario finanziario che regola le operazioni di cessione o rimborso dei titoli, 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 deduzione delle minusvalenze è effettuata dal gestore sempre che vi siano redditi che concorrano a formare il risultato della gestione. Il regime tributario delle SICAV e dei fondi "lussemburghesi storici" è identico a quello previsto per i fondi comuni aperti.

6.4 Fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso

Per i fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso, le nuove disposizioni prevedono un regime impositivo uguale a quello dei fondi aperti e delle SICAV di cui si è detto in precedenza sia per quanto riguarda il regime del fondo sia per quanto riguarda il regime dei proventi.

6.5 Proventi conseguiti da soggetti non residenti

La legge prevede specifiche disposizioni per i proventi conseguiti da soggetti non residenti che acquistano quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto italiano. Queste disposizioni però riguardano

soltanto i soggetti che non risiedono in paesi o territori a regime fiscale privilegiato e a condizione che detti paesi attuino uno scambio di informazioni con l'Amministrazione finanziaria italiana (paesi appartenenti alla "white list"). È previsto infatti che i soggetti non residenti possono conseguire i proventi dei fondi comuni al lordo dell'imposta 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.

6.6 Fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero

Per quanto riguarda il regime tributario dei proventi delle quote di fondi (o SICAV) esteri commercializzati nel territorio dello Stato, è previsto che sui proventi si applichi una ritenuta del 12,50% al momento della percezione. La ritenuta è applicata dall'intermediario residente incaricato del pagamento dei proventi medesimi oppure del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni collocate in Italia. Per i fondi armonizzati (e cioè conformi alle direttive CEE) collocati in Italia la ritenuta è a titolo d'imposta se i proventi non sono relativi a quote o azioni appartenenti ad imprese commerciali (es. persone fisiche ed enti non commerciali) mentre è a titolo d'acconto in tutti gli altri casi (es. per le SpA).

Per quanto riguarda invece i proventi dei fondi non armonizzati (diversi da quelli conformi alle direttive comunitarie), la ritenuta del

12,50% è sempre a titolo d'acconto a prescindere dal percettore (persona fisica, impresa ecc.). Per equiparare l'imposizione dei proventi dei fondi comunitari (che avviene applicando la ritenuta del 12,50% soltanto al momento della percezione) con quella dei proventi dei fondi italiani (che avviene di anno in anno in ragione del 12,50% del risultato positivo della gestione), è previsto che si applichi alla base imponibile l'*equalizzatore* che il Ministero delle Finanze fissa con appositi decreti. L'*equalizzatore* trova applicazione soltanto se i proventi sono conseguiti decorsi dodici mesi dalla data di sottoscrizione delle quote oppure dall'ultima data di percezione dei proventi. Qualora i proventi dei fondi esteri siano conseguiti direttamente all'estero essi devono essere sempre indicati dal contribuente nella dichiarazione annuale dei redditi e scontano le imposte secondo i regimi propri e cioè:

- a) tassazione separata (quadro RM del modello UNICO) con aliquota del 12,50% (previa applicazione dell'*equalizzatore* alla base imponibile), se si tratta di proventi relativi a fondi conformi alle direttive CEE
 - b) tassazione ordinaria (quadro RI del modello UNICO) se si tratta di proventi relativi a fondi non conformi alle direttive CEE.
- Anche per i fondi esteri vale la regola prevista per i fondi italiani sulla deducibilità delle commissioni di sottoscrizione e rimborso.

6.7 Fondi comuni di investimento immobiliare

I fondi comuni di investimento immobiliare di diritto italiano sono soggetti ad una imposta sostitutiva del 25% che è applicata ogni anno dalla società di gestione sul risultato conseguito dal fondo. Il risultato è assunto al netto dei redditi di capitale soggetti a ritenuta. I proventi derivanti dalla partecipazione ai

fondi immobiliari non sono imponibili se percepiti da soggetti che non esercitano attività d'impresa (persone fisiche, enti non commerciali). Sono invece imponibili nell'esercizio in cui sono percepiti qualora siano conseguiti da soggetti esercenti attività d'impresa. In tal caso compete un credito d'imposta del 20%. Anche in questo caso il credito d'imposta concorre alla formazione del reddito imponibile ed è scomputato dall'imposta personale; esso inoltre non è imponibile ai fini IRAP.

6.8 L'imposta di successione e donazione

Il Ministero delle finanze, con una circolare emanata nel mese di febbraio del 1999, ha fornito un'importante chiarimento che riguarda l'imposta di successione sulle quote di fondi comuni di investimento e SICAV. È stato infatti chiarito che l'imposta di successione non si applica sulla porzione di valore delle quote che corrisponde ai titoli di Stato o equiparati (es. obbligazioni CECA, BERS, BEI, EURATOM) detenuti dai fondi. Ciò significa che, in caso di morte del titolare delle quote di fondi, l'imposta di successione è calcolata sul valore delle quote al netto della parte corrispondente ai titoli che non sono imponibili ai fini del tributo successorio. Per determinare la parte di valore sulla quale è dovuta l'imposta di successione, gli eredi possono richiedere alla società di gestione o alla SICAV un'apposita certificazione dalla quale risulti la porzione di valore della quota che non è soggetta ad imposta.

Per quanto riguarda invece l'imposta sulle donazioni non sono previste riduzioni di base imponibile. Pertanto la donazione di quote di fondi comuni di investimento è assoggettata ad imposta sulle donazioni per l'intero valore delle quote. Si ricorda che in caso di successione e in caso di donazione, sono previsti specifi-

ci abbattimenti qualora il valore dei beni non superi determinati ammontari e se gli eredi (o i beneficiari) sono legati al de cuius o al donante da un particolare rapporto di parentela.

6.9 Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

Le imprese commerciali (imprenditori individuali e società) che sottoscrivono o rimborsano quote di fondi comuni di investimento (o azio-

ni di SICAV) devono rilevare le operazioni nella contabilità prevista ai fini delle imposte sui redditi ma non devono effettuare alcuna annotazione nella contabilità prevista dalla legge IVA. Infatti le operazioni di sottoscrizione e rimborso di quote di fondi comuni di investimento, alle stregua delle altre operazioni di sottoscrizione e rimborso di titoli (obbligazioni, titoli di Stato, ecc.), non devono essere fatturate perchè sono considerate operazioni fuori campo di applicazione dell'IVA.

Tab 6.1: Oicvm Italiani

Caratteristiche	Fondi comuni	Le SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Trattamento fiscale	Tutte le imposte sono prelevate in capo al fondo. I proventi conseguiti dai sottoscrittori che non esercitano attività d'impresa non sono imponibili (*). Le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono deducibili dalle plusvalenze realizzate su altre attività finanziarie detenute dal contribuente con le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito)	Come i fondi
Indicazione del provento sul modello UNICO	no	no

(*) Se le quote di Oicvm sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti; per evitare la doppia imposizione personale 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%. 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.

Tab 6.2: Oicvm comunitari collocati in Italia (con prospetto)

Caratteristiche	Fondi comuni	Le 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 collocamento in Italia 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 prezzo di sottoscrizione (o acquisto) (*). Le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono deducibili dalle plusvalenze realizzate su altre attività finanziarie detenute dal contribuente con le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito)	Come i fondi
Indicazione del provento nel modello UNICO	no, ma soltanto se il provento è stato assoggettato a ritenuta, altrimenti deve essere inserito nella dichiarazione dei redditi	no

(*) 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

Tab 6.3: OICVM non conformi alle direttive comunitarie collocati in Italia

Caratteristiche	Fondi comuni	Le 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 collocamento in Italia 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 prezzo di sottoscrizione (o acquisto) (*). Le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono deducibili dalle plusvalenze realizzate su altre attività finanziarie detenute dal contribuente con le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito)	Come i fondi
Indicazione del provento nel modello UNICO	si, nel quadro RI	si

(*) La ritenuta è sempre a titolo d’acconto

Tab 6.4: Fondi comuni di investimento immobiliare

Caratteristiche	Fondi comuni
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota
Trattamento fiscale	Tutte le imposte sono prelevate in capo al fondo. I proventi conseguiti dai sottoscrittori che non esercitano attività d’impresa non sono imponibili (*)
Indicazione del provento nel modello UNICO	no

(*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell’esercizio di attività d’impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell’esercizio in cui vengono percepiti; per evitare la doppia imposizione personale 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 20%. 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

I SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI ITALIANI

Assogestioni conduce ogni anno, su dati forniti dalle società di gestione, un'analisi statistica sulle caratteristiche degli investitori che detengono quote di fondi comuni. Viene presentata la situazione del 1998, con solo alcune anticipazioni delle tendenze relative al 1999. Alla fine del 1998 l'investimento in fondi comuni rappresentava il 16,7% delle attività finanziarie delle famiglie e si stimava che 8,9 milioni di persone detenessero quote di fondi. I dati dell'indagine 1998 si riferiscono a 5.769.780 persone fisiche e sono stati forniti da 25 società di gestione, rappresentanti a fine '98 il 70,3% del patrimonio complessivamente amministrato dai fondi di diritto italiano.

7.1 Chi sono i sottoscrittori?

Gli uomini sono i principali sottoscrittori di fondi comuni, a loro nome è intestato, o cointe-

stato, il 60,3% dei conti aperti presso le società di gestione. Le differenze fra i due sessi variano in base all'età. Nelle classi d'età *più estreme*, vale a dire per i sottoscrittori di età inferiore ai 26 anni e per quelli di età superiore ai 65 anni, uomini e donne detengono quote di fondi in percentuale quasi uguale (Fig 7.1).

Per i sottoscrittori più anziani ciò può essere imputato alla differente vita media dei due sessi, mentre per la fascia di età più giovane ciò può derivare da un diverso approccio alla gestione del risparmio da parte delle nuove generazioni. Difformità tra i due sessi si osservano anche in relazione alla tipologia dei fondi prescelti. Le donne mostrano di avere una minor propensione al rischio: il 66% dei fondi posseduti appartiene alla categoria dei fondi obbligazionari, mentre per gli uomini tale valore è pari al 58,5%. Rispetto al 1997, si assiste tuttavia ad una leggera variazione nella scel-

Fig 7.1: Ripartizione dei sottoscrittori per età e per sesso

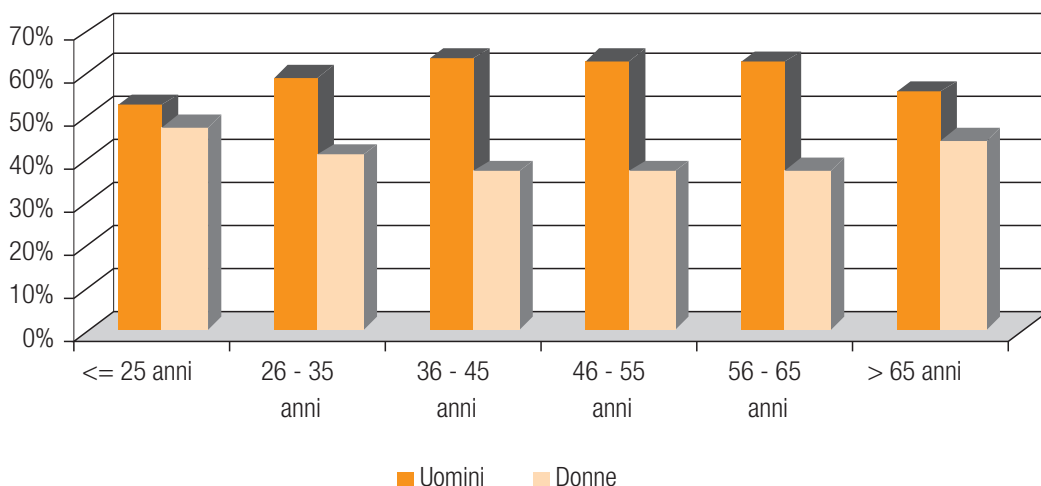


Fig 7.2: Caratteristiche degli investimenti degli uomini e delle donne

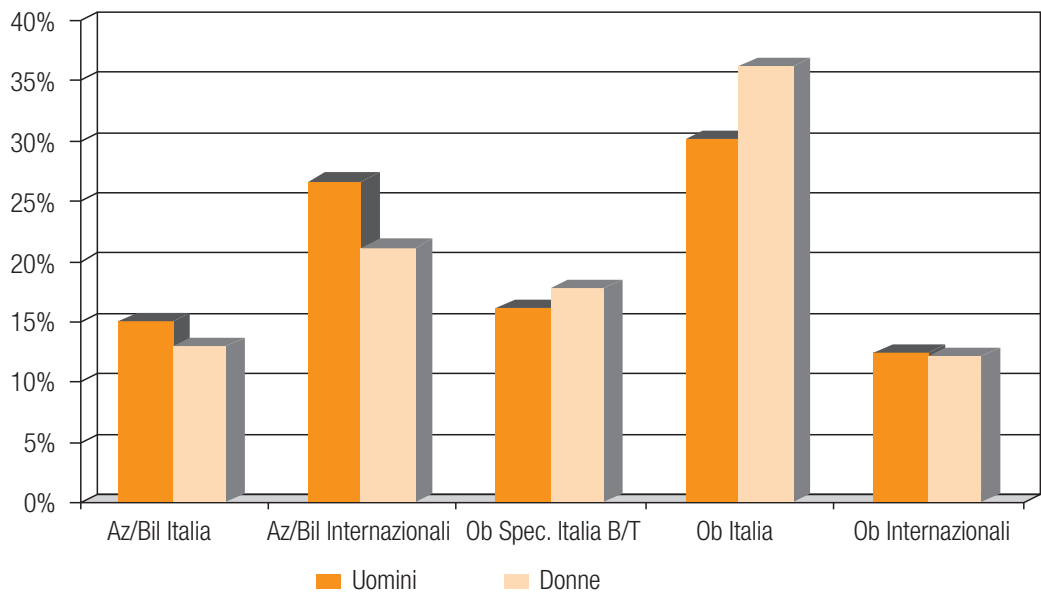
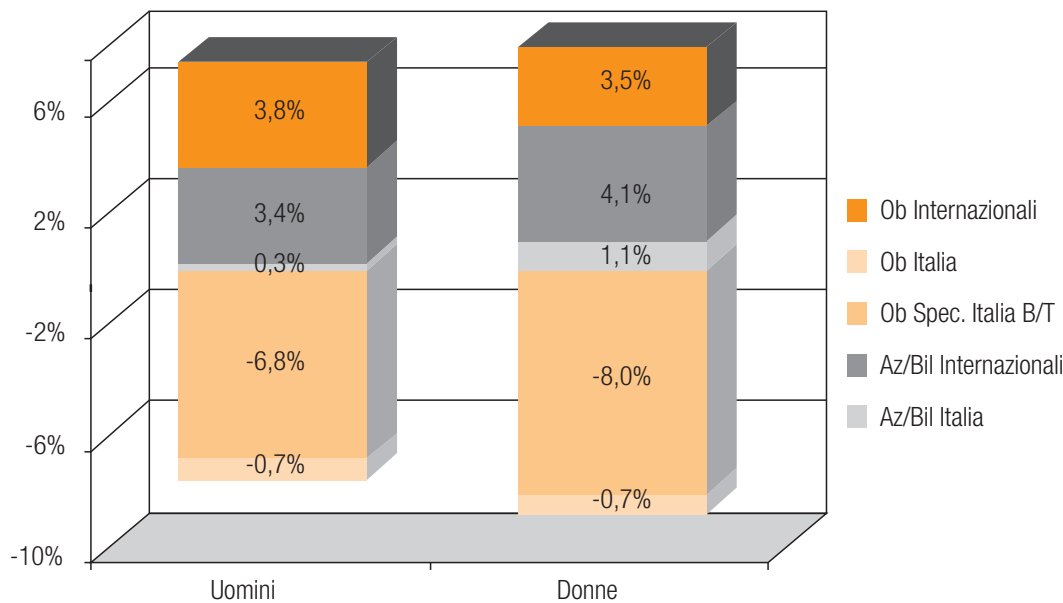


Fig 7.3: Evoluzione degli investimenti degli uomini e delle donne



ta degli investimenti da parte delle donne con un incremento del 5,2% delle quote di fondi azionari a discapito dell'investimento destinato ai fondi obbligazionari specializzati nel breve termine. Anche gli uomini hanno modificato le loro preferenze, ma la variazione è inferiore a quella registrata nelle donne: solo il 3,5%.

7.2 Dove risiedono i sottoscrittori?

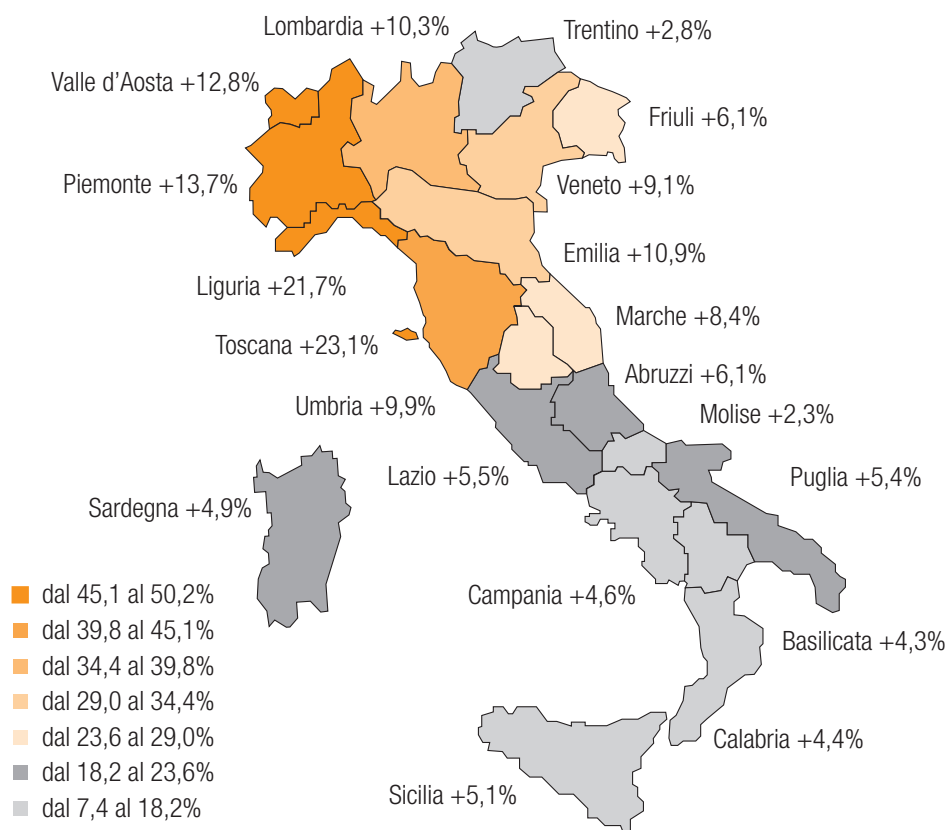
Nell'ipotesi che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un unico nucleo familiare, alla fine del 1998 una famiglia italiana su quattro detie-

ne quote di fondi comuni di investimento. La penetrazione del prodotto fondo non è però omogenea a livello territoriale, come si osserva in Fig 7.4. Nelle regioni del Nord-Ovest il tasso medio di penetrazione è del 40,7% (il valore più alto lo detiene la Liguria con il 50,1%), nelle regioni del Centro il 26,4%, nel Nord-Est il 26,2%, mentre nelle regioni del Sud e delle Isole è intorno al 12%.

I valori più bassi registrati in queste regioni e in quelle appartenenti all'area del Nord-Est possono dipendere:

- dall'assenza nell'indagine di società la cui

Fig 7.4: % di penetrazione dei fondi nelle famiglie italiane e incremento dal '97



clientela obiettivo è situata proprio in queste regioni

- dalla diversa distribuzione delle variabili reddito/risparmio all'interno del territorio italiano.

In base al patrimonio detenuto, si può osservare che i sottoscrittori residenti in Lombardia e in Piemonte sono i principali investitori, con

un possesso pari rispettivamente al 26,3% e al 16,8% del patrimonio complessivo. Valori compresi tra il 13% e il 6% si osservano invece per gli investitori residenti nel Lazio, Emilia-Romagna, Veneto, Toscana, Liguria, mentre valori inferiori al 6% si riscontrano nelle rimanenti regioni.

Anche la scelta degli investimenti è legger-

Tab 7.1: Distribuzione per tipologia di investimenti

	Az/Bil Italia	Az/Bil Internaz.	Ob Spec. Italia B/T	Ob Italia	Ob Internaz.
Valle D'Aosta	12,52	21,32	13,66	44,77	7,72
Piemonte	14,35	23,90	11,57	40,62	9,56
Liguria	11,46	22,22	15,37	37,00	13,96
Lombardia	15,24	24,53	15,82	28,46	15,96
Nord Ovest	14,44	24,00	14,45	33,42	13,68
Trentino-Alto Adige	17,75	31,51	13,98	28,05	8,72
Veneto	14,78	28,57	19,07	28,91	8,67
Friuli-Venezia Giulia	16,37	27,43	16,39	28,35	11,46
Emilia-Romagna	16,34	26,83	16,57	27,51	12,75
Nord Est	15,77	27,76	17,46	28,17	10,85
Toscana	13,80	23,10	16,79	29,12	17,19
Marche	17,40	28,33	17,31	24,79	12,13
Umbria	16,49	27,40	15,41	25,32	15,38
Lazio	15,33	25,14	17,23	31,58	10,73
Centro	14,95	24,73	16,90	29,14	14,28
Abruzzi	15,64	25,20	18,16	27,62	13,38
Molise	14,62	27,27	20,08	30,06	7,96
Campania	14,26	22,03	16,68	35,99	11,05
Basilicata	15,22	17,97	26,48	33,60	6,74
Puglia	16,49	21,46	20,77	33,46	7,82
Calabria	13,7	19,80	27,54	33,86	5,10
Sud	15,11	21,90	19,99	33,67	9,34
Sicilia	18,13	19,40	18,81	36,28	7,37
Sardegna	15,32	19,27	26,15	32,00	7,27
Isole	17,37	19,37	20,80	35,12	7,34
Estero	14,00	26,06	12,71	35,50	11,74

mente difforme nelle diverse aree geografiche. In particolare, l'investimento nei fondi a vocazione internazionale viene prediletto dai sottoscrittori residenti nel Nord e nel Centro, sebbene l'importo mediamente investito sia ancora contenuto (più del 50% delle sottoscrizioni sono infatti inferiori ai 5.000 euro).

L'investimento nei fondi azionari è invece leggermente superiore alla media per i residenti nel Nord Est, con un'incidenza del 43,5% sul-

le sottoscrizioni totali dell'area, mentre la sottoscrizione di fondi obbligazionari è più elevata nel Sud e nelle Isole, con un'incidenza del 63% delle preferenze.

7.3 Che età hanno i sottoscrittori?

I sottoscrittori dei fondi comuni hanno un'età media abbastanza elevata e in crescita rispetto alla rilevazione del 1997: più del 60% ha infat-

Fig 7.5: Età dei sottoscrittori dei fondi comuni

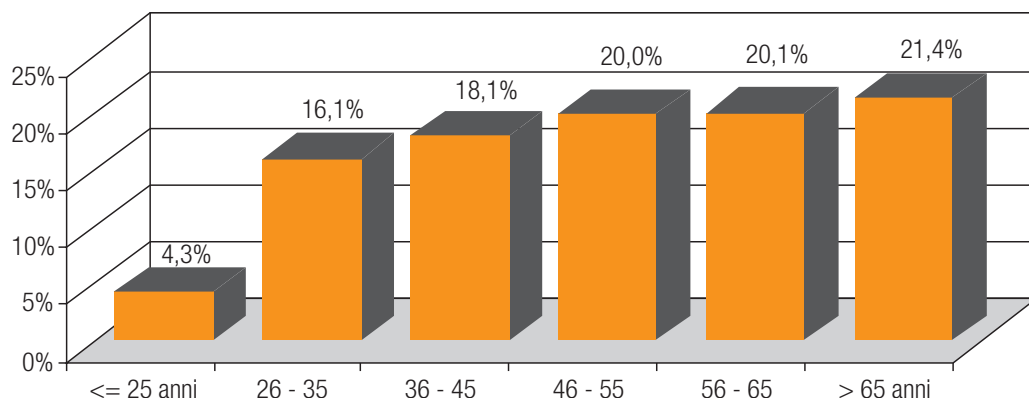
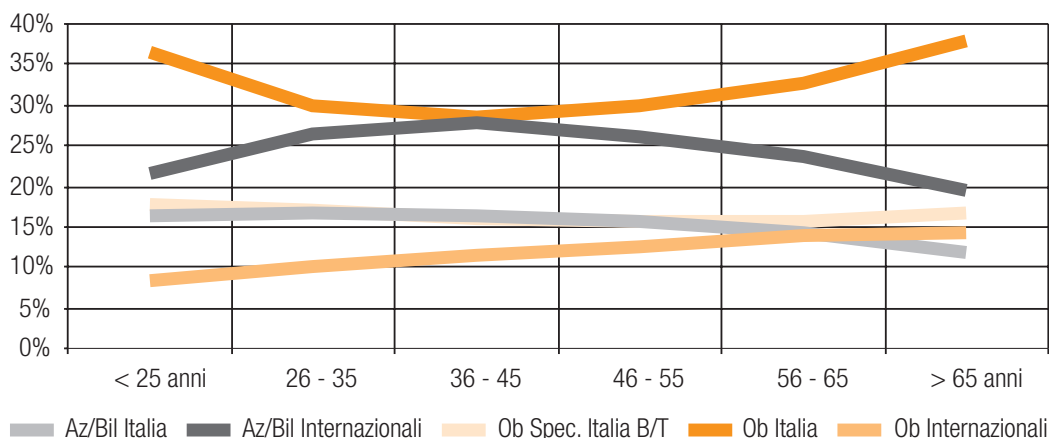


Fig 7.6: Caratteristiche degli investimenti in base all'età dei sottoscrittori



ti un'età superiore ai 45 anni. La classe più numerosa è quella degli utenti con più di 65 anni che rappresentano da soli il 21,4% del totale dei sottoscrittori.

L'ammontare investito nei fondi cresce al crescere dell'età dei risparmiatori: per la fascia più giovane (dai 26 fino a 35 anni) predominano gli investimenti inferiori a 15.000 euro, per le fasce di età intermedia (dai 35 ai 55 anni) l'ammontare è compreso tra i 15.000 e i 25.000 euro, mentre per le fasce di età più avanzata (più di 55 anni) gli investimenti si collocano su importi superiori ai 25.000 euro.

Anche la tipologia dei fondi detenuti viene influenzata dall'età dei sottoscrittori. Nel Fig 7.6 si osserva che l'investimento nei fondi azionari aumenta fino a quando il risparmiatore ha un'età inferiore ai 45 anni, per poi successivamente diminuire a favore dell'investimento nei fondi obbligazionari.

7.4 Che attività svolgono i sottoscrittori?

I sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento sono in prevalenza impiegati (37,5%) e pensionati (31,5%). Queste categorie rappresentano da sole più del 60% del patrimonio complessivamente analizzato per questa variabile (i dati forniti rilevano la variabile "attività" solo per il 27% dei sottoscrittori). Osservando la tipologia di fondi prescelti e il patrimonio in essi destinato si possono suddividere i sottoscrittori in investitori più o meno propensi al rischio/rendimento (Tab 7.2).

7.5 Quale è l'importo detenuto dai sottoscrittori?

Alla fine del 1998, il 46,6% dei sottoscrittori ha investito nei fondi comuni importi inferiori-

Tab 7.2: Scelte di investimento in relazione all'attività professionale esercitata

	Fondi azionari		Fondi obbligazionari	
	Tipologia scelta	Patrimonio detenuto	Tipologia scelta	Patrimonio detenuto
Investitori più propensi al rischio/rendimento				
Dirigente	51,5%	39,4%	48,5%	60,6%
Quadro/Funzionario	51,0%	39,4%	48,9%	60,6%
Imprenditore	49,6%	36,3%	50,4%	63,7%
Libero professionista	46,8%	34,4%	53,2%	65,6%
Commerciante	45,8%	32,7%	54,7%	67,3%
Investitori meno propensi al rischio/rendimento				
Pensionato	29,6%	25,8%	70,5%	74,2%
Disoccupato	36,5%	27,7%	63,5%	72,3%
Operaio	37,6%	28,9%	62,4%	71,0%
Agricoltore	38,2%	23,8%	61,8%	76,2%
Docente/Insegnante	38,3%	25,9%	61,7%	74,1%
Impiegato	39,0%	26,2%	61,0%	73,9%

ri a 15.000 euro. Tuttavia la crescente diffusione di questo strumento finanziario tra i risparmiatori ha portato ad un incremento dell'importo medio investito. Rispetto al 1997, sono infatti diminuiti del 4% i sottoscrittori che detengono investimenti inferiori a 15.000 euro a favore di quei risparmiatori

che investono tra i 25.000 e 150.000 euro. L'importo investito, oltre a variare in relazione all'età, sembra essere anche correlato alla tipologia di fondi detenuti. In particolare, i risparmiatori che effettuano investimenti inferiori a 5.000 euro o superiori a 150.000 euro, acquistano in maggior misura fondi azionari e fondi

Fig 7.7: Distribuzione dei sottoscrittori in base all'importo detenuto

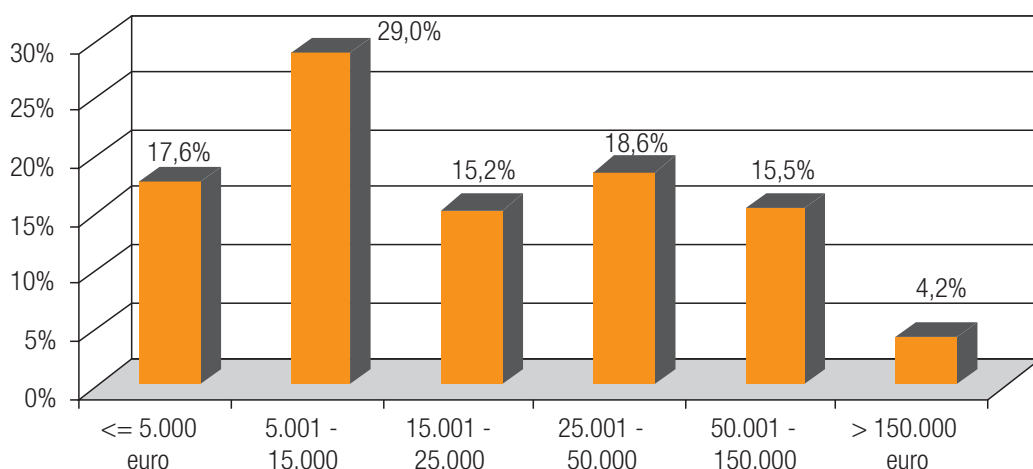
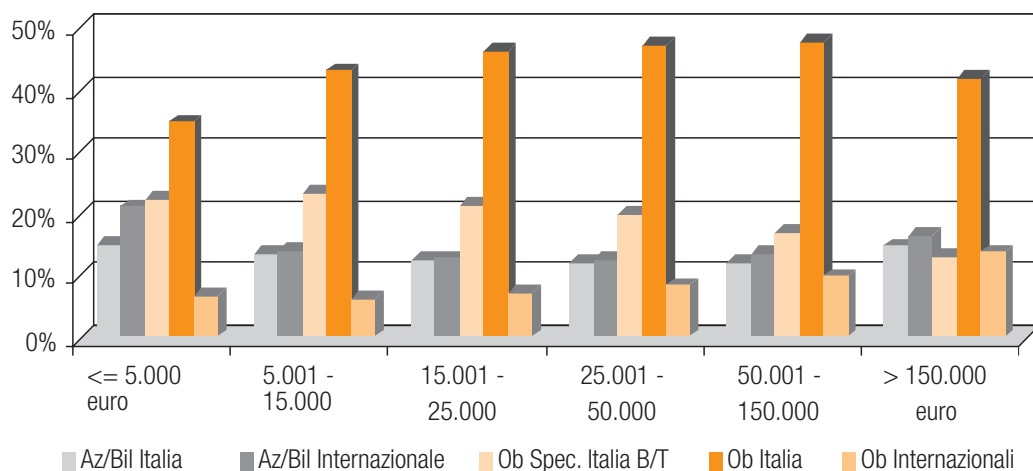


Fig 7.8: Importo detenuto e scelte di investimento effettuate



caratterizzati da politiche di investimento internazionali. Gli investimenti compresi nelle classi centrali, tra i 5.000 e i 150.000 euro, mantengono una quota stabile nei prodotti azionari, ma sostituiscono, al crescere delle risorse investite, i fondi obbligazionari a breve termine con i fondi obbligazionari a più lungo termine. Ulteriori differenze si osservano in considerazione della residenza dei sottoscrittori. In Toscana e in Molise vi è una maggiore incidenza degli investimenti per importi inferiori a 5.000 euro, mentre, al contrario, in Campania e nel Lazio si osserva una rilevanza degli importi superiori a 150.000 euro.

7.6 Quanti fondi detengono i sottoscrittori?

Alla fine del 1998, il 61,9% dei sottoscrittori detiene un unico fondo. L'elevata incidenza dell'investimento in un unico fondo può derivare da un approccio graduale verso questo strumento finanziario che nella fase iniziale viene acqui-

stato come prodotto unico e negli anni successivi viene diversificato in più prodotti. Nel Fig 7.10 si osserva che nel 1997 più del 70% dei sottoscrittori ha investito inizialmente in un unico fondo comune. Nell'anno successivo gli stessi sottoscrittori hanno acquistato ulteriori tipologie di fondi facendo diminuire al 57,9% l'incidenza dei sottoscrittori con un solo fondo. Un'ulteriore motivazione può essere ricondotta all'importo medio-basso destinato inizialmente a questa tipologia di investimento che ha reso meno praticabile la diversificazione su più fondi. Da ultimo, è possibile che il singolo risparmiatore diversifichi i propri investimenti scegliendo fondi appartenenti a società differenti, informazione questa che non è possibile desumere dall'indagine. Anche l'età dei sottoscrittori sembra influire sul numero di fondi. Mentre i giovani e gli anziani detengono principalmente un unico fondo, sebbene le percentuali non siano tra di loro simili, le fasce d'età intermedie diversificano maggiormente i propri investimenti (Fig 7.11).

Fig 7.9: Numero di fondi detenuti alla fine del 1998

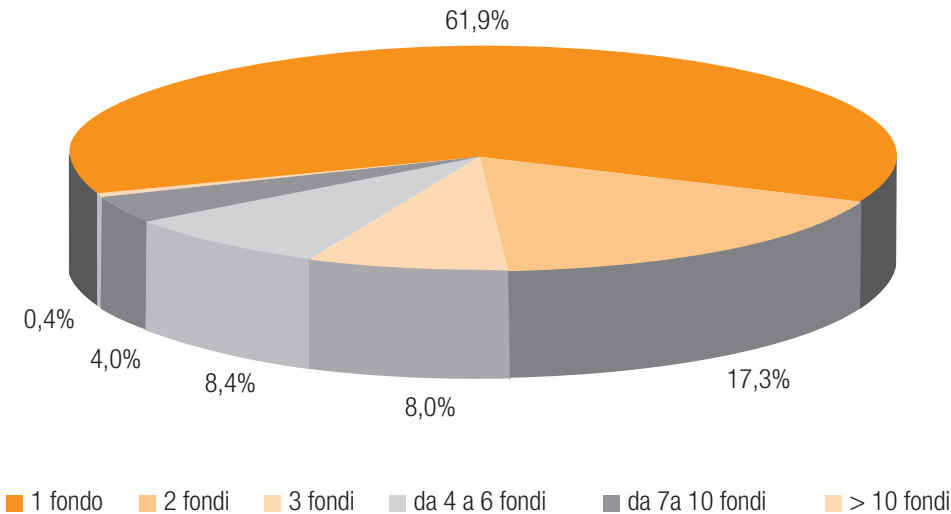


Fig 7.10: Numero di fondi posseduti dai sottoscrittori entrati nel 1997

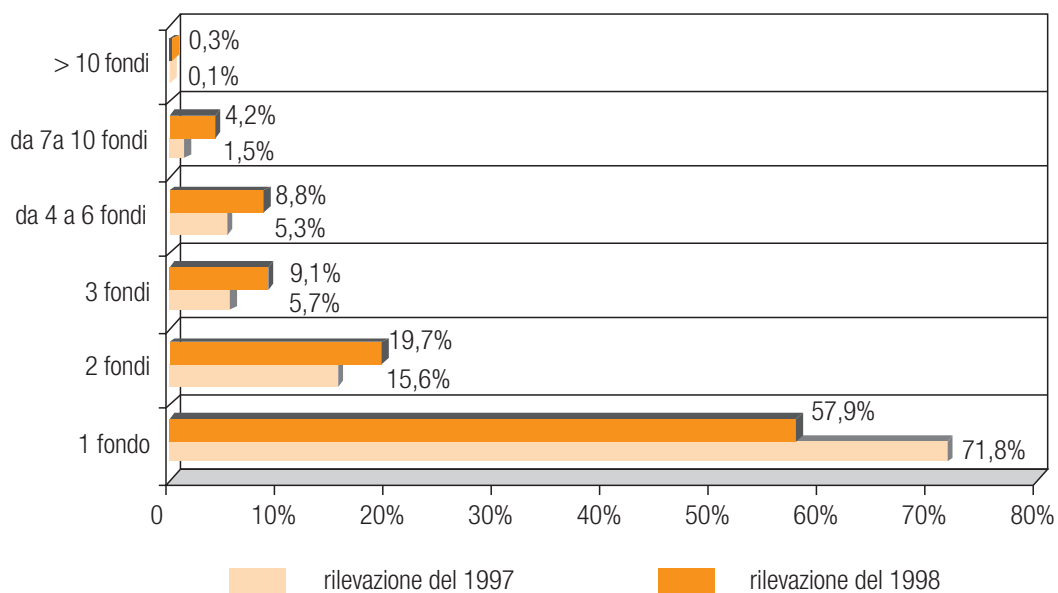
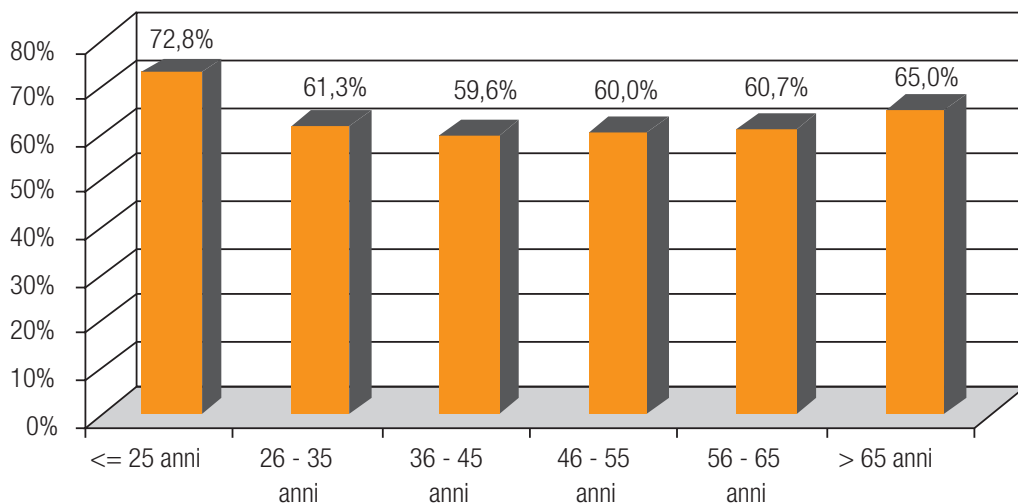


Fig 7.11: Percentuale di sottoscrittori che detengono un unico fondo in base all'età



7.7 Come vengono sottoscritti i fondi comuni?

La sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento può avvenire attraverso un versamento in unica soluzione (PIC) o tramite dei piani programmati di accumulo, (PAC). La prima modalità è quella preferita inizialmente dall'89,5% dei nuovi investitori. Si osserva comunque che il peso dei sottoscrittori che sono entrati inizialmente in un fondo comune con versamenti rateali (solamente PAC o in contemporanea ad investimenti in un'unica soluzione) aumenta nel tempo. L'investimento secondo modalità PIC sembra maggiormente preferito da investitori con orizzonti temporali di breve/medio periodo: infatti il rapporto instaurato con i sottoscrittori che hanno sottoscritto piani di accumulo è più stabile nel tempo.

Fig 7.12 evidenzia, in relazione all'anno di sottoscrizione iniziale delle quote, la percentuale di

sottoscrittori che è ancora presente a fine 1998. Le caratteristiche proprie dell'investimento tramite piani di accumulo (PAC) permettono inoltre di individuare nei giovani la tipologia di clientela primaria a cui è destinato questo servizio. I dati confermano che il 14,4% degli individui di età inferiore ai 25 anni acquista un fondo tramite sottoscrizione di piani di accumulo, mentre il 6,5% tramite versamenti secondo una modalità mista (sia in un'unica soluzione sia in piani di accumulo); al contrario i sottoscrittori di età superiore ai 46 anni sottoscrivono quasi esclusivamente (90%) con versamenti in un'unica soluzione.

7.8 Chi colloca i fondi comuni?

Alla fine 1998, il 79,7% dei fondi comuni è stato collocato attraverso il sistema distributivo bancario. Rispetto al 1997, sono aumentate del 9% le sottoscrizioni effettuate attraverso questo canale.

Fig 7.12: Modalità di sottoscrizione delle quote: stabilità dei sottoscrittori nel tempo

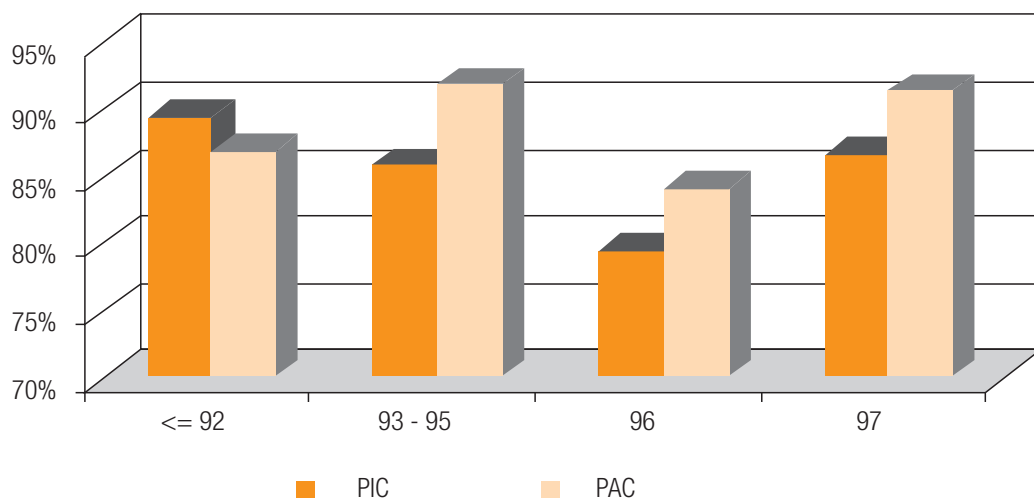


Fig 7.13: Canali di vendita dei fondi comuni

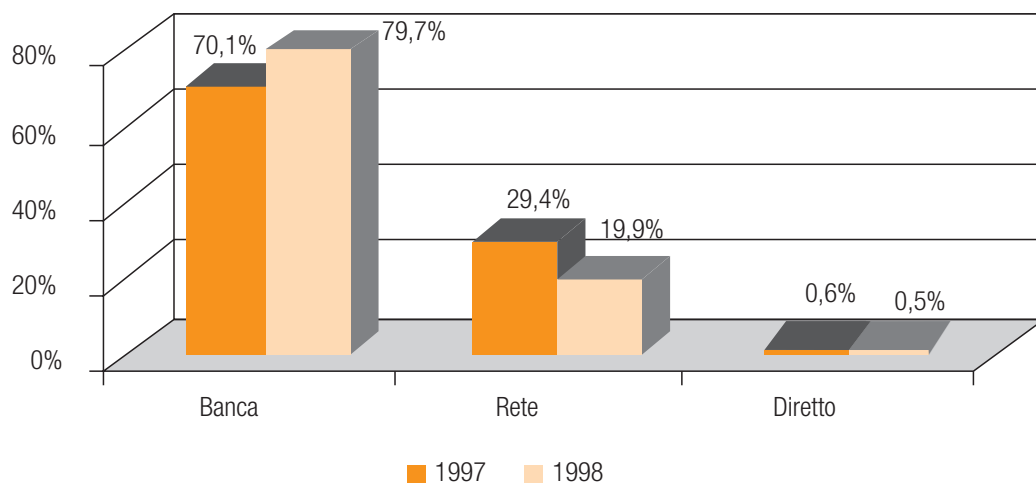
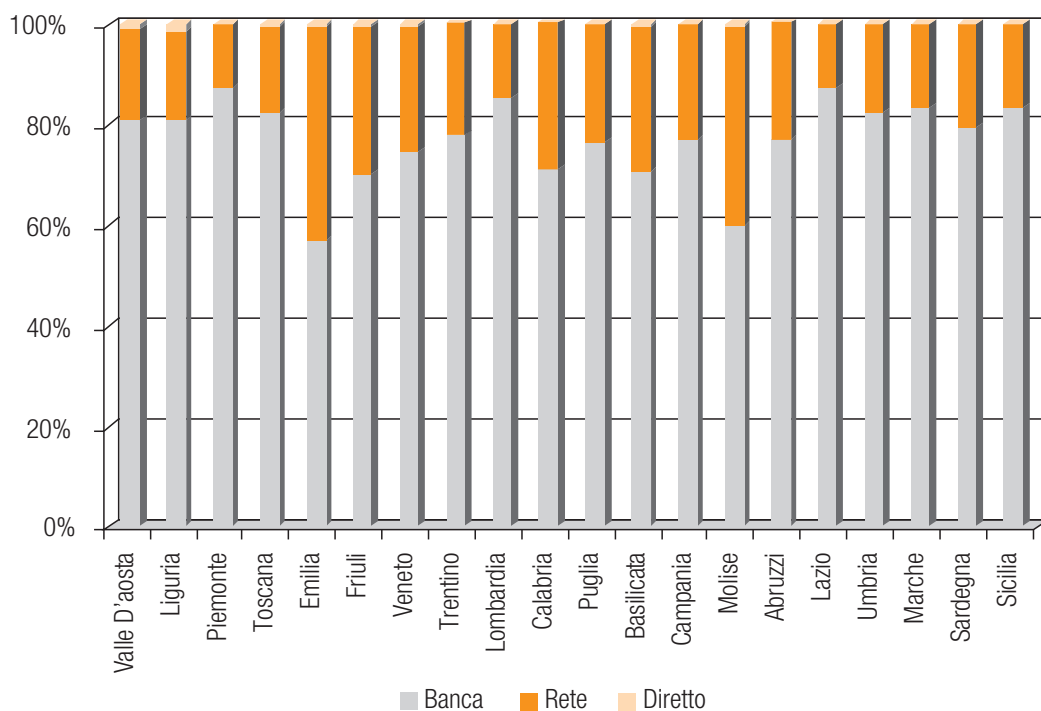


Fig 7.14: Canali di vendita: dettaglio a livello regionale



Anche al livello territoriale la distribuzione bancaria è stata preponderante, non si osservano infatti aree in cui le reti di vendita o il sistema diretto siano prevalenti. L'unica eccezione è data dalla provincia di Trento dove le sottoscrizioni effettuate attraverso la rete di vendita (50,1%) sono leggermente superiori rispetto a quelle effettuate con il canale bancario (49,5%). Alcune differenze si possono invece osservare nell'ammontare delle sottoscrizioni affluite ai diversi sistemi distributivi:

- nelle reti il 43% delle sottoscrizioni è di importo inferiore a 5.000 euro
- nelle banche il 36,3% delle sottoscrizioni è di importo compreso tra 5.000 e 15.000 euro
- nel sistema diretto il 46,9% delle sottoscrizioni è di importo superiore a 15.000 euro.

7.9 Fidelizzazione dei sottoscrittori dei fondi comuni

Più del 68% dei sottoscrittori presenti alla fine del 1998 ha sottoscritto quote di fondi comuni negli ultimi due anni e detiene un patrimonio complessivo pari al 59% di quello analizzato. Ciò è riconducibile alla sostenuta crescita che si è verificata nel sistema fondi a partire dal 1995. Dalle informazioni ottenute dall'indagine, nonostante la brevità della serie storica disponibile, si può comunque affermare che i risparmiatori tendono ad avere un rapporto continuativo e stabile con il sistema dei fondi. Confrontando il numero di sottoscrittori presenti nella rilevazione del 1998 con quelli della rilevazione del 1997, si può calcolare il tasso di permanenza degli stessi nel corso del 1998. La Fig 7.16 evidenzia i risultati.

Fig 7.15: Canali di vendita e importo delle sottoscrizioni

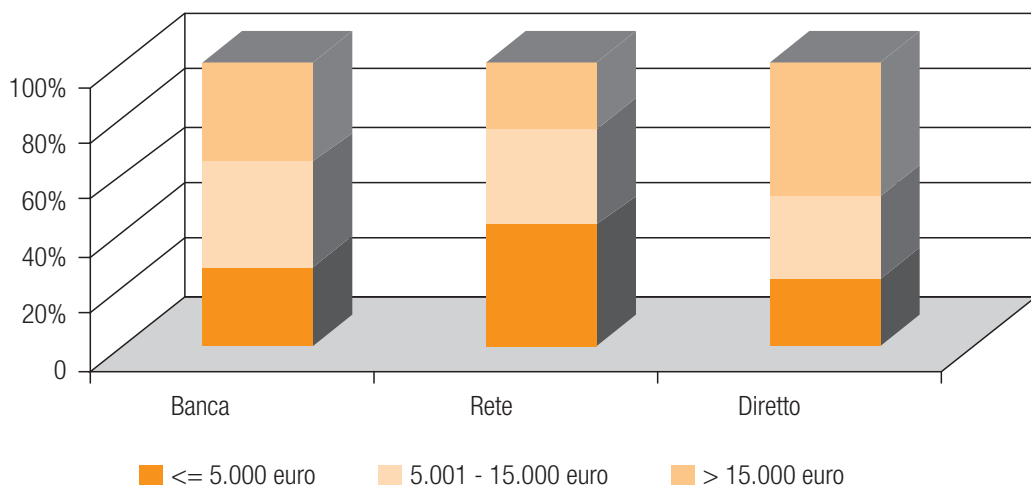
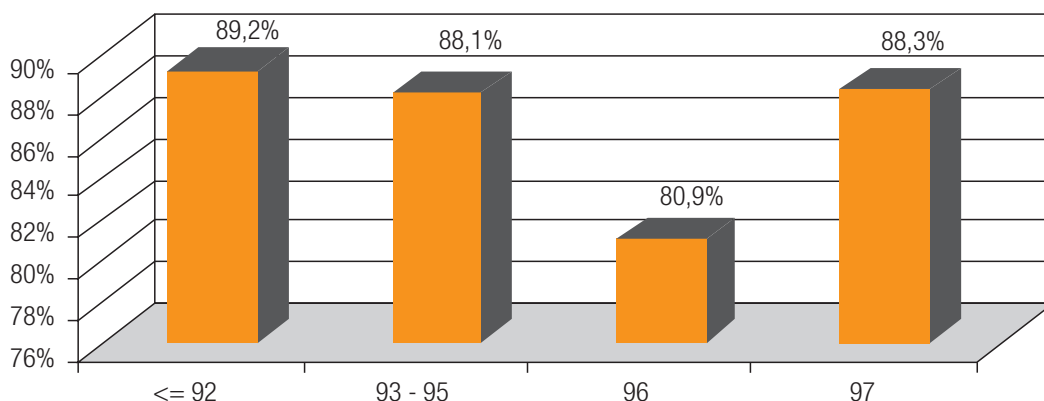


Fig 7.16: Permanenza dei sottoscrittori 1998 in base all'anno di investimento iniziale



7.10 Tendenze dei sottoscrittori 1999

Le prime anticipazioni relative all'indagine in corso sui sottoscrittori dei fondi comuni a fine 1999 confermano il panorama descritto per il 1998 e delineano alcune nuove tendenze che caratterizzano l'anno appena trascorso. In Tab 7.3 sono espone le caratteristiche del campione nei tre anni di analisi.

Le novità più rilevanti dei sottoscrittori nel 1999 sono:

- crescono considerevolmente i conti aperti a testimonianza che i risparmiatori italiani si rivolgono al sistema fondi comuni con crescente interesse. In Fig 7.17 si può notare

come il 36% dei sottoscrittori sia entrato per la prima volta nel sistema fondi nel l'anno 1999

- crescono gli importi medi investiti (Fig 7.18)
- aumenta il numero medio di fondi detenuti da ogni sottoscrittore. In Fig 7.19 si nota come soltanto il 30% dei sottoscrittori detiene a fine 1999 un solo fondo
- il processo di reallocation verso prodotti a maggior contenuto di titoli azionari (Fig 7.20) riguarda tutte le fasce di età considerate, pur risultando più evidente per quelle fino a 55 anni e per importi medi investiti più elevati.

Tab 7.3: Campione analizzato nei tre anni di indagine

	1997	1998	1999
Numero di sottoscrittori (Persone fisiche)	3.715.720	5.769.780	12.305.406
Numero di sottoscrittori (Persone giuridiche)	ns	ns	ns
Patrimonio analizzato (mil euro)	136.612	260.253	292.678
Detenuto da persone fisiche	128.757	220.486	220.146
Detenuto da persone giuridiche	7.855	39.767	72.532
Numero di società analizzate	25	25	23
In % del patrimonio gestito dall'industria	73%	70%	63%

Fig 7.17: Sottoscrittori 1999 in % per anno di primo investimento

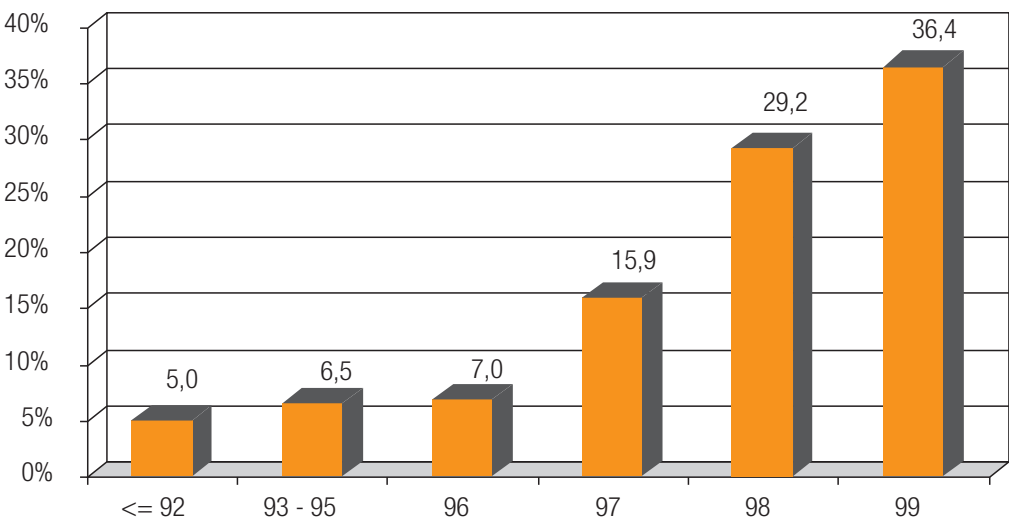


Fig 7.18: Sottoscrittori in % per importo investito

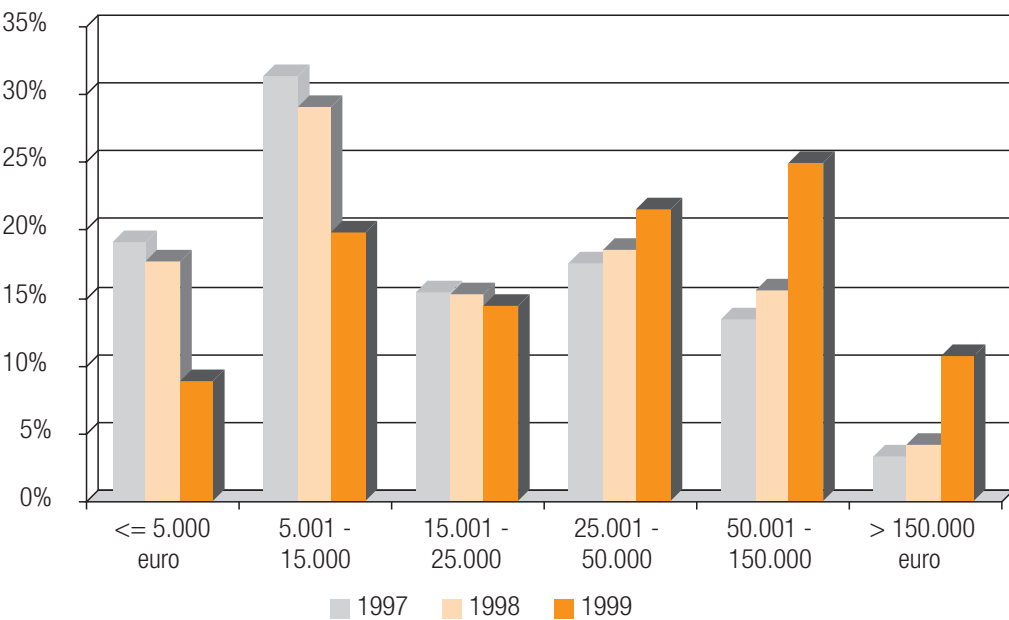


Fig 7.19: Sottoscrivitori in % per fondi detenuti

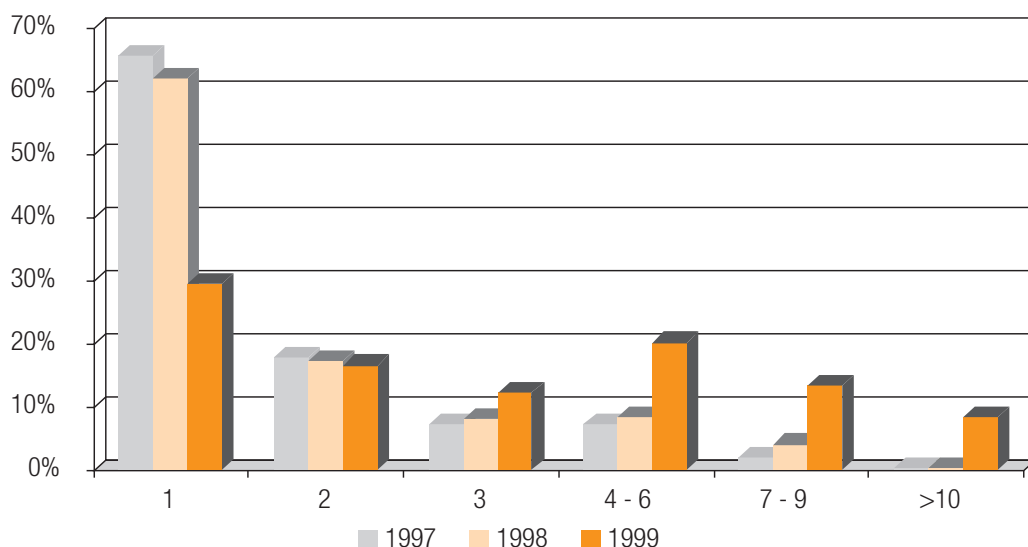
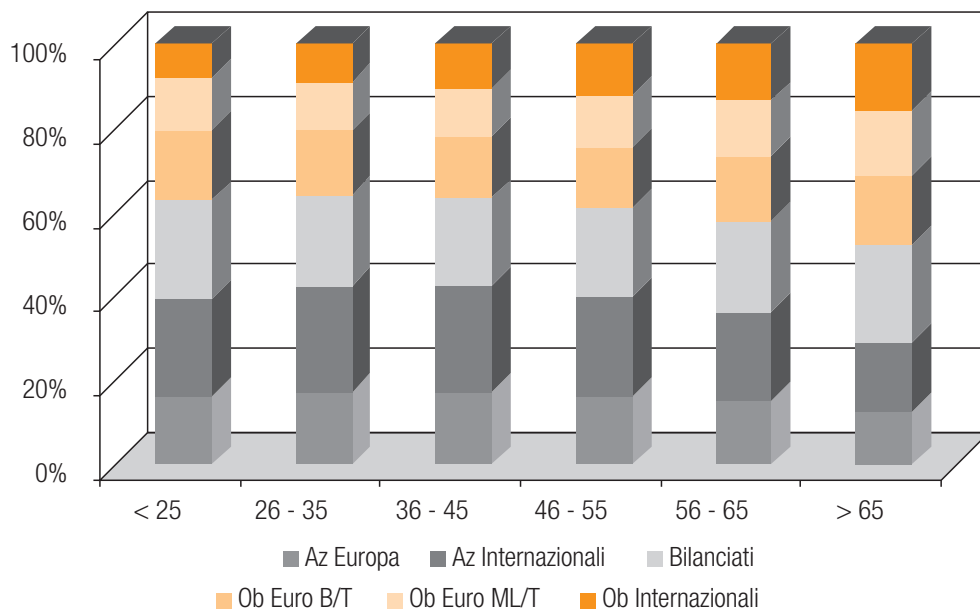


Fig 7.20: Scelte di investimento per fasce di età di sottoscrittori nel 1999



L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI CLASSIFICAZIONE E LE PROCEDURE DI CONTROLLO

La classificazione Assogestioni è divenuta un irrinunciabile punto di riferimento per una valutazione di primo livello delle caratteristiche dei fondi comuni di investimento.

Da un lato, le società hanno a disposizione uno strumento, la cui percezione è ampiamente collaudata presso il pubblico degli investitori, per definire e caratterizzare l'offerta dei propri prodotti.

Dall'altro, gli investitori hanno la possibilità di orientarsi, in modo generico ma immediato, tra i prodotti offerti sul mercato.

Affinché la classificazione risulti uno strumento efficace è importante che vi sia una conoscenza quanto più precisa della medesima. Il capitolo si articola in tre parti.

Nella prima parte sono illustrati i limiti di investimento di ogni categoria Assogestioni (Tab 8.1). Nella seconda parte vengono spiegati i tempi, i modi e le condizioni in cui le società hanno la facoltà di modificare la categoria di appartenenza dei propri fondi. La terza parte illustra le procedure di controllo applicate da Assogestioni sull'effettivo rispetto dei limiti di categoria.

Ricordiamo che la scelta di classificare un fondo rispetto alle categorie Assogestioni ha luogo su base volontaria.

8.1 Classe primaria e identificazione dell'asset allocation

La classificazione dei fondi si articola in cinque classi primarie: Azionari, Bilanciati, Obbligazionari - Obbligazionari Misti, Liquidità, Flessibili.

Ogni classe si contraddistingue per la percen-

tuale minima e massima di investimento azionario, ossia la classe identifica i parametri per l'asset allocation di base (azionaria - obbligazionaria).

In particolare, le classi possono essere poste in ordine crescente rispetto alla proporzione di azioni detenibili in portafoglio:

- i fondi obbligazionari, ad eccezione dei misti, e i fondi di liquidità non possono investire in azioni
- i fondi obbligazionari misti possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni
- i fondi bilanciati dal 20% al 70%
- i fondi azionari investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni
- i fondi flessibili non hanno vincoli di asset allocation azionaria (0%-100%).

8.2 Categoria e identificazione del fattore di rischio

Ogni classe di fondi si suddivide in categorie definite sulla base dei fattori di rischio che la caratterizzano:

- Azionari: mercato di quotazione, mercato dell'emittente e specializzazione settoriale
- Obbligazionari: valuta di denominazione e duration del portafoglio
- Liquidità: valuta di denominazione, rischio di credito dell'emittente e duration del portafoglio
- Bilanciati - Flessibili: non hanno categorie specifiche.

Può essere utile precisare alcuni criteri generali validi per una corretta interpretazione dei limiti di categoria.

Tab 8.1: Limiti agli investimenti secondo la nuova classificazione (dal 1999)

categorie	titoli azionari o recanti opzioni su azioni	tipologie degli investimenti
AZIONARI		
Italia	> 70%	Emittenti e mercati italiani
Area Euro	> 70%	Emittenti e mercati dei Paesi aderenti all'euro
Europa	> 70%	Emittenti e mercati europei
America	> 70%	Emittenti e mercati americani
Pacifico	> 70%	Emittenti e mercati dell'Estremo Oriente
Paesi Emergenti	> 70%	Emittenti e mercati dei Paesi Emergenti
Internazionali	> 70%	Emittenti e mercati di ogni area geografica
Altre Specializzazioni	> 70%	-
BILANCIATI	20 - 70%	Titoli denominati in qualunque divisa
OBBLIGAZIONARI		
Misti	< 20%	Titoli denominati in qualunque divisa
Area Euro a Breve Termine	0%	Attività finanziarie denominate in euro 100%; duration ¹ ≤ 2
Area Euro a Medio/Lungo Termine	0%	Attività finanziarie denominate in euro 100%; duration ¹ > 2
Area Europa	0%	Attività finanziarie denominate nelle valute dei paesi dell'area europea e esposizione valutaria in tali valute 100%
Area Dollaro	0%	Attività finanziarie denominate in dollari e esposizione valutaria in dollari > 90% ^{2,3}
Area Yen	0%	Attività finanziarie denominate in yen e esposizione valutaria in yen > 90% ²
Paesi Emergenti	0%	Titoli di emittenti di Paesi Emergenti > 70% ⁴
Internazionali	0%	Attività finanziarie e esposizione valutaria in qualunque divisa
Altre Specializzazioni	0%	-
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	0%	Attività finanziarie denominate in euro 100%; duration ¹ ≤ 0,5
FLESSIBILI	0 - 100%	Come da regolamento del fondo

¹ Durata media finanziaria del portafoglio ² La rimanente parte del patrimonio dovrà essere relativa ad investimenti denominati in euro ³ Area Dollaro: Usa, Canada, Australia, Nuova Zelanda

⁴ La rimanente parte del patrimonio dovrà essere relativa ad investimenti di emittenti di paesi dell'area euro

8.3 Fondi azionari

I fondi azionari si identificano per un investimento principale (minimo 70% azionario) e per un investimento residuale (in titoli obbligazionari e liquidità).

La specificazione dell'investimento principale attribuisce il nome alla categoria.

L'investimento principale è costituito da un minimo del 70% in titoli azionari emessi o quotati nel mercato di definizione oppure appartenenti al settore di specializzazione di definizione.

Per l'investimento principale in azioni il limite del mercato di quotazione o dell'emittente deve essere considerato singolarmente necessario e sufficiente.

L'investimento residuale è costituito da un massimo del 30% in titoli obbligazionari e liquidità nella valuta del mercato di definizione o in euro. Per l'investimento residuale non si applicano limiti all'emittente dei titoli obbligazionari, i limiti si riferiscono solo alla valuta di denominazione.

La copertura del rischio di cambio (per i fondi di mercati non-euro) può oscillare da 0% a 100% nella valuta del mercato di definizione o in euro.

La categoria azionari internazionali non è vincolata al mercato di emissione e quotazione. La categoria azionari altre specializzazioni è vincolata a criteri diversi da quelli geografici di mercato dell'emittente e della quotazione, attenendosi invece a quelli definiti discrezionalmente nel regolamento.

La sub categoria azionari internazionali "nuove tecnologie e telecomunicazioni" richiede che l'investimento principale sia settorialmente specializzato. L'investimento residuale (max 30% portafoglio) ha luogo in titoli obbligazionari e liquidità o in titoli azionari non settorialmente specializzati.

8.4 Fondi obbligazionari

L'investimento principale dei fondi obbligazionari si identifica in base alla valuta di emissione. Non viene definito un limite per il merito di credito e per il mercato dell'emittente. Tuttavia il gestore valuta la rischiosità relativa all'emittente in relazione al mercato di definizione. Il mercato dell'emittente deve rispettare limiti specifici solo per i fondi della categoria Paesi Emergenti.

Criteri specifici per categoria:

- Area Euro: 100% titoli obbligazionari e liquidità denominati in euro. Rispetto dei limiti di duration per le sub-categorie dell'area euro (breve e medio-lungo termine)
- Area Europa: 100% titoli obbligazionari e liquidità nella valuta del mercato di definizione
- Area Dollaro e Area Yen: 90% titoli obbligazionari e liquidità denominati nella valuta del mercato di definizione, investimento residuale in titoli denominati in euro
- Paesi Emergenti: 70% titoli obbligazionari e liquidità di emittenti del mercato di definizione, investimento residuale in titoli di emittenti dell'area euro, rischio di cambio coperto in euro da 0% a 100%
- Obbligazionari misti e internazionali: non sono vincolati al mercato di emissione e quotazione
- Obbligazionari altre specializzazioni: sono vincolati a criteri diversi da quelli geografici (valutari), attenendosi a quelli definiti discrezionalmente nel regolamento.

8.5 Fondi di liquidità

Hanno il 100% del portafoglio investito in titoli obbligazionari e liquidità denominati nella valuta del mercato di definizione.

Non vi è nessuna copertura del rischio cambio. Il limite minimale del merito di credito dell'emittente è "Single A".

Il limite di duration è inferiore a 6 mesi.

8.6 Fondi flessibili e bilanciati

Queste classi non presentano problemi di definizione in quanto non si suddividono in categorie e non necessitano ulteriori approfondimenti. I bilanciati rappresentano logicamente un sotto insieme dei fondi flessibili in quanto sono fondi flessibili con limiti minimi e massimi di quella che abbiamo definito asset allocation di base.

8.7 Parametri per il rispetto dei limiti di categoria

I seguenti parametri finanziari vanno calcolati sull'intero portafoglio di ogni singolo fondo al fine di monitorare il rispetto dei limiti consentiti dalla categoria di appartenenza:

- *Parametro di riferimento per un portafoglio obbligazionario (duration)*

Il calcolo della duration può essere eseguito con uno dei metodi prevalenti ("duration semplice" oppure "modified duration"); tali metodi sono considerati equivalenti ai fini della classificazione.

La duration convenzionale di un floater è definita dalla vita della cedola (per un CCT dunque duration convenzionale di 6 mesi).

Tale decisione porta a due problemi:

1. 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;
2. per quanto i floater abbiano vita residua anche molto lunga (10 anni) non si ritiene di escluderli dai fondi di liqui-

dità in quanto il mercato finanziario domestico non offre strumenti monetari diversificati e i CCT restano uno strumento imprescindibile anche con vita residua elevata.

- *Parametro di riferimento per i derivati (delta)*

I futures vanno valutati rispetto al loro valore nominale, con segno algebrico opportuno (acquisti o vendite). I restanti prodotti derivati (opzioni e note strutturate) vanno valutati rispetto al delta del sottostante. Nella categoria degli obbligazionari ad esempio, il delta di un'opzione su un titolo rappresenta il nominale virtuale di tale titolo da sommare o sottrarre (in accordo con il segno del delta) all'ammontare in portafoglio per il calcolo della duration.

- *Limite di credito per i fondi di liquidità*

Tutti i fondi che intendono collocarsi nella categoria denominata 'Fondi di liquidità' devono detenere un portafoglio obbligazionario che, oltre a rispettare un vincolo di duration, rispetti anche un merito di credito minimale. Il credit rating minimo ammesso per questa categoria è SINGLE A (S&P), BAA1 (Moody's).

I fondi che rispettano il criterio di duration ma non quello di rischio emittente devono collocarsi in altra categoria.

8.8 Settori di specializzazione: nuove tecnologie e telecomunicazioni

La tipologia industriale "nuove tecnologie e telecomunicazioni" ricomprende gli industrial groups previsti dai nuovi standard di classificazione definiti da MSCI e S&P:

- Telecommunication Services
- Technology and Hardware Equipment
- Software & Services
- Pharmaceuticals and Biotechnology.

8.9 Condizioni per la modifica della categoria di appartenenza

Ogni società di gestione associata, che distribuisca sul mercato un nuovo fondo comune di investimento, è tenuta a comunicare a Assogestioni la categoria in cui il nuovo fondo sarà collocato.

La scelta fatta in relazione alla categoria non necessariamente è definitiva, ma esistono delle regole che devono essere seguite per modificare la categoria di appartenenza del fondo. È stabilito che vi siano due sessioni annuali ordinarie per la variazione di categoria dei fondi già in esistenza:

- la prima sessione annuale ordinaria coincide con la riunione del Consiglio Direttivo prevista nel mese di luglio. Nell'ambito della medesima riunione, il Consiglio Direttivo esamina tutte le richieste di variazione che siano pervenute a Assogestioni entro la data del 30 giugno. Laddove le richieste di variazione siano accolte, esse hanno retroattivamente valore dal 1 luglio
- la seconda sessione annuale ordinaria coincide con la riunione del Consiglio Direttivo prevista nel mese di gennaio. Nell'ambito della medesima riunione, il Consiglio Direttivo esamina tutte le richieste di variazione che siano pervenute a Assogestioni entro la data del 31 dicembre. Laddove le richieste di variazione siano accolte, esse hanno retroattivamente valore dal 1 gennaio.

Salvo circostanze particolari, quale la nascita di una nuova categoria, un fondo comune di investimento non può modificare la categoria di appartenenza più di una volta all'anno.

Oltre alle due sessioni annuali ordinarie, laddove se ne presenti la necessità, Assogestioni può stabilire una o più sessioni straordinarie.

Tali sessioni possono essere indette, con modalità di volta in volta da stabilirsi, in considerazione di variazioni nella classificazione Assogestioni in vigore.

Allorquando una società decida di modificare la politica di investimento di un fondo in modo così radicale da doverne variare il regolamento (previa approvazione della Banca d'Italia delle medesime variazioni) ci si trova in una situazione analoga a quella in cui venga distribuito sul mercato un nuovo fondo. Decorso il termine sospensivo previsto di 180 giorni, il fondo automaticamente si colloca nella categoria prescelta. È cura del fondo comunicare a Assogestioni la nuova categoria entro termini di tempo adeguati. Si tenga presente che il termine di 180 giorni è previsto soltanto per i fondi di diritto italiano. Per i fondi di diritto estero il termine si riduce a quanto previsto dalla regolamentazione di origine.

Conseguentemente alle procedure di controllo sul rispetto dei limiti di categoria, è previsto che vi possano essere delle conseguenti variazioni di categoria infra-annuali. Per quanto concerne le medesime si rimanda, tuttavia, al successivo punto 8.10.

La variazione di categoria comporta l'annullamento della performance storica del fondo a partire dalla data di cambiamento della categoria stessa. Questa prassi dovrà essere seguita sia dalle società di gestione nella comunicazione di natura pubblicitaria sia dalla stampa economica e dagli operatori specializzati nella comunicazione a carattere divulgativo.

8.10 Procedure di controllo del rispetto dei limiti di categoria

Tutte le società di gestione associate, nel comunicare all'Associazione la categoria di appartenenza di ciascun fondo, si impegnano a un rigoroso rispetto dei limiti di categoria.

L'appartenenza ad una categoria, se indicata nel regolamento o nel prospetto informativo del fondo e 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 e controllo.

Al fine di effettuare una periodica verifica del rispetto dei limiti, l'Associazione ha definito una procedura di controllo che fa uso dei dati sulla composizione di portafoglio mensilmente inviati dalle società di gestione.

Il controllo sul rispetto dei limiti ha luogo con periodicità trimestrale e si articola in 5 operazioni attraverso cui si intende verificare che:

- i fondi azionari detengano almeno il 70% di azioni in portafoglio
- i fondi bilanciati detengano almeno il 20% di azioni in portafoglio e non più del 70%
- i fondi obbligazionari misti detengano non più del 20% di azioni in portafoglio
- i fondi obbligazionari non detengano azioni
- i fondi azionari italia investano esclusivamente in azioni italiane (in riferimento al mercato e/o all'emittente).

Una volta individuati quei fondi che non abbiano rispettato i limiti di categoria nel tri-

mestre di riferimento, Assogestioni comunicherà formalmente il mancato rispetto dei limiti alle società interessate, richiedendo alle medesime di far seguito, entro la fine del successivo trimestre, in uno dei seguenti modi:

- fornendo adeguata spiegazione del mancato rispetto dei limiti
- rientrando nei limiti di investimento propri della categoria di appartenenza
- chiedendo di classificare il fondo in differente categoria.

Laddove, al trascorrere dei tre mesi, le società interessate non facciano seguito in alcun modo alla comunicazione di richiamo, Assogestioni provvederà automaticamente ad una riclassificazione del fondo compatibile con le caratteristiche del portafoglio.

Si ricorda che l'obbligo normativo dei fondi comuni italiani di indicare un benchmark di riferimento della propria gestione di portafoglio pone le società nella condizione di scegliere benchmark coerenti con i limiti di investimento della categoria Assogestioni.

Ciò è necessario affinché l'informativa contenuta nel prospetto sia coerente e definisca inequivocabilmente le caratteristiche del prodotto commercializzato.

I BENCHMARK ADOTTATI DAI FONDI COMUNI DI DIRITTO ITALIANO

Fin dal 1999 le società di gestione di fondi comuni di diritto italiano sono state impegnate in un processo di adeguamento alla normativa vigente circa l'adozione del parametro oggettivo di riferimento (benchmark), che dovrà essere inserito nei prospetti entro il prossimo luglio 2000.

Benché i dati riguardanti le scelte effettuate dai gestori abbiano ancora carattere di provvisorietà, sembra possibile far emergere con una certa significatività alcune considerazioni sugli "index provider" utilizzati dai fondi italiani, sugli indici maggiormente impiegati nelle macro-categorie dei fondi azionari, bilanciati ed obbligazionari e in tema di asset allocation dell'industria dei fondi comuni. Il campione è rappresentato dagli 855 fondi in esistenza al 31 marzo 2000.

Si consideri che 36 fondi, per un valore di patrimonio amministrato pari al 1,15% del totale, devono ancora comunicare detto parametro. Inoltre, 16 fondi flessibili hanno già deciso di avvalersi della facoltà di non indicare alcun parametro di riferimento.

Il prospetto di Tab 9.1 riassume le caratteristiche salienti del campione.

9.1 I provider di indici

Tab 9.2 indica i primi 12 provider in relazione al patrimonio gestito dai fondi che ne utilizzano gli indici.

Nelle Tab 9.3, Tab 9.4, Tab 9.5 vengono indicati i primi 6 provider nelle singole macro-categorie dei fondi azionari, bilanciati ed obbligazionari. Come informazione aggiuntiva si riporta il numero di volte in cui gli indici di ogni provider vengono utilizzati. Si possono ricavare le seguenti considerazioni:

- circa l'80 % del patrimonio dell'industria dei fondi comuni è gestito in riferimento agli indici di soli quattro index provider
- il livello di concentrazione è ancor più elevato per il comparto azionario dove gli indici MSCI vengono adottati per oltre il 60% del patrimonio netto.

In particolare, laddove per ogni singolo mercato molto spesso vengono impiegati i relativi indici (come il Mibtel o il Comit Globale per la Borsa Italiana); il principale riferimento per gli indici settoriali e regionali è appunto quello dei benchmark MSCI. Di rilievo l'impiego degli indici

Tab 9.1: Caratteristiche del campione

fondi	numero	benchmark comunicato	bench. non comunicato	nessun benchmark
Azionari	374	363	11	-
Bilanciati	62	60	2	-
Obbligazionari	354	342	12	-
Liquidità	35	32	3	-
Flessibili	30	6	8	16
Totale	855	803	36	16

Tab 9.2: I provider per patrimonio gestito dai fondi che li utilizzano

provider	mil euro	% sul patrimonio totale
MSCI	130.241	26,68
J.P. MORGAN	123.909	25,38
MTS SPA	74.532	15,27
MERRILL LYNCH	55.369	11,34
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	22.604	4,63
24 ORE - UNICREDITO	13.256	2,72
SALOMON SMITH BARNEY	11.452	2,35
BORSA ITALIANA SPA	9.232	1,89
FT - S&P	8.794	1,80
STOXX LIMITED	8.609	1,76
STANDARD & POOR'S	5.763	1,18
BORSE NON EUROPEE	5.311	1,09

Tab 9.3: I provider più utilizzati dai fondi azionari

provider	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot azionari	impieghi
MSCI	107.626	62,06	270
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	17.081	9,85	45
BORSA ITALIANA SPA	8.497	4,90	32
FT - S&P	7.537	4,35	31
MTS SPA	6.599	3,81	157
STOXX LIMITED	6.476	3,73	9

Tab 9.4: I provider più utilizzati dai fondi bilanciati

provider	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot bilanciati	impieghi
J.P. MORGAN	19.607	31,25	40
MSCI	19.545	31,15	60
MERRILL LYNCH	6.185	9,86	16
MTS SPA	6.025	9,60	27
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	4.173	6,65	18
SALOMON SMITH BARNEY	2.331	3,71	7

Tab 9.5: I provider più utilizzati dai fondi obbligazionari

provider	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot obbligaz.	impieghi
J.P. MORGAN	94.486	42,58	196
MTS SPA	54.731	24,67	113
MERRILL LYNCH	41.944	18,90	142
24 ORE - UNICREDITO	12.359	5,57	20
SALOMON SMITH BARNEY	9.091	4,10	40
MSCI	2.661	1,20	26

Stoxx Limited per l'intera area Europa, dove rappresentano il secondo provider per patrimonio gestito

- il mercato appare più diversificato nel comparto obbligazionario dove, pur riscontrandosi una complessiva prevalenza degli indici J.P. Morgan, diversi provider concorrono a definire i benchmark
- si presti attenzione al peso degli indici MTS nell'ambito del comparto azionario, in termini di patrimonio gestito e, soprattutto, del numero di volte in cui vengono impiegati. Ciò evidenzia la consuetudine, prevalente nella maggior parte dei fondi azionari, ad utilizzare un indice composto (azionario\obbligazionario) piuttosto che un unico indice azionario
- la presenza degli indici MSCI tra i primi sei provider dei fondi obbligazionari non assume un analogo rilievo, spiegandosi semplicemente con la facoltà degli obbligazionari misti di investire in azioni, fino al 20% del portafoglio.

9.2 I benchmark dei fondi azionari

I benchmark più utilizzati in termini di patrimonio gestito per la macro-categoria dei fondi azionari sono riportati nelle Tab 9.6.

Come informazione aggiuntiva si riporta il numero di volte in cui gli indici sono utilizza-

ti e il peso medio che hanno nel portafoglio. Si può osservare che:

- l'indice più utilizzato dai fondi azionari è l'indice MSCI Europe. Tale indice rappresenta circa un quinto del patrimonio complessivamente gestito dai fondi azionari e il suo peso, in termini percentuali, è quasi il doppio rispetto al secondo benchmark in ordine di importanza. Questa è l'indicazione più importante proveniente dalla Tab 9.6, indicazione che conferma il fenomeno di asset re-allocation che ha contraddistinto l'industria dei fondi negli ultimi mesi, un fenomeno caratterizzato dalla ricomposizione di portafoglio a favore dell'azionario euro ed Europa.
Gli Azionari Europa, nel corso del 1999, sono divenuti la categoria con il più alto patrimonio in gestione tra i fondi azionari, superando per importanza gli Azionari Italia
- un secondo risultato abbastanza sorprendente è il peso dei benchmark legati all'area Pacifico. Tre dei primi quindici indici azionari e due dei primi dieci sono benchmark dei mercati azionari di tale area. Si tenga presente che la categoria Azionari Pacifico, in virtù dell'andamento dei mercati di tale area geografica, si è contraddistinta per la crescita più sostenuta del 1999, in termini di performance e di flusso

Tab 9.6: I benchmark più utilizzati dai fondi azionari

benchmark	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot azionari	impieghi	peso medio %
MSCI EUROPE	31.514	18,17	28	89,29
INDICE COMIT GLOBALE	16.617	9,58	43	87,67
MSCI WORLD	13.308	7,67	45	90,78
MSCI PACIFIC	6.225	3,59	11	89,09
IND. CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - BOT	6.007	3,46	121	9,09
MSCI PACIFIC FREE	5.941	3,43	9	90,00
S&P 500 INDEX	5.604	3,23	17	92,65
MSCI EMF	4.483	2,58	13	92,31
MSCI AC EUROPE	4.479	2,58	1	100,00
MSCI AC WORLD FREE	4.216	2,43	8	65,63
MSCI WORLD FREE	3.473	2,00	11	80,91
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	3.403	1,96	2	92,50
MSCI NORTH AMERICA	3.213	1,85	11	93,64
MSCI PAN - EURO	3.171	1,83	1	90,00
MSCI AC PACIFIC FREE	2.830	1,63	3	100,00

netto. A fine dicembre 1999 gli Azionari Pacifico rappresentano la terza categoria per patrimonio gestito tra tutti i fondi azionari

- l'indice MTS BOT rappresenta il benchmark obbligazionario più utilizzato dai fondi azionari.

In accordo a quanto precedentemente osservato, il numero complessivo di impieghi (ben 121) e il peso medio del relativo utilizzo (10% circa) confermano la consuetudine dei fondi azionari ad utilizzare un indice composto (azionario\liquidità) piuttosto che un unico indice azionario.

Quest'ultima considerazione trova conferma nel peso medio degli indici azionari più utilizzati. In ben 10 casi su 14 è pari a circa il 90%. Considerando gli indici usati più di 10 volte, in modo che il valore medio abbia un significato statistico maggiore, i casi diventano 7 su 9.

9.3 I benchmark dei fondi bilanciati

I principali benchmark utilizzati dai fondi bilanciati sono riportati in Tab 9.7 dalla quale si possono ricavare le seguenti osservazioni:

- dei primi 15 benchmark in termini di patrimonio gestito 7 sono azionari e 8 obbligazionari. Ciò evidenzia un'asset allocation coerente con le caratteristiche tipologiche della categoria
- tre dei 7 benchmark azionari sono benchmark dei mercati azionari europei. I rimanenti 4 sono indici azionari internazionali. Questo fatto riflette, in parte, una diversificazione nell'offerta dei fondi bilanciati in fondi bilanciati internazionali e fondi bilanciati euro\Europa
- rispetto al caso dei fondi azionari, nessun benchmark assume una posizione chiaramente dominante, rispetto agli altri, in termini di patrimonio gestito.

Tab 9.7: I benchmark più utilizzati dai fondi bilanciati

benchmark	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot bilanciati	impieghi	peso medio %
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	8.541	13,61	10	41,00
MSCI WORLD	6.811	10,86	27	36,11
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	4.181	6,66	16	28,75
INDICE COMIT GLOBALE	4.173	6,65	18	32,50
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT BOND INDEX	3.284	5,23	4	38,75
MSCI EUROPE	3.269	5,21	7	26,43
MSCI WORLD FREE	2.975	4,74	7	27,14
IND.CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - BOT	2.807	4,47	11	17,27
IND. CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - GENERALE	2.430	3,87	8	45,00
J.P. MORGAN GBI BROAD INDEX	2.097	3,34	3	50,00
MSCI WORLD EX EUROPE	2.039	3,25	3	18,33
MSCI AC WORLD	1.903	3,03	3	50,00
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	1.868	2,98	3	50,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	1.669	2,66	1	30,00
SALOMON SMITH BARNEY EMU GOVER. BOND INDEX (EGBI)	1.656	2,64	1	50,00

Tab 9.8: I benchmark più utilizzati dai fondi obbligazionari

benchmark	patr. gestito mil euro	patr. gestito % tot obbligaz.	impieghi	peso medio %
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	24.280	10,94	35	73,57
IND. CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - BOT	19.996	9,01	69	38,77
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	16.381	7,38	17	53,82
IND. CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - GENERALE	15.188	6,84	8	98,13
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	13.897	6,26	25	67,20
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	11.849	5,34	43	83,14
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	8.487	3,82	10	72,00
J.P. MORGAN GBI +	8.445	3,81	9	84,44
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. BOND INDEX	7.790	3,51	5	66,00
IND. CAPITALIZ. LORDO MTS - "ex Bd'I" - CTZ	6.220	2,80	3	83,33
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. BOND INDEX 1-3 ANNI	3.792	1,71	5	54,00
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 3-5 yr	3.766	1,70	4	61,25
24 ORE - UNICREDITO EMU6	3.263	1,47	6	56,67
IND.CAPITALIZ. LORDO MTS "TASSO FISSO - GENERALE"	3.077	1,39	3	86,67
MERRILL LYNCH PAN EUROPEAN GOVERN. BOND INDEX	3.042	1,37	3	86,67

9.4 I benchmark dei fondi obbligazionari

I principali benchmark utilizzati dai fondi obbligazionari sono riportati in Tab 9.8 dalla quale si può ricavare che:

- J.P. Morgan Emu Bond Index è il benchmark più utilizzato dai fondi obbligazionari in termini di patrimonio gestito
- l'indice MTS BOT è invece l'indice più utilizzato in termini di numero di impieghi
- tra i primi 15 indici obbligazionari sono eterogeneamente rappresentati i benchmark di 4 diversi "index provider". Questo fatto conferma la diversificazione sul fronte dell'offerta nel comparto obbligazionario.

9.5 L'asset allocation

Tab 9.9 riproduce i valori di asset allocation azionaria\obbligazionaria dell'industria dei fondi comuni italiani e pone a confronto due tipologie di dati: quelli mensilmente comunicati dalle società di gestione (disponibili sul sito web <http://www.assogestioni.it/dati/fondiita.asp>) e i dati ottenuti rielaborando le informazioni sui benchmark adottati.

È opportuno ricordare che le informazioni sui benchmark adottati hanno carattere di provvisorietà. Non tutte le Società hanno già avuto l'approvazione da parte della Consob dei nuovi prospetti informativi, molte hanno in corso l'istruttoria di approvazione e attendono una prossima risposta.

Tuttavia, i risultati ottenuti rappresentano in modo più che soddisfacente lo stato dei fatti. Si tenga presente che il patrimonio gestito dalle società cui è stato approvato il prospetto (circa un terzo delle esistenti) gestiscono il 50% del patrimonio dei fondi comuni italiani. L'aggiornamento dei dati è al 31 marzo 2000. Si può osservare che:

- il significato dell'asset "altro" è differente nei due casi. Se si considera il flusso dei dati mensili prodotto dalle società, la voce "altro" identifica una categoria residuale, per lo più determinata dalla componente di liquidità di portafoglio e dai derivati. Viceversa, nei valori ottenuti dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark, alla componente di liquidità e ai derivati deve essere sommata la componente obbligazionaria di breve periodo, che non è inclusa nella voce "obbligazioni"
- esiste una stretta corrispondenza tra i valori di asset allocation riscontrati nei due casi. Per ovviare alle differenze di significato dell'asset "altro", la corrispondenza è stata verificata sull'asset "azioni" e sulla somma degli asset "obbligazioni" ed "altro". Ciò evidenzia che i benchmark adottati riflettono efficacemente la gestione di portafoglio dei fondi, quantomeno al livello di disaggregazione prescelto
- Il valore piuttosto alto della componente liquidità\obbligazioni di breve periodo che si ottiene dai dati sul benchmark può essere, a nostro avviso, interpretato con la con-

Tab 9.9: Valori di asset allocation

asset	fonte dei dati: flusso mensile	fonte dei dati: benchmark
Azioni	40,91 %	40,60 %
Obbligazioni	52,03 %	42,68 %
Altro	7,07 %	16,73 %

suetudine dei fondi azionari ad utilizzare un indice composto (azionario\obbligazionario) invece che un unico indice azionario. Questa tendenza è stata più volte sottolineata nel corso dell'analisi.

Utilizzando i dati ottenuti dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark, è possibile approfondire i valori di asset allocation nei comparti azionario ed obbligazionario.

9.6 Asset allocation all'interno del comparto azionario

Tab 9.10 riporta i valori di ripartizione per mercato all'interno del comparto azionario. Si possono ricavare le seguenti osservazioni:

- oltre un quinto degli investimenti azionari sono concentrati nei mercati dei paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea (ex Italia). Sommando i valori relativi agli investimenti nell'area euro (ex Italia) e nell'area Europa (ex euro) viene raggiunto addirittura il 37% dell'investimento azionario complessivo. Questi numeri ben evidenziano un fenomeno di asset re-allocation che ha contraddistinto l'industria dei fondi comuni italiani nel corso degli ultimi

mesi, fenomeno che ha visto il consolidarsi dei fondi Azionari Europa, a discapito dei fondi Azionari Italia, come la categoria maggiormente rappresentata tra quelle dei fondi azionari

- tra le classi di investimento azionario extra-europee, spicca la percentuale di investimento riservata al Giappone e, in generale, all'area Pacifico. Anche in questo caso trova conferma la considerazione secondo cui la categoria Azionari Pacifico, grazie all'andamento dei mercati di tale area geografica, si è contraddistinta per la crescita più sostenuta nel corso del 1999, sia in termini di performance che di flusso netto
- merita attenzione il peso dell'investimento azionario specializzato settorialmente. Si tenga presente che ben l'80% di questo investimento è diretto ai settori delle telecomunicazioni e nuove tecnologie. In particolare, 15 dei 48 indici "settoriali" sono focalizzati su tali investimenti. Essi rappresentano, in termini di patrimonio amministrato, 9.788 milioni di euro. Tenuto conto che anche gli investimenti azionari specializzati per area geografica hanno una propria componente in tali set-

Tab 9.10: Ripartizione per mercato nel comparto azionario

asset allocation (mercato)	patr. gestito mil euro	patr. gestito % totale	patr. gestito % totale azioni
Azioni area euro (ex Italia)	42.702	8,96	22,07
Azioni Italia	37.130	7,79	19,19
Azioni Nord America	34.840	7,31	18,01
Azioni Europa (ex euro)	28.732	6,03	14,85
Azioni Giappone	24.246	5,09	12,53
Azioni specializzate per settore	12.321	2,59	6,37
Azioni paesi emergenti	7.679	1,61	3,97
Azioni area Pacifico (ex Giappone)	5.476	1,15	2,83
Azioni (categoria residuale)	327	0,07	0,17
AZIONI TOTALE	193.454	40,60	100,00

tori, si può facilmente intuire il complessivo rilievo dei cosiddetti settori della “new economy”.

9.7 Asset allocation all'interno del comparto obbligazionario

Tab 9.11 riporta i valori di ripartizione per valuta all'interno del comparto obbligazionario che consentono le seguenti osservazioni:

- i titoli obbligazionari denominati in euro rappresentano oltre il 70% degli investimenti obbligazionari realizzati dai fondi comuni di diritto italiano. Il dato indubbiamente è importante ma, tutto sommato, non sorprende. Si considerino i seguenti aspetti:
 - circa il 60% del patrimonio netto dei fondi obbligazionari e liquidità, congiuntamente considerati, viene gestito da fondi appartenenti alle categorie “Obbligazionari area euro a Breve Termine”, “Obbligazionari area euro a Medio/Lungo Termine” e “Liquidità area euro”. Tutti i fondi appartenenti a

queste categorie si impegnano ad investire il 100% del proprio patrimonio in titoli denominati in euro

— la maggior parte degli investimenti dei fondi “Obbligazionari Europa” (quinta categoria obbligazionaria per patrimonio gestito) si concentra in titoli obbligazionari denominati in euro

— è previsto che l’investimento residuale delle categorie azionarie avvenga in titoli obbligazionari e/o liquidità della valuta del mercato di definizione o in euro. È stato più volte riscontrato, nel corso dell’analisi, che i fondi italiani fanno generalmente riferimento a benchmark composti azionario\obbligazionario. Questi fattori, congiuntamente considerati, giustificano ampiamente il peso dei titoli denominati in euro nel comparto obbligazionario.

- il 20% del patrimonio gestito dai fondi obbligazionari fa riferimento a benchmark “global”, ovvero a benchmark che investono in titoli denominati in differenti valute.

Tab 9.11: Ripartizione per valuta nel comparto obbligazionario

asset allocation (valuta)	patr. gestito mil euro	patr. gestito % totale	patr. gestito % totale obbligaz.
Obbligazioni in euro	148.871	31,24	73,20
Obbligazioni in valute differenti (indici global)	41.524	8,71	20,42
Obbligazioni in dollari	4.909	1,03	2,41
Obbligazioni in valute europee (ex euro)	3.760	0,79	1,85
Obbligazioni in valute di paesi emergenti	3.336	0,70	1,64
Obbligazioni in yen	483	0,10	0,24
Obbligazioni (categoria residuale)	480	0,10	0,24
OBLIGAZIONI TOTALE	203.363	42,68	100,00

GLI STANDARD GLOBALI DI PRESENTAZIONE DELLE PERFORMANCE

10.1 Introduzione

Con la sigla GIPS si definisce un insieme di standard globali di presentazione delle performance degli investimenti finanziari.

L'esigenza di delineare i GIPS nasce dalla trasformazione dei mercati finanziari, e del settore del risparmio gestito in particolare, che si avviano a divenire sempre più globali. In questo contesto, è indispensabile disporre di criteri uniformi per calcolare e presentare la performance di una molteplicità di soggetti finanziari, spesso residenti in paesi diversi. Le prassi di investimento, la normativa, la misurazione delle performance e la maniera in cui vengono riportati i risultati possono infatti variare considerevolmente da un paese all'altro. Al riguardo, alcuni paesi hanno delle linee guida che sono ampiamente accettate a livello nazionale, ma altri hanno pochi standard riconosciuti. Regole di misurazione e di presentazione dei rendimenti ottenuti consolidate e riconosciute in tutto il mondo vanno così a beneficio sia dei gestori sia dei loro clienti.

La loro adozione consentirà ai risparmiatori ed agli investitori istituzionali di disporre di informazioni relative alle performance complete e presentate in maniera veritiera. I gestori dei paesi con standard di presentazione minimi potranno competere ad armi pari con quelli dei paesi con degli standard più evoluti. Questi ultimi sapranno di poter essere paragonati con le imprese locali in maniera equa, quando si troveranno a competere in paesi dove non saranno stati, in precedenza, adottati gli standard di presentazione.

Dal punto di vista dei risparmiatori, l'adozio-

ne di standard globali rende più affidabili le informazioni e le quantificazioni relative alle performance. Una volta che detti standard saranno stati accettati in tutti i paesi del mondo, i singoli gestori potranno misurare e presentare le proprie performance in modo da permettere ai clienti di paragonarle facilmente con quelle degli altri.

10.2 La storia dei GIPS

A metà degli anni '80 si è verificata negli Stati Uniti una situazione analoga a quella che rischia di essere vissuta attualmente nel nostro paese: il mondo del risparmio gestito si presenta sempre più complesso e diversificato in seguito alla crescita impetuosa degli ultimi anni. È infatti rapidamente aumentata la specializzazione dei prodotti, la loro differenziazione e la loro inter-connessione in relazione anche al sistema di distribuzione, alle tipologie commissionali e ai servizi connessi. Tutto ciò in un contesto in cui la performance può divenire veicolo di promozione delle vendite anche grazie alla mancanza di regole che consente di presentare preferibilmente ai clienti i portafogli gestiti migliori e le serie di performance più convenienti.

In questo modo vengono penalizzate le società con comportamenti più trasparenti e l'insieme dell'industria viene scoraggiata dal presentare performance veritiere.

In sintesi, in mancanza di regole, si corre il rischio di:

- disorientare i risparmiatori
- distogliere i gestori dai loro obiettivi di medio-lungo termine

- distorcere la concorrenza.

Da qui l'opportunità di creare degli standard universalmente accettati di calcolo e di presentazione delle performance come quelli che furono inizialmente definiti dagli analisti finanziari americani.

La prima versione delle linee guida di presentazione delle performance venne pubblicata nel 1987 sul *Financial Analysts Journal*. La seconda versione apparve nel 1993 a cura dell'AIMR (Association for Investment Management Research, associazione degli analisti finanziari americani) che ha dato il via all'effettiva messa in opera dei sistemi software e dei sistemi di verifica.

Gli anni tra il 1993 e il 1996 hanno quindi segnato una fase di collaudo che si è conclusa con la versione degli standard AIMR del 1997 che è anche stata tradotta in italiano e pubblicata in un quaderno Assogestioni.

Negli ultimi anni, l'esigenza di adottare degli standard è divenuta sempre più evidente anche in Europa e la FEAAF (Federazione Europea delle Associazioni degli Analisti Finanziari) ha istituito una propria commissione per studiarne l'applicabilità. È tuttavia ben presto emersa la necessità di raccordarsi a degli standard non solo europei o americani, ma internazionali, utilizzabili a livello mondiale.

È così nata una commissione internazionale per la stesura degli standard di presentazione delle performance che ha concluso i suoi lavori nell'aprile del 1999 con la presentazione degli standard GIPS.

10.3 I concetti di base

Gli standard GIPS si fondano su alcuni principi basilari che servono a costruire un sistema di presentazione delle performance coerente e razionale e che si possono così elencare:

- 1 Occorre identificare in maniera precisa

l'ente gestore, che può essere una persona giuridica, come una SGR, o anche una sua divisione, purché operi in regime di piena autonomia.

- 2 Occorre identificare una *soglia minima* al di sopra della quale si considera sia possibile effettuare una effettiva gestione di portafoglio.
- 3 Tra i *portafogli* così definiti occorre considerare ai fini dei GIPS solo quelli *soggetti a commissioni e gestiti in maniera pienamente discrezionale*.
- 4 Occorre a questo punto essere certi che nessuno di questi ultimi portafogli venga dimenticato nell'analisi: criterio fondamentale dei GIPS è infatti la *completezza dell'analisi* riferita ad un determinato ente gestore.
- 5 Occorre identificare per ogni portafoglio un *benchmark*. È noto che la Consob ha reso la definizione del benchmark obbligatoria per le gestioni: ciò è perfettamente in linea con gli orientamenti internazionali.
- 6 Con ogni probabilità un ente gestore di una certa dimensione si troverà con più portafogli con uno stesso benchmark. Qui interviene un altro concetto basilare dei GIPS: quello di *composito* che corrisponde all'aggregazione di tutti i portafogli aventi uno stesso benchmark.
- 7 Il rendimento dei portafogli è il *rendimento totale* (ai prezzi di mercato, comprese cedole e dividendi), *di regola lordo*. Solo i costi di transazione e le ritenute fiscali alla fonte non recuperabili sono di norma dedotti. Fanno *eccezione* i fondi comuni di investimento per i quali è consentito il riferimento a compositi al netto delle commissioni.
- 8 Dovendo valutare la performance pura dei gestori, il rendimento è ponderato per il tempo (*time weighted*) e non per gli importi investiti (*money weighted*).

- 9 Vanno presentati i *rendimenti annui*, anno per anno e per almeno 5 anni (dal 2005 dieci) dei compositi.
- 10 Il rendimento di un composito altro non è che la *media ponderata* dei rendimenti dei portafogli che lo definiscono. Portafogli di piccole dimensioni contribuiscono quindi a definire il rendimento di un composito meno di quelli di grandi dimensioni.
- 11 Il concetto di *performance* comporta l'abbinamento di appropriati indicatori di *rischio* agli indicatori di *rendimento*.
- 12 Nel momento della *presentazione* dei risultati, il gestore non può presentare a sua discrezione il miglior portafoglio, ma deve presentare il *composito*, cioè la media ponderata dell'insieme dei portafogli gestiti. Naturalmente, non è nemmeno consentita la presentazione di portafogli modello, di liste di titoli prescelti dagli analisti, se non come informazione separata e del tutto distinta da una presentazione conforme ai GIPS.
- 13 A partire dal 2005 sarà obbligatorio sottoporre i GIPS a *verifica*. Il tema delle verifiche è stato dibattuto sia in sede di commissione internazionale sia in sede di commissione italiana, anche con il contributo delle società di revisione. In sostanza, si è indicato che la verifica deve mirare essenzialmente a convalidare l'impianto generale sulla base del quale un ente si dichiara conforme ai GIPS, in particolare con riferimento alla completezza dei dati forniti.

In sintesi i GIPS rappresentano una combinazione di concetti base molto semplici in uno schema razionale così da permettere al mercato di darsi regole certe e trasparenti.

Non essendo questa disciplina imposta dagli organi di vigilanza, i GIPS si configurano come codice di autoregolazione. In quanto tale assumono anche caratteristiche etiche: la com-

pletezza e la veridicità delle informazioni fornite dipendono essenzialmente dal comportamento degli analisti e dei gestori.

10.4 Portafogli istituzionali e portafogli "retail"

I GIPS sono nati per servire in primo luogo le esigenze degli investitori istituzionali. Ormai negli Stati Uniti varie indagini (Intersec, Spaulding Associates, Price Waterhouse Coopers) hanno mostrato come oltre l'80% dei gestori si proponga agli investitori istituzionali con presentazioni delle performance conformi agli standard AIMR.

In Europa la proporzione permane molto bassa non essendo il processo ancora avviato, ma molti gestori di portafogli istituzionali si sono dichiarati in procinto di adeguarsi agli standard AIMR o agli standard GIPS. Cosa accade invece sul versante dei fondi comuni di investimento e delle gestioni patrimoniali?

Nel caso dei fondi comuni esiste una normativa di vigilanza in tutti paesi del mondo che per molti versi è analoga, se non più vincolante, di quella prevista dai GIPS (si pensi come esempio al mark to market giornaliero). Altri aspetti non sono tuttavia presenti: ad esempio l'obbligo della costruzione di compositi e i requisiti di presentazione delle serie storiche dei dati. Anche nel caso delle gestioni patrimoniali i requisiti di vigilanza, in termini sia di valorizzazione sia di reportistica si stanno avvicinando a quanto richiesto dai GIPS.

Ciò considerato, vi è più di un motivo per ritenere probabile che in Europa, come sta già avvenendo negli Stati Uniti, i criteri GIPS si estenderanno anche ai fondi comuni e alle gestioni patrimoniali:

- nel caso delle società di gestione del risparmio che operano a tutto campo, sia per clienti istituzionali sia per clienti "retail",

l'estensione dei GIPS a tutti i portafogli è un obbligo che discende dal requisito di completezza

- molti gestori di prodotti “retail” che mirano anche al mercato istituzionale vorranno disporre di performance al lordo delle commissioni calcolate secondo gli stessi criteri degli standard GIPS
- anche nel mercato “retail” si fa strada il ruolo dei consulenti esterni che tendono a richiedere ai gestori le stesse tipologie di informazioni già presentate ai clienti istituzionali.

Se il mercato istituzionale appare il pioniere, sembra inevitabile che debba seguire anche quello “retail”.

L'edizione italiana dei GIPS non si differenzia da quella internazionale e ne costituisce una traduzione fedele. Esistono comunque delle peculiarità italiane ed europee. Al fine di tenerne conto, la Commissione Italiana per i GIPS ha corredato la traduzione con delle note ed alcune appendici:

- una prima appendice riprende un esempio di presentazione delle performance in maniera conforme
- una seconda appendice, approfondisce gli algoritmi di calcolo dei rendimenti. Come si è detto i rendimenti pertinenti per i GIPS sono quelli ponderati per il tempo (time weighted). Le norme Consob di attuazione del T.U. non hanno fornito indicazioni riguardo alla formula da impiegare. Ne è risultato un dibattito chiarificatore che si è svolto anche in seno alla Commissione e che

ha evidenziato i motivi di scelta della formula time weighted

- una terza appendice affronta la questione dei criteri di distinzione tra portafogli discrezionali e non discrezionali nelle gestioni patrimoniali italiane. Tale distinzione è basilare nella costruzione di una presentazione conforme ai GIPS
- una quarta appendice illustra la formula di “lordizzazione” delle performance dei fondi comuni italiani elaborata da Assogestioni. Purtroppo il regime fiscale dei fondi di investimento italiani è del tutto peculiare e rende impossibile il confronto diretto delle nostre performance con quelle dei concorrenti europei e internazionali. Il ricorso a tale formula è pertanto indispensabile
- una quinta appendice riguarda le implicazioni dell'euro e deriva da un contributo elaborato in sede di Comitato Europeo. Questa appendice analizza le modalità di costruzione delle serie storiche in euro e i problemi di raccordo tra i dati antecedenti e quelli successivi al 2 gennaio 1999.
- un'ultima appendice puntualizza i punti comuni e gli elementi di diversità tra gli standard GIPS e gli standard AIMR che li hanno preceduti. Gli analisti finanziari americani hanno fatto propri gli standard GIPS. Ci sono tuttavia degli aspetti quali il venture capital e gli investimenti immobiliari che non sono ancora contemplati dai GIPS, ma che rimangono negli standard AIMR.

LA PRESENTAZIONE DELLE PERFORMANCE IN EUROPA

L'avvio dell'Unione Monetaria e la conversione delle valute dei paesi aderenti nell'euro ha ripercussioni rilevanti sulla confrontabilità tra i fondi dei differenti paesi e sulla definizione di regole di presentazione delle performance. La Federazione Europea dei Fondi e delle Società d'Investimento (FEFSI) ha individuato delle linee guida in riferimento ai temi più rilevanti che toccano le performance dei fondi comuni di investimento:

- l'impatto della conversione delle valute nazionali nell'euro
- il codice di buona condotta sulla presentazione delle performance e del "ranking" dei fondi.

11.1 L'impatto della conversione delle valute nazionali nell'euro

La conversione delle valute dei paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea nell'euro tocca numerosi aspetti delle performance dei fondi comuni di investimento per quanto concerne soprattutto i confronti tra i diversi paesi e il mantenimento della storia delle performance di ciascun fondo o categorie di fondi.

La FEFSI ha ritenuto opportuno proporre i criteri stabiliti al riguardo dalla Federazione Europea degli Analisti Finanziari (EFFAS) che ha istituito una Commissione Permanente sulla Misurazione delle Performance.

Questi criteri sono delle linee guida che dovrebbero essere osservate sia dai gestori dei fondi, e più in generale di prodotti del risparmio gestito, sia dai provider specializzati nel calcolo e nella comunicazione delle performance o degli indici ad esse collegate.

I criteri stabiliti costituiscono quindi un vero e proprio codice di comportamento finalizzato a un processo di conversione nell'euro che sia il più possibile corretto e trasparente nella misurazione e nella valutazione delle performance.

11.2 Principi generali

- 1 Per un cliente individuale, la conversione in euro non dovrebbe avere alcun effetto sulla performance storica. La storia personale dell'investimento del cliente non subisce cambiamenti.
- 2 L'euro non esiste come valuta corrente prima della data di conversione (1 gennaio 1999 da qui in poi abbreviata in ECD). Di conseguenza, è impossibile creare una qualsiasi informazione storica valida in euro prima di tale data per i fondi, i titoli detenuti individualmente, gli indici e i tassi di cambio.
- 3 Le performance storiche che erano comparabili prima dell'UME dovrebbero rimanere comparabili anche dopo, così da conservare sia il rank sia la proporzionalità tra il rendimento dei diversi fondi.
- 4 Le performance dei fondi che non erano comparabili prima dell'UME non possono divenire retrospettivamente comparabili in virtù della creazione dell'euro.

11.3 Presentazione dei dati storici

- 5 Si considera auspicabile che vengano mantenute le serie storiche che coprono i periodi prima e dopo l'ECD. Ovviamente, il problema della presentazione di tali serie

in euro si pone per i periodi ante ECD. In tale caso, la presentazione deve esplicitare la valuta di origine dei dati storici.

- 6 I dati relativi ai rendimenti ante ECD possono essere connessi con i dati dei rendimenti post ECD, ma in ogni caso occorre specificare la valuta di origine. Questo sta a significare che anche se i rendimenti espressi nelle valute dei diversi paesi convergeranno in serie espresse in euro, le storie individuali ante ECD dei rendimenti espressi in ciascuna valuta dovranno essere conservate e memorizzate in maniera separata.

- 7 I valori nominali quali prezzi, valorizzazioni, dividendi o guadagni possono creare particolari difficoltà.

Per facilitarne la comprensione, i dati storici relativi a un cliente possono essere convertiti in euro al tasso di cambio fisso stabilito per la valuta originaria del cliente, in modo da evitare la discontinuità nelle serie storiche dovuta all'ECD. Tuttavia, per rispettare il principio definito al punto 2, la serie così convertita dovrà essere definita come: *“Lire Italiane convertite in euro al tasso di cambio fisso”* che può essere abbreviato, secondo l'uso della International Organisation for Standardisation (ISO) come: ITL (EUR).

- 8 La memorizzazione dei dati storici relativi alla misurazione dei rendimenti degli investimenti individuali e/o alle performance dei fondi può essere effettuata nella maniera più indicata per le applicazioni richieste. Tuttavia, occorre mantenere la registrazione della valuta di origine per ogni data considerata, altrimenti risulterà facilitato il non rispetto del principio 4.

- 9 Molti provider e analisti quantitativi hanno calcolato e presentato valori in *“euro sintetico”* prima dell'ECD.

È molto importante che tali dati siano sem-

pre accompagnati dalla dizione *“euro sintetico”* per rispettare il principio definito al punto 2.

11.4 Le categorie di fondi

- 10 La comparazione o l'aggregazione delle performance dei fondi richiede una attenzione particolare se i valori originari sono espressi in valute differenti.

Dopo aver controllato che i fondi analizzati hanno mantenuto obiettivi di investimento simili durante il periodo esaminato, è necessario convertire i dati sui rendimenti precedenti all'ECD in una singola valuta, usando i tassi di cambio storici, per poi convertire in euro al tasso di cambio fisso stabilito per quella stessa valuta. (es fondi europei specializzati sul mercato obbligazionario italiano. Ante ECD, i valori dei fondi tedeschi specializzati su quel mercato saranno espressi in marchi e andranno convertiti in lire italiane se la misurazione e il confronto si rivolgono agli investitori italiani, così accadrà per i fondi francesi ecc. fino ad avere serie storiche omogenee dei diversi fondi espresse in lire italiane. Si potranno allora convertire tali serie in euro adottando il cambio fisso lira/euro e confrontare le performance che si vorranno calcolare, anche con inizio ante ECD e fine post ECD). La presentazione delle performance così calcolate dovrà obbligatoriamente evidenziare le valute di origine dei singoli fondi e la valuta pre-euro scelta per la conversione (si veda l'esemplificazione calcolata in Tab 11.1).

- 11 In conseguenza dell'UME, è probabile che gli obiettivi d'investimento e i benchmark di molti fondi cambino. Di conseguenza, molte categorie di fondi impiegate per la misurazione delle performance potranno

pure subire dei mutamenti. Nell'effettuare questi cambiamenti occorre attenersi al rispetto dei principi 3 e 4.

12 Nella misurazione e nel confronto delle performance occorrerà accettare che in

molti casi l'ECD induca delle discontinuità. Sarà sempre necessario verificare che i fondi abbiano mantenuto obiettivi d'investimento simili prima di procedere all'aggregazione in categorie.

Tab 11.1: Esempio di misurazione delle performance

Tassi di cambio fissi con l'euro: EUR/FRF = 6,56 e EUR/DEM = 1,96

Poiché il tasso di cambio con l'euro è fisso dall'1/1/99, si può essere tentati di convertire in euro tutti i prezzi storici dei fondi.

fondo 1	1996	1997	1998	1999	2000	annualizzato
Quotazione (FRF)	100	105	110	117	123	
Quotazione (euro)				17,7	18,6	
Quotazione convertita (euro)	15,2	15,9	16,7	17,7	18,6	
Rendimento (FRF/EUR)		5,0%	4,8%	6,4%	5,1%	5,3%
Rendimento indice (FRF/EUR)		4,0%	3,8%	5,6%	4,4%	4,4%

fondo 2	1996	1997	1998	1999	2000	annualizzato
Quotazione (DEM)	100	101	105	107	112	
Quotazione (euro)				53,5	56,0	
Quotazione convertita (euro)	50,0	50,5	52,5	53,5	56,0	
Rendimento (DEM/EUR)		1,0%	4,0%	1,9%	4,7%	2,9%
Rendimento indice (DEM/EUR)		0,6%	-2,4%	5,6%	4,4%	2,0%

Nel creare il track record con l'euro, i rendimenti sembrano rimanere gli stessi. Tuttavia, prima dell'EMU le valute fluttuavano:

	1996	1997	1998	1999	2000	annualizzato
Tasso di cambio (FRF/DEM)	3	3,1	3,3	3,3	3,3	
Rendimento valuta (DEM vs FRF)		3,3%	6,5%	0,0%	0,0%	2,4%

La soluzione è definire nuove valute collegate (es FRF/EUR che era FRF ora è euro) per mantenere l'integrità tra portafogli e contro l'indice.

	1997	1998	1999	2000	annualizzato
fondo 1 (FRF/EUR)	5,0%	4,8%	6,4%	5,1%	5,3%
fondo 2 (FRF/EUR)	4,4%	10,7%	1,9%	4,7%	5,4%
Indice (FRF/EUR)	4,0%	3,8%	5,6%	4,4%	4,4%

Le valute collegate devono essere convertite usando i tassi di cambio standard prima dell'1/1/99

	1997	1998	1999	2000	annualizzato
fondo 1 (DEM/EUR)	1,6%	-1,6%	6,4%	5,1%	2,8%
fondo 2 (DEM/EUR)	1,0%	4,0%	1,9%	4,7%	2,9%
Indice (DEM/EUR)	0,6%	-2,4%	5,6%	4,4%	2,0%

Naturalmente in questo esempio sono stati amplificati i movimenti valutari. Tuttavia gli effetti sono reali e andrebbero attentamente valutati.

11.5 La fusione di fondi

- 13 I fenomeni di fusione dei fondi comuni continueranno e probabilmente diverranno più frequenti dopo l'ECD, in particolare in seguito alla creazione di nuove categorie di investimento e di nuove classi di attività.
- 14 Ai fini della misurazione delle performance, nel caso in cui la fusione avvenga tra due fondi con obiettivi d'investimento simili, la performance storica del fondo più grande dovrebbe essere mantenuta come performance storica del fondo derivato o "unificato". Se i due fondi sono di grandezza simile, dovrebbe essere preferita la performance relativa al fondo del quale i gestori e/o la linea gestionale vengono mantenuti nel nuovo fondo derivato.
- 15 Può comunque accadere che un fondo risultante da una fusione sia l'erede di almeno due fondi con obiettivi di investimento dissimili. In tal caso le informazioni sulle performance debbono essere mostrate in maniera disaggregata con dati supplementari e debbono essere comunicati gli obiettivi precedenti di investimento dei fondi oggetto di fusione.

11.6 Il codice di condotta per la presentazione delle performance

Il confronto delle performance, unitamente alla classificazione dei fondi, promuove una migliore conoscenza dell'industria dei fondi al grande pubblico. Di conseguenza la FEFSI ha incoraggiato attivamente l'adozione di un codice di presentazione da parte di tutti i paesi europei e degli operatori che in essi risiedono. Il calcolo delle performance dei fondi di investimento è ben definito in Europa tramite precise regole di valorizzazione del NAV (Net Asset Value) che generalmente viene effettuata

su base giornaliera. Questa definizione dovrebbe essere completata da regole di presentazione dei rendimenti al pubblico, con particolare attenzione ai "ranking", sulla stampa.

Il confronto delle performance, in un mercato sempre più aperto e competitivo, è infatti un elemento essenziale nelle decisioni di investimento e la FEFSI ha sviluppato una serie di principi di buona condotta per migliorare la qualità dell'informazione fornita al pubblico e la relativa comprensibilità.

I principi etici sono richiesti e raccomandati a tutti i gestori di fondi. In aggiunta, per i provider internazionali che effettuano servizi di misurazione delle performance sono stati definiti requisiti e raccomandazioni particolari, sebbene la FEFSI non abbia nessuna specifica autorità su di essi.

11.7 Requisiti per le società di gestione

- 1 Ciascuna presentazione deve essere corredata da una nota informativa che attesti che *"le performance passate non sono necessariamente una guida ai risultati futuri del fondo o della società di gestione. Il valore di un investimento e il relativo reddito possono scendere o salire e può accadere che non si abbia indietro l'intero ammontare investito"*.
- 2 Una volta che sia disponibile una serie storica sufficientemente lunga, le performance presentate devono essere calcolate su un periodo che sia almeno uguale o più lungo dell'orizzonte temporale sia della politica di investimento del fondo sia dell'investitore, ossia due, tre o cinque anni, ad eccezione dei fondi monetari.
- 3 Il periodo di riferimento delle performance deve essere calcolato usando dati rilevanti e attuali. La data dell'ultima quotazione considerata deve essere evidenziata.

- 4 Le performance relative a periodi inferiori all'anno non devono essere né annualizzate né estrapolate.
- 5 Le performance di un unico fondo o di un gruppo di fondi non devono essere usate intenzionalmente per rappresentare altri prodotti o l'intero panorama di fondi promossi da un gruppo senza un'informazione completa degli altri fondi gestiti.
- 6 In relazione all'accordo preso per un monitoraggio regolare effettuato da una società di misurazione delle performance, le società di gestione devono consentire l'accesso alle informazioni sui fondi per i confronti delle performance. Tale informazione dovrebbe includere i dettagli degli obiettivi di investimento, della politica di gestione, dei valori delle quote, delle emissioni e dei riscatti, i valori delle commissioni di gestione, di sottoscrizione e di rimborso e di ogni evento rilevante: acquisizioni, fusioni ecc.
- 7 I gestori dovrebbero verificare che ciascun fondo sia correttamente classificato in una categoria appropriata che rifletta la sua politica di investimento così da assicurare ai risparmiatori una corretta informazione comparativa.
- 8 Se una società di gestione ottiene l'approvazione a ritirare un fondo da una categoria, l'uscita da questa categoria è definitiva e la società rinuncia a qualsiasi richiesta futura di una reintroduzione.
- 9 L'origine, il periodo di performance coperto e la data di pubblicazione di qualsiasi ranking in una categoria, o di qualsiasi valutazione associata a un particolare fondo di investimento, devono essere divulgati con una informativa completa unitamente a una nota che afferma *“questi risultati passati non sono necessariamente una guida per le performance future del fondo di investimento.*

Il valore di un investimento e il relativo reddito possono scendere o salire e può accadere che non si abbia indietro l'intero ammontare investito”.

11.8 Raccomandazioni alle società di gestione

- 10 Ad esclusione dei fondi monetari, le società di gestione dovrebbe divulgare informazioni sufficienti per indicare il livello di rischio associato all'investimento nei fondi. Al riguardo, le società dovrebbero presentare una storia delle performance annuali per ciascuno degli ultimi cinque anni. Le società dovrebbero mostrare, o rendere disponibile su richiesta, la composizione del portafoglio e la sottostante esposizione sui mercati riferita a ogni fine anno dei rendimenti annuali presentati.
- 11 Un benchmark appropriato dovrebbe essere selezionato su base ex-ante per ciascun fondo di investimento.

11.9 Requisiti per le società di misurazione delle performance

- 12 È responsabilità delle società che effettuano servizi di misurazione delle performance controllare periodicamente con i gestori, o con qualsiasi altra persona autorizzata ufficialmente, la qualità del database e la affidabilità del calcolo del NAV o di altre informazioni connesse.
- 13 Le società di misurazione delle performance dovrebbero periodicamente confermare che la collocazione di ciascun fondo in una data categoria sia appropriata. Se una società di gestione decide che la politica d'investimento del fondo è cambiata, sarà la società di misurazione a decidere l'opportunità di annullare le performance pregresse

al cambio di categoria nelle tavole comparative di performance con gli altri fondi. Nel caso di fusione tra fondi, la società di misurazione valuterà attentamente sia la grandezza dei fondi che si uniscono sia l'obiettivo d'investimento del nuovo fondo creato e della società di gestione.

- 14 La definizione delle categorie prescelte dalle società di misurazione dovrebbe essere chiara, non in conflitto con le definizioni dello schema di classificazione indicato dalla FEFSI, dovrebbe tenere completamente conto dei vari settori di investimento di mercato e abbracciare un numero sufficiente di fondi rappresentativi.
- 15 Le società di misurazione delle performance dovrebbero divulgare una descrizione completa della metodologia usata per dare il ranking ai fondi in ciascuna categoria e fornire un'appropriata documentazione per interpretare i dati correttamente.
- 16 Tutti i fondi di investimento che soddisfano i requisiti indicati nel codice devono essere considerati nei servizi effettuati dalle società di misurazione delle performance.

11.10 Raccomandazioni per i media

- 17 Le regole di valutazione delle performance dei fondi comuni dovrebbero essere comunicate in anticipo alle società di gestione.
- 18 Una valutazione dovrebbe riferirsi a una classificazione omogenea dei fondi e includere un numero sufficiente di fondi di investimento simili per giustificare l'attendibilità della valutazione stessa.
- 19 La pubblicazione dei risultati della valutazione dovrebbe essere accompagnata dalla divulgazione dei criteri dettagliati impiegati, della metodologia di calcolo e da ogni altro elemento significativo, con la finalità di aiutare gli investitori a interpretare correttamente i risultati. Dovrebbe anche essere esplicitamente dichiarato che il passato non è necessariamente una guida per le i risultati delle performance future.
- 20 Il vocabolario impiegato nel descrivere una valutazione dovrebbe essere appropriato e tale da assicurare che gli investitori ai quali ci si rivolge sapranno comprenderlo e interpretarlo correttamente.
- 21 L'obiettivo sottostante ogni valutazione dovrebbe essere quello di assicurare che gli investitori siano in genere pienamente e correttamente informati. La finalità di base del presente codice di condotta è quello di proteggere gli interessi degli investitori e ogni commento, pubblicità e valutazione dovrebbe essere promosso con questa finalità ben chiara nella mente in tutte le occasioni.

GLI INDICI DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

12.1 Introduzione

Dal 1985 vengono calcolati e pubblicati gli indici dei valori unitari dei fondi comuni di investimento italiani. La rapida crescita di questo strumento finanziario ha infatti fin dall'inizio reso indispensabile la divulgazione sistematica degli indici di categoria di redditività con i quali gli operatori dell'industria, i risparmiatori e i divulgatori dell'informazione economica potessero confrontarsi.

Si distinsero subito due raggruppamenti di indici che venivano elaborati dalla Banca d'Italia e dal gruppo Imi, in particolare dal 1985 al 1992 da Studi Finanziari, società del gruppo, e successivamente da Banca Fideuram.

A partire dal 1988, vennero creati gli indici Prime e, a partire dal 1999, gli indici Ras Asset Management.

Queste famiglie di indici, pur differendo in alcune impostazioni metodologiche, si riconducono ad alcuni principi base comuni, quali il calcolo giornaliero, l'elaborazione di ciascun indice come media semplice o ponderata di una categoria della classificazione istituzionale dei fondi e l'aderenza generale delle famiglie degli indici alle trasformazioni registrate nel tempo dalla classificazione dei fondi.

In particolare, ci si riferisce all'evoluzione che negli anni si è verificata nel sistema di classificazione proposto da Assogestioni e adottato dal mercato come classificazione istituzionale dei fondi di diritto italiano.

Nei paragrafi seguenti verranno esaminate più in dettaglio le principali caratteristiche di queste famiglie di indici.

12.2 Gli indici della Banca d'Italia

Gli indici dei fondi comuni di investimento vengono calcolati dalla Banca d'Italia dal 1986 con la data base del 31 dicembre 1984. L'elaborazione si è dall'inizio riferita ai valori unitari giornalieri dei fondi che generano indici giornalieri per ciascuna delle tre macro-categorie dei fondi azionari, obbligazionari e bilanciati, denominati anche misti, più un indice generale relativo al totale dell'industria. Una delle peculiarità di questi indici è che essi hanno continuato a riferirsi alle tre macro-categorie indicate anche se nel tempo le categorie iniziali sono state suddivise da Assogestioni in un numero sempre maggiore di sotto-categorie corrispondenti alla crescente diversificazione di prodotto dell'industria dei fondi. La Banca d'Italia ha mantenuto il calcolo relativamente alle tre macro-categorie generando così degli indici di settore ad orientamento molto generale.

Gli indici sono di tipo "Laspeyres", ossia:

$$\frac{\sum P_1 Q_0}{\sum P_0 Q_0}$$

dove P_1 è il valore unitario del fondo i -esimo al tempo 1, Q_0 è il numero delle quote in circolazione al tempo 0 e la sommatoria si riferisce agli n fondi esistenti. Quindi l'indice Laspeyres dei valori unitari misura la variazione dei valori unitari dei fondi tra il tempo 0 e il tempo 1, tenendo costante il numero di quote al tempo 0. Esso è pari alla media ponderata degli indici dei valori unitari dei singoli fondi

(P_1/P_0) , con pesi pari ai loro patrimoni netti al tempo 0:

$$\frac{\sum P_1 Q_0}{\sum P_0 Q_0} = \frac{\sum (P_1/P_0) P_0 Q_0}{\sum P_0 Q_0}$$

I pesi sono aggiornati mensilmente in linea con l'evoluzione dei patrimoni netti dei singoli fondi. Pertanto l'indice al tempo 2 viene calcolato come prodotto degli indici relativi ai due periodi (0,1) e (1,2):

$$\frac{\sum P_2 Q_1}{\sum P_1 Q_1} * \frac{\sum P_1 Q_0}{\sum P_0 Q_0}$$

L'indice dei valori unitari dei fondi è quindi un indice Laspeyres "a catena", in quanto lega tra di loro gli indici relativi a sottoperiodi unitari (mesi). In tal modo, è anche possibile inserire tra i fondi comuni oggetto di rilevazione quelli di nuova istituzione, una volta noto il loro patrimonio netto alla fine del sottoperiodo precedente. L'indice generale è una media ponderata degli indici di categoria, con pesi pari ai patrimoni netti complessivi di ciascuna categoria alla fine del sottoperiodo precedente:

$$\frac{\sum_n P_1 Q_0}{\sum_n P_0 Q_0} = \frac{\sum_c (\sum_n P_1/P_0) \sum_n P_0 Q_0}{\sum_c \sum_n P_0 Q_0}$$

dove n_j è il numero di fondi appartenenti alla j -esima delle c categorie ($j = 1, \dots, c$).

12.3 La struttura futura

La Banca d'Italia sta mettendo a punto un nuovo sistema di elaborazione degli indici dei fondi che permetta di aggiornare la struttura attuale così da tenere conto delle innovazioni

di prodotto che si sono realizzate negli ultimi anni. Il nuovo schema dovrebbe prevedere una struttura di indici a tre livelli che prevede al terzo livello l'indice generale dei fondi, al secondo livello un ampliamento da tre a cinque macro-categorie (azionari, misti, obbligazionari, monetari e globali) e al primo livello una ripartizione di queste macro-categorie in Italia, estero e globale (Tab 12.1).

Le due nuove categorie dei monetari e dei globali hanno una genesi differente.

La definizione di fondo monetario adottata dalla Banca d'Italia è quella della Banca Centrale Europea che prevede un investimento del portafoglio in strumenti finanziari con vita residua inferiore a un anno o indicizzati a strumenti del mercato monetario. Si riscontra quindi una diversa caratterizzazione rispetto alla classificazione di Assogestioni che prevede per la classe dei Fondi di Liquidità una vita media residua del portafoglio inferiore a sei mesi. I fondi globali sono invece previsti nelle tipologie di regolamento autorizzate dalla Banca d'Italia secondo la dizione "*la società di gestione attua una politica di investimento volta a perseguire una composizione del portafoglio del fondo che verrà determinata in relazione all'andamento dell'economia e dei mercati finanziari*". Nella classificazione Assogestioni questa categoria è riconducibile alla classe dei Fondi Flessibili che non hanno vincoli nella composizione del portafoglio. La distinzione nelle sotto-categorie si riferisce alla prevalenza dell'investimento in titoli di emittente italiano, di emittente estero o globalmente investiti, ossia senza vincoli specifici nella diversificazione per paese o valuta, che può essere ricondotta alla definizione dei fondi internazionali adottata da Assogestioni. Questa nuova strutturazione dovrebbe avviarsi a partire dal 1996, ossia permettere un ricalcolo degli indici dei fondi secondo la nuova griglia a partire da questo anno.

Tab 12.1: Struttura base degli indici della Banca d'Italia dei fondi dal 1996

Indice Azionari Italia		
Indice Azionari Esteri	Indice Azionari	
Indice Azionari Globali		
Indice Misti Italia		
Indice Misti Esteri	Indice Obbligazionari	
Indice Misti Globali		
Indice Obbligazionari Italia		
Indice Obbligazionari Esteri	Indice Misti	Indice Generale fondi di diritto italiano
Indice Obbligazionari Globali		
Indice Monetari Italia		
Indice Monetari Esteri	Indice Monetari	
Indice Monetari Globali		
Indice Globali Italia		
Indice Globali Esteri	Indice Globali	
Indice Globali Globali		

12.4 Gli indici Fideuram

Si tratta degli indici più utilizzati dal mercato per valutare la redditività media dei fondi comuni di investimento di diritto italiano. Furono costituiti dalla società Studi Finanziari del gruppo Imi nel 1985 con base 2 gennaio 1985. A partire dal 1993, il calcolo degli indici passò alla Banca Fideuram, sempre del gruppo Imi, e furono ridenominati come indici Fideuram dei fondi.

La metodologia di calcolo è analoga a quella degli indici della Banca d'Italia. Si tratta di indici Laspeyres che per ciascuna categoria prescelta determinano la media ponderata degli indici dei valori unitari dei singoli fondi appartenenti alla categoria, con pesi pari ai loro patrimoni netti al tempo iniziale.

La ponderazione viene effettuata con cadenza annuale sulla base dei valori dei patrimoni dei fondi comunicati dalle società di gestione a fine anno. Poiché si tratta di indici ponderati, il paniere di ciascun indice è chiuso fino alla data della nuova ponderazione. Ne consegue che tanto più dilatata nel tempo è la frequenza della ponderazione, tanto più lento è l'aggiornamento del paniere in riferimento ai nuovi fondi creati nel periodo.

L'esclusione dei nuovi fondi, che può arrivare fino a quasi un anno di operatività per i fondi nati in gennaio, può determinare in periodi di grande espansione del mercato, come sono stati gli ultimi anni, un elemento di distorsione dell'indice. D'altra parte, gli indici Fideuram si presentano particolarmente stabili proprio in ragione di questa lentezza di aggiornamen-

Tab 12.2: Struttura base degli indici Fideuram dei fondi fino al 1994



to dei panieri e della invarianza dei pesi adottati per il lasso di un anno.

Nel caso si verifichi il cambio di categoria di un fondo, il fondo viene mantenuto nella vecchia categoria di appartenenza fino alla fine dell'anno, ossia fino a quando non viene effettuata la riponderazione degli indici.

La performance del fondo che muta categoria continua quindi a contribuire alla categoria iniziale di appartenenza fino alla fine dell'anno di variazione e entra nella categoria finale di appartenenza a partire dall'inizio dell'anno successivo.

La famiglia degli indici Fideuram fu costituita, come quelli della Banca d'Italia, in riferimento alle tre macro-categorie e all'indice generale del settore. Nel 1988, quando vi fu la prima sostanziale diversificazione di prodotto con l'introduzione dei fondi specializzati sui mercati esteri, ciascuna delle tre categorie storiche fu suddivisa nelle sotto categorie dei fon-

di italiani e internazionali, con una struttura ad albero che prevedeva ad un primo livello sette classi, ad un secondo livello tre classi e al terzo livello il totale dei fondi (Tab12.2). Per ciascuno dei livelli e delle classi veniva calcolato un indice, dove fino al secondo livello si trattava di indici Laspeyres, ossia una media ponderata degli indici dei valori unitari dei singoli fondi, mentre il passaggio dalle tre macro-categorie all'indice generale veniva effettuato ponderando i tre indici delle macro-categorie (fondi azionari, bilanciati e obbligazionari) per i pesi patrimoniali delle stesse macro-categorie.

Questa struttura è rimasta inalterata fino a quando fu adottato il nuovo schema di classificazione nel 1995 che ha introdotto 20 classi con date base differenziate in relazione all'operatività dei fondi inseriti in ciascuna classe. Tuttavia, malgrado l'incremento delle categorie del primo livello, la metodologia di calcolo

Tab 12.3: Struttura degli indici Fideuram dei fondi dal 1995 al 1998

Indice Azionari Italiani (base 31/12/84)		
Indice Azionari Internazionali (base 31/12/88)		
Indice Azionari Spec. Italia (base 31/12/88)		
Indice Azionari Spec. Europa (base 31/12/89)	Indice Fondi Azionari (base 31/12/84)	
Indice Azionari Spec. America (base 31/12/89)		
Indice Azionari Spec. Pacifico (base 31/12/89)		
Indice Azionari Spec. PE (base 31/12/94)		
Indice Azionari Altre Spec. (base 31/12/94)		
Indice Bilanciati Italiani (base 31/12/84)	Indice Fondi Bilanciati (base 31/12/84)	Indice Generale Fondi Italiani (base 31/12/84)
Indice Bilanciati Internazionali (base 31/12/88)		
Indice Obbl. Misti Italiani (base 31/12/84)		
Indice Obbl. Misti Internazionali (base 31/12/92)		
Indice Obbl. Puri Italiani (base 31/12/84)		
Indice Obbl. Puri Internazionali (base 31/12/88)		
Indice Obbl. Spec. Italia B.T. (base 31/12/94)		
Indice Obbl. Spec. Italia (base 31/12/94)	Indice Fondi Obbligazionari (base 31/12/84)	
Indice Obbl. Spec. Area Marco (base 31/12/94)		
Indice Obbl. Spec. Area Dollaro (base 31/12/94)		
Indice Obbl. Altre Spec. (base 31/12/88)		

Tab 12.4: Struttura degli indici Fideuram dei fondi dal 1999

Indice Azionari Italia (base 31/12/98)		
Indice Azionari Area Euro (base 31/12/98)		
Indice Azionari Europa (base 31/12/98)		
Indice Azionari America (base 31/12/98)	Indice Fondi Azionari (base 31/12/98)	
Indice Azionari Pacifico (base 31/12/98)		
Indice Azionari Paesi Emergenti (base 31/12/98)		
Indice Azionari Internazionali (base 31/12/98)		
Indice Azionari Altre Spec. (base 31/12/98)		
	Indice Fondi Bilanciati (base 31/12/98)	
Indice Obbl. Misti (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Area Euro BT (base 31/12/98)		Indice Generale Fondi Italiani (base 31/12/84)
Indice Obbl. Area Euro MLT (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Area Europa (base 31/12/98)	Indice Fondi Obbligazionari (base 31/12/98)	
Indice Obbl. Area Dollaro (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Area Yen (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Paesi Emergenti (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Internazionali (base 31/12/98)		
Indice Obbl. Altre Spec. (base 31/12/98)		
	Indice Fondi di Liquidità (base 31/12/98)	
	Indice Fondi Flessibili (base 31/12/98)	

degli indici di secondo e terzo livello rimase invariata (Tab 12.3).

Nel 1999, la struttura degli indici Fideuram venne nuovamente modificata in relazione all'adozione di una nuova classificazione dei fondi da parte di Assogestioni. La radicale trasformazione della classificazione, soprattutto per quanto riguarda i fondi obbligazionari, ha comportato l'impossibilità di raccordare la maggior parte delle nuove categorie con quelle della precedente classificazione. I nuovi indici dei fondi sono stati quindi completamente ribasati con data 31/12/1998 (Tab 12.4). Il cambiamento della data base ha così determinato una frattura nella continuità della serie storica degli indici relativi alle classi di primo livello, mentre per gli indici di secondo livello, pur continuando ad esistere le macro-categorie dei fondi azionari, bilanciati e obbligazionari, si crea comunque una discontinuità dovuta alla nascita delle due nuove categorie dei fondi di liquidità e flessibili nelle quali sono confluiti molti dei fondi appartenenti alle precedenti macro-categorie.

12.5 Gli indici Ras Asset Management

Gli indici Ras Asset Management dei fondi (d'ora in poi indici RAM) vengono elaborati a partire dal 1 gennaio 1999 e in relazione alla classificazione introdotta a quella data. Gli indici sono calcolati sia come media semplice che come media ponderata per tutte le categorie di fondi previste dalla classificazione per i fondi di diritto italiano e di diritto lussemburghese storici.

Rispetto agli indici Fideuram dei fondi si possono rilevare due sostanziali differenze:

- gli indici RAM includono sia i fondi di diritto italiano sia i fondi di diritto lussemburghese denominati storici, ossia autorizzati prima della direttiva comunitaria. Gli

indici Fideuram si riferiscono solo ai fondi di diritto italiano

- gli indici RAM si riferiscono alle classi base previste dalla classificazione e quindi non prevedono gli indici di secondo e terzo livello elaborati da Fideuram.

Gli indici medi sono calcolati in base alla media aritmetica della performance dei fondi appartenenti alla stessa categoria, escludendo dal calcolo, per i fondi che dovessero mutare categoria, i dati relativi al periodo precedente il cambiamento.

Gli indici medi ponderati sono calcolati come media delle performance dei fondi ponderati in base al rapporto tra il NAV del fondo interessato e il totale del NAV dei fondi della stessa categoria. Quindi la media ponderata di una categoria è la sommatoria del prodotto della performance di ogni fondo per la percentuale del proprio peso di patrimonio rispetto al patrimonio totale di tutti i fondi appartenenti alla categoria.

Dato che i valori dei patrimoni sono disponibili solo una volta al mese, il peso assegnato ad ogni fondo rimane uguale fino alla disponibilità di nuovi valori di patrimonio. I nuovi fondi che entrano in una categoria contribuiscono al calcolo della media solo dall'inizio del mese successivo al mese di entrata.

Denominando RM_i e RP_i le performance giornaliere calcolate rispettivamente sulla media aritmetica e sulla media ponderata delle performance dei fondi di una data categoria al giorno i . I corrispondenti indici saranno allora dati dai seguenti algoritmi:

$$IM_i = IM_{i-1} * (1 + RM_i)$$

come indice della media semplice

$$IP_i = IP_{i-1} * (1 + RP_i)$$

come indice sulla media ponderata.

Dove:

$$RM_i = \sum R_j / n$$

con $j = 1, 2, \dots, n$ fondi della categoria

$$RP_i = \sum R_j * NAV_j / \sum NAV_j$$

con R_j rendimento del fondo j nel giorno i .

12.6 Gli indici Prime

Gli indici Prime dei fondi presentano una struttura elaborativa con caratteristiche intermedie rispetto a quelle degli indici Fideuram e degli indici RAS.

L'algoritmo di calcolo è quello adottato per gli indici RAS ossia come media ponderata delle performance dei fondi di ciascuna classe. La ponderazione è effettuata sulla base del valore dei patrimoni dei fondi che vengono aggiornati mensilmente.

Gli indici si riferiscono alle classi base della classificazione Assogestioni, mentre non sono previsti gli indici di secondo e terzo livello. A differenza di quelli Ras, questi

indici considerano solo i fondi di diritto italiano e non sono quindi compresi i fondi lussemburghesi storici.

Nelle Tab 12.6 e 12.7 sono riportate le strutturazioni degli indici riferiti alla classificazione di Assogestioni in vigore fino al 31 dicembre 1998 e alla classificazione attuale.

In particolare, per quanto concerne la classificazione attuale, la data base è stata fissata per tutte le classi al 31 dicembre 1998, così come per gli indici Fideuram e Ras.

Tuttavia per le categorie dei fondi:

- Azionari Internazionali, Azionari Specializzati Europa, America, Pacifico e Paesi Emergenti
- Obbligazionari Internazionali e Obbligazionari Specializzati Area Dollaro

il calcolo dei rispettivi indici è stato effettuato a partire dal 31 dicembre 1994 così da mantenere una continuità con le corrispondenti categorie della precedente classificazione.

Quando è stato possibile, quindi, è stata mantenuta una serie storica dell'indice delle categorie così da non creare una frattura della continuità storica, che si è venuta a creare con l'adozione dell'attuale classificazione Assogestioni.

Tab 12.5: Struttura degli indici Ras Asset Management semplici e ponderati

Indice Azionari Italia (base 31/12/98)	Indice Obbl. Misti (base 31/12/98)	Indice Bilanciati (base 31/12/98)
Indice Azionari Area Euro (base 31/12/98)	Indice Obbl. Area Euro BT (base 31/12/98)	Indice Fondi Liquidità Area Euro (base 31/12/98)
Indice Azionari Europa (base 31/12/98)	Indice Obbl. Area Euro M/LT (base 31/12/98)	
Indice Azionari America (base 31/12/98)	Indice Obbl. Area Europa (base 31/12/98)	
Indice Azionari Pacifico (base 31/12/98)	Indice Obbl. Area Dollaro (base 31/12/98)	
Indice Azionari Paesi Em. (base 31/12/98)	Indice Obbl. Area Yen (base 31/12/98)	
Indice Azionari Internazionali (base 31/12/98)	Indice Obbl. Paesi Em. (base 31/12/98)	
Indice Azionari Altre Spec. (base 31/12/98)	Indice Obbl. Internazionali (base 31/12/98)	
	Indice Obbl. Altre Spec. (base 31/12/98)	

Tab 12.6: Struttura degli indici Prime dei fondi fino al 1998

Indice Azionari Italiani (base 4/1/85)	Indice Bilanciati Italiani (base 4/1/85)	Indice Obbl. Misti Italiani (base 4/1/85)
Indice Azionari Internazionali (base 8/3/85)	Indice Bilanciati Internazionali (base 4/10/85)	Indice Obbl. Misti Internazionali (base 14/4/89)
Indice Azionari Spec. Italia (base 26/2/88)		Indice Obbl. Puri Italiani (base 25/1/85)
Indice Azionari Spec. Europa (base 15/4/88)		Indice Obbl. Puri Internazionali (base 15/7/88)
Indice Azionari Spec. America (base 7/10/88)		Indice Obbl. Spec. Italia BT (base 10/10/86)
Indice Azionari Spec. Pacifico (base 20/1/89)		Indice Obbl. Spec. Italia (base 4/1/85)
Indice Azionari Spec. Paesi Em. (base 4/1/91)		Indice Obbl. Spec. Area Marco (base 14/1/94)
Indice Azionari Altre Spec. (base 07/10/88)		Indice Obbl. Spec. Area Dollaro (base 14/1/94)
		Indice Obbl. Altre Spec. (base 7/10/88)

Tab 12.7: Struttura degli indici Prime dei fondi dal 1999

Indice Azionari Italia	Indice Obbl. Misti	Indice Bilanciati
(base 31/12/98)	(base 31/12/98)	(base 31/12/98)
Indice Azionari Area Euro	Indice Obbl. Area Euro BT	
(base 31/12/98)	(base 31/12/98)	Indice Fondi Liquidità Area Euro
Indice Azionari Europa	Indice Obbl. Area Euro M/LT	(base 31/12/98)
(base 31/12/94)	(base 31/12/98)	
Indice Azionari America	Indice Obbl. Area Europa	
(base 31/12/94)	(base 31/12/98)	
Indice Azionari Pacifico	Indice Obbl. Area Dollaro	
(base 31/12/94)	(base 31/12/94)	
Indice Azionari Paesi Em.	Indice Obbl. Area Yen	
(base 31/12/94)	(base 31/12/98)	
Indice Azionari Internazionali	Indice Obbl. Paesi Em.	
(base 31/12/94)	(base 31/12/98)	
Indice Azionari Altre Spec.	Indice Obbl. Internazionali	
(base 31/12/98)	(base 31/12/94)	
	Indice Obbl. Altre Spec.	
	(base 31/12/98)	

MAPPA DEL SITO WWW.ASSOGESTIONI.IT

1 Sezione	Assogestioni
1a	Presentazione dell'associazione
1b	Nomi e indirizzi
1c	Statuto
1d	Codice deontologico

2 Sezione	Dati e statistiche
2a	Comunicato stampa mensile
2b	Fondi italiani

Patrimonio - I dati, espressi in milioni di euro, sono suddivisi per categoria (aggiornamento mensile), per società di gestione (aggiornamento trimestrale), per gruppo finanziario (aggiornamento trimestrale) e per canale di vendita (aggiornamento trimestrale)

Composizione portafoglio - Informazioni sulla composizione percentuale del patrimonio, suddiviso in titoli di Stato, in obbligazioni e azioni italiane, in obbligazioni e azioni estere e in altre attività. Le informazioni sono ulteriormente suddivise per categoria (aggiornamento mensile) e per singolo fondo (aggiornamento mensile)

Sottoscrizioni - Informazioni sull'afflusso lordo di liquidità nei fondi di diritto italiano. I dati, espressi in milioni di euro, sono suddivisi per categoria (aggiornamento mensile) e per canale di vendita (aggiornamento trimestrale)

Riscatti - Informazioni sul deflusso di liquidità dei fondi di diritto italiano. I dati, espressi in milioni di euro, sono suddivisi per categoria (aggiornamento mensile) e per canale di vendita (aggiornamento trimestrale)

Raccolta netta - Informazioni sul flusso netto di liquidità (sottoscrizioni meno riscatti) raccolto dai fondi di diritto italiano. I dati, espressi in milioni di euro, sono suddivisi per categoria (aggiornamento mensile) e per canale di vendita (aggiornamento trimestrale)

Numero SGR e fondi - Informazioni sul numero di società di gestione operanti e sul numero di fondi da queste offerte. I dati sono suddivisi per categoria (aggiornamento mensile), per società di gestione (aggiornamento trimestrale) e per gruppo finanziario (aggiornamento trimestrale)

Altri dati - Informazioni sulla concentrazione delle società di gestione: patrimonio amministrato dalle prime tre, dalle prime cinque, dalle prime dieci società di gestione italiane (aggiornamento trimestrale); informazioni sull'ammontare dei proventi distribuiti e reinvestiti dai fondi (aggiornamento trimestrale)

2c	Fondi lussemburghesi storici
2d	Fondi esteri (italiani)
2e	Fondi esteri (stranieri)
2f	Confronto internazionale
2g	Gestione del risparmio

Patrimonio investito nei fondi comuni d'investimento, nelle gestioni patrimoniali, nelle assicurazioni, nei fondi pensione e indicazioni del totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. I dati, in milioni di euro, vengono aggiornati su base annuale

3 Sezione	Fondi e gestori
3a	Associati

3b	Società di gestione
----	---------------------

3c	Prodotti e servizi
----	--------------------

Elenco delle società di gestione di fondi comuni e di patrimoni individuali associate

Ricerca delle società di gestione in base al prodotto/servizio offerto: fondi di diritto italiano, fondi di diritto lussemburghese registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992, fondi di diritto estero registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992 istituiti da intermediari italiani (solo Associati), fondi di diritto estero registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992 istituiti da intermediari stranieri (solo Associati), fondi immobiliari chiusi (solo Associati)

Ricerca dei prodotti/servizi offerti dalle società di gestione: fondi di diritto italiano, fondi di diritto lussemburghese registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992, fondi di diritto estero registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992 istituiti da intermediari italiani (solo Associati), fondi di diritto estero registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992 istituiti da intermediari stranieri (solo Associati), fondi immobiliari chiusi (solo Associati)

4 Sezione	Classificazione e benchmark
4a	Classificazione

4b	Fondi per categoria
----	---------------------

4c	Benchmark
----	-----------

Informazioni sul sistema di classificazione dei fondi comuni. La categoria di appartenenza identifica i mercati e gli strumenti finanziari in cui principalmente ha investito il fondo. Dal 1 gennaio 1999 è in vigore la nuova classificazione

Ricerca dei fondi per categoria di appartenenza

Materiali e documenti informativi sul benchmark, il parametro oggettivo di riferimento indicato nel prospetto del fondo utile ad identificare le caratteristiche del prodotto offerto e a valutare il rischio di quel tipo di investimento

5 Sezione (riservata associati)	Servizi
5a	Circolari
5b	Comunicati
5c	Gruppi di lavoro
5d	Variazioni di categoria

6 Sezione	Pubblicazioni
6a	Pubblicazioni

6b	Quaderni
----	----------

6c	Rapporti
----	----------

Elenco delle pubblicazioni contenenti informazioni sugli Associati e i loro prodotti e informazioni sul risparmio gestito

Elenco dei quaderni di documentazione e ricerca contenenti attività di studio su temi di interesse del risparmio gestito

Elenco delle informazioni statistiche riservate agli Associati

DATI E STATISTICHE

1999 Numero dei fondi comuni di diritto italiano

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	%
AZIONARI	308	309	316	319	332	334	338	338	341	351	356	356	43,26
Italia	78	78	78	78	77	78	78	78	78	77	77	77	9,36
Area Euro	8	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	1,22
Europa	39	39	39	40	40	40	41	41	41	42	43	43	5,22
America	32	32	32	33	34	34	34	34	34	35	35	35	4,25
Pacifico	33	33	34	35	36	36	36	36	36	37	37	37	4,50
Paesi Emergenti	19	19	20	20	20	19	19	19	20	21	21	21	2,55
Internazionali	56	56	56	56	57	58	59	59	59	64	66	66	8,02
Altre Specializzazioni	43	43	48	48	59	60	61	61	63	65	67	67	8,14
BILANCIATI	54	54	54	55	56	57	57	57	60	61	61	61	7,41
OBBLIGAZIONARI	302	303	310	321	323	326	332	332	332	343	344	344	41,80
Misti	32	32	34	35	35	36	37	37	37	39	40	40	4,86
Euro Breve Termine	78	78	78	82	82	82	83	83	83	84	84	84	10,21
Euro Medio-Lungo Termine	61	62	63	65	65	65	69	69	69	72	72	72	8,75
Area Europa	17	17	17	17	17	17	15	15	15	15	16	16	1,94
Area Dollaro	19	19	21	23	24	24	24	24	24	25	25	25	3,04
Area Yen	4	4	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	0,73
Paesi Emergenti	11	11	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14	1,70
Internazionali	57	57	57	58	57	58	58	58	57	57	56	56	6,80
Altre Specializzazioni	23	23	23	23	25	25	27	27	28	31	31	31	3,77
FONDI DI LIQUIDITÀ	29	29	30	30	30	30	32	32	32	33	33	33	4,01
FLESSIBILI	19	24	24	24	25	26	26	26	26	28	29	29	3,52
TOTALE	712	719	734	749	766	773	785	785	791	816	823	823	100,00

1999 Patrimonio dei fondi di diritto italiano (mil euro)

	gen	%	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	%
AZIONARI	74.316	18,95	74.480	78.495	83.058	82.707	86.896	89.556	94.953	97.986	105.224	119.110	140.359	29,53
Italia	26.910	6,86	26.483	26.713	26.106	24.701	23.666	21.880	22.374	22.036	21.459	22.408	26.458	5,57
Area Euro	1.790	0,46	1.873	2.078	2.217	2.396	2.584	2.945	3.328	3.613	4.189	5.118	6.442	1,36
Europa	16.679	4,25	16.775	17.259	17.991	18.159	18.986	20.400	22.055	23.133	25.428	29.251	36.023	7,58
America	5.903	1,51	5.974	6.517	7.031	6.834	6.593	6.601	6.926	7.002	7.733	8.491	9.617	2,02
Pacifico	5.003	1,28	5.383	6.928	9.102	9.744	12.327	14.306	15.666	16.827	18.478	21.482	23.639	4,97
Paesi Emergenti	1.200	0,31	1.188	1.339	1.680	1.847	2.153	2.117	2.166	2.157	2.321	2.858	3.661	0,77
Internazionali	10.716	2,73	10.685	11.124	11.813	11.697	12.443	12.636	13.128	13.452	14.660	16.388	18.422	3,88
Altre Specializzazioni	6.115	1,56	6.120	6.538	7.118	7.328	8.144	8.671	9.309	9.766	10.958	13.115	16.096	3,39
BILANCIATI	31.010	7,91	31.890	33.364	34.958	35.961	37.699	39.474	41.062	42.238	44.168	46.445	51.119	10,76
OBBLIGAZIONARI	270.649	69,02	281.062	290.984	301.045	307.076	306.810	300.674	299.420	291.598	276.976	268.062	257.214	54,12
Misti	56.076	14,30	58.566	61.192	63.203	64.386	64.445	63.426	63.157	61.060	57.618	55.608	53.456	11,25
Euro Breve/termine	66.430	16,94	68.354	70.935	75.117	78.311	81.131	83.014	84.381	83.908	80.566	77.914	75.161	15,81
Euro M-LT	83.822	21,38	88.494	90.999	92.720	92.902	89.571	89.326	87.275	83.369	77.059	73.832	69.236	14,57
Area Europa	13.515	3,45	14.553	15.540	15.964	16.290	15.930	11.314	10.822	10.276	9.530	9.056	8.560	1,80
Area Dollaro	4.048	1,03	3.799	3.877	3.728	4.240	3.876	3.894	4.047	4.177	4.377	4.462	4.370	0,92
Area Yen	119	0,03	118	122	129	132	238	258	161	169	217	273	357	0,08
Paesi Emergenti	1.819	0,46	1.794	1.897	2.231	2.339	2.557	2.537	2.569	2.562	2.617	2.802	2.963	0,62
Internazionali	26.665	6,80	26.751	27.344	28.447	28.886	29.419	28.062	28.417	28.121	26.959	26.403	26.058	5,48
Altre Specializzazioni	18.156	4,63	18.633	19.079	19.507	19.589	19.643	18.843	18.591	17.956	18.032	17.712	17.052	3,59
FONDI DI LIQUIDITÀ	14.217	3,63	15.315	15.534	15.888	16.856	17.134	17.454	18.559	19.402	19.704	20.076	21.143	4,45
FLESSIBILI	1.922	0,49	1.999	2.212	2.441	2.573	2.788	2.937	3.092	3.265	3.666	4.075	5.464	1,15
TOTALE	392.114	100,00	404.747	420.588	437.391	445.173	451.328	450.095	457.085	454.489	449.738	457.768	475.298	100,00

1999 Raccolta netta dei fondi di diritto italiano (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	tot anno	%
AZIONARI	195	135	712	2.018	1.277	812	5.048	3.676	3.438	3.695	4.448	6.649	32.104	52,55
Italia	-179	-528	-786	-707	-1.047	-1.177	-599	-73	-457	-134	-678	-75	-6.440	-10,54
Area Euro	138	99	161	55	211	128	421	326	322	396	470	463	3.190	5,22
Europa	467	150	140	18	683	318	1.750	1.391	1.486	1.261	1.715	3.351	12.729	20,83
America	-107	94	178	280	-91	-620	382	304	262	182	318	511	1.694	2,77
Pacifico	75	320	868	1.606	907	1.430	1.714	886	768	839	822	240	10.477	17,15
Paesi Emergenti	-24	-35	37	171	187	176	73	37	66	70	203	346	1.307	2,14
Internazionali	-107	-16	-56	257	130	144	540	329	520	494	689	664	3.588	5,87
Altre Specializzazioni	-68	50	170	336	297	413	767	476	472	588	908	1.150	5.558	9,10
BILANCIATI	1.156	972	773	1.085	1.363	1.307	2.632	1.277	1.339	1.216	637	2.020	15.777	25,82
OBBLIGAZIONARI	15.058	12.843	8.477	7.797	7.471	1.501	-3.742	-1.418	-7.440	-14.747	-10.719	-11.453	3.627	5,94
Misti	3.546	3.344	2.180	1.517	1.603	336	-196	-343	-1.932	-3.592	-2.589	-2.704	1.171	1,92
Euro Breve Termine	2.996	2.012	2.362	3.927	3.158	3.028	1.929	1.288	-544	-3.279	-2.815	-2.844	11.218	18,36
Euro M-LT	6.815	5.784	2.205	964	816	-2.280	-5.770	-1.866	-3.633	-6.117	-3.486	-4.447	-11.015	-18,03
Area Europa	778	1.147	1.111	290	429	-213	-518	-480	-516	-738	-559	-491	239	0,39
Area Dollaro	-52	-283	-45	-204	512	-385	123	117	136	135	-30	-97	-74	-0,12
Area Yen	-71	-2	1	4	4	107	16	-107	3	43	43	82	124	0,20
Paesi Emergenti	-10	-53	28	227	158	158	33	26	-35	-25	81	93	679	1,11
Internazionali	580	317	246	782	592	660	1.120	174	-327	-601	-947	-385	2.210	3,62
Altre Specializzazioni	477	578	389	290	201	89	-478	-227	-592	-573	-418	-660	-925	-1,51
FONDI DI LIQUIDITÀ	227	1.063	178	311	951	276	284	1.079	817	292	335	1.034	6.847	11,21
FLESSIBILI	83	86	155	181	159	160	206	135	184	173	196	1.025	2.743	4,49
TOTALE	16.718	15.100	10.295	11.392	11.221	4.056	4.427	4.749	-1.662	-9.370	-5.103	-725	61.098	100,00

1999 Sottoscrizioni dei fondi di diritto italiano (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	tot anno	%
AZIONARI	4.597	3.692	5.385	6.397	7.214	7.561	10.878	6.968	7.628	7.875	10.730	14.516	93.441	25,76
Italia	1.899	1.114	1.289	1.063	1.043	1.131	1.205	1.015	836	877	954	1.800	14.227	3,92
Area Euro	268	169	236	160	293	223	513	374	393	484	652	714	4.479	1,23
Europa	1.221	884	1.023	1.011	1.798	1.721	2.693	1.918	2.166	2.064	3.143	4.934	24.575	6,78
America	234	332	595	675	696	577	812	601	579	625	766	945	7.436	2,05
Pacifico	212	429	1.098	1.848	1.483	1.976	2.824	1.537	1.752	1.701	1.916	2.001	18.776	5,18
Paesi Emergenti	30	29	100	219	295	259	305	118	202	167	341	557	2.621	0,72
Internazionali	419	397	526	728	894	885	1.238	698	909	1.006	1.406	1.488	10.593	2,92
Altre Specializzazioni	315	338	519	694	711	789	1.289	707	791	951	1.553	2.078	10.735	2,96
BILANCIATI	2.165	1.690	1.836	2.102	2.405	2.532	3.799	1.989	2.383	2.631	2.384	3.928	29.844	8,23
OBBLIGAZIONARI	23.218	23.409	21.772	20.766	22.484	21.793	18.705	11.986	9.650	10.810	9.492	10.946	205.030	56,53
Misti	4.351	4.641	3.745	3.569	3.449	2.637	2.315	1.366	1.029	964	744	887	29.697	8,19
Euro Breve/termine	6.290	5.858	6.848	7.728	7.545	8.807	7.847	5.178	4.344	4.297	3.798	4.463	73.003	20,13
Euro M-LT	8.653	8.331	6.313	4.910	6.103	5.407	4.461	2.877	1.966	3.196	2.298	2.380	56.893	15,69
Area Europa	1.259	1.588	1.668	963	1.018	963	638	500	326	258	405	409	9.994	2,76
Area Dollaro	128	176	325	212	701	361	325	250	313	392	310	239	3.732	1,03
Area Yen	3	2	4	7	7	112	24	14	17	54	54	94	392	0,11
Paesi Emergenti	54	59	182	434	463	272	253	148	265	128	230	277	2.767	0,76
Internazionali	1.493	1.630	1.780	2.155	2.475	2.405	2.300	1.250	1.070	1.014	1.121	1.579	20.271	5,59
Altre Specializzazioni	987	1.124	907	788	722	830	542	402	320	508	531	618	8.279	2,28
FONDI DI LIQUIDITÀ	2.183	2.514	2.397	1.939	2.373	2.543	2.356	2.431	2.416	2.349	2.996	3.621	30.117	8,30
FLESSIBILI	169	162	264	276	240	237	368	202	282	291	409	1.335	4.237	1,17
TOTALE	32.332	31.466	31.654	31.480	34.716	34.666	36.106	23.575	22.360	23.957	26.012	34.345	362.669	100,00

1999 Riscatti dei fondi di diritto italiano (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	tot anno	%
AZIONARI	4.402	3.557	4.673	4.379	5.937	6.748	5.830	3.292	4.190	4.180	6.282	7.867	61.337	20,34
Italia	2.077	1.642	2.075	1.770	2.090	2.308	1.804	1.089	1.293	1.011	1.631	1.876	20.666	6,85
Area Euro	130	70	75	104	82	95	92	48	72	88	182	251	1.289	0,43
Europa	754	734	883	993	1.115	1.403	943	527	680	803	1.428	1.583	11.846	3,93
America	341	238	416	394	787	1.197	429	296	317	444	447	433	5.742	1,90
Pacifico	136	108	230	242	576	546	1.110	651	983	861	1.094	1.761	8.299	2,75
Paesi Emergenti	54	63	63	47	109	83	232	82	136	97	138	211	1.314	0,44
Internazionali	526	413	582	470	764	741	698	368	389	513	717	824	7.005	2,32
Altre Specializzazioni	383	288	350	357	415	376	522	231	319	363	644	928	5.177	1,72
BILANCIATI	1.009	717	1.063	1.018	1.042	1.225	1.167	712	1.044	1.415	1.748	1.908	14.067	4,66
OBBLIGAZIONARI	8.160	10.566	13.295	12.968	15.013	20.292	22.447	13.404	17.090	25.558	20.211	22.399	201.403	66,78
Misti	805	1.297	1.565	2.052	1.847	2.301	2.511	1.708	2.961	4.556	3.334	3.591	28.527	9,46
Euro Breve Termine	3.294	3.846	4.486	3.800	4.387	5.779	5.918	3.891	4.888	7.577	6.612	7.307	61.785	20,49
Euro M-LT	1.838	2.547	4.108	3.946	5.287	7.687	10.231	4.743	5.599	9.312	5.784	6.827	67.908	22,52
Area Europa	481	440	557	673	589	1.176	1.156	981	842	996	964	900	9.756	3,23
Area Dollaro	180	459	370	416	189	746	202	134	177	257	340	336	3.807	1,26
Area Yen	74	4	3	3	4	4	8	121	14	10	11	12	268	0,09
Paesi Emergenti	65	113	153	208	305	113	220	123	301	153	149	185	2.088	0,69
Internazionali	913	1.313	1.534	1.373	1.884	1.745	1.180	1.075	1.397	1.615	2.068	1.964	18.061	5,99
Altre Specializzazioni	510	546	519	499	521	741	1.020	629	912	1.081	949	1.278	9.204	3,05
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.956	1.450	2.218	1.628	1.422	2.267	2.072	1.352	1.599	2.056	2.662	2.587	23.270	7,72
FLESSIBILI	86	76	109	95	81	78	163	67	99	118	213	310	1.494	0,50
TOTALE	15.614	16.366	21.359	20.088	23.495	30.610	31.679	18.827	24.022	33.327	31.115	35.071	301.571	100,00

1999 Composizione % media su tutto l'anno del patrimonio (mil euro) dei fondi di diritto italiano

	Bot	Btp	Cct	tot tit stato	ob it	az it	ob es	az es	tot es	altre att	liquidità	patr medio
AZIONARI	0,10	0,80	0,73	1,95	0,22	30,56	0,72	60,83	61,55	0,42	5,31	93,928
Italia	0,10	0,86	0,73	1,90	0,63	89,92	0,72	1,44	2,16	1,18	4,20	24,266
Area Euro	0,00	0,58	0,12	2,63	0,23	42,51	0,44	47,40	47,84	0,92	5,87	3,214
Europa	0,13	0,76	1,01	2,22	0,06	11,00	0,50	79,95	80,45	0,04	6,22	21,845
America	0,05	0,39	0,59	1,22	0,00	0,07	0,43	92,85	93,28	0,00	5,43	7,102
Pacifico	0,17	0,93	0,65	1,90	0,00	0,01	0,76	92,45	93,21	0,04	4,83	13,240
Paesi Emergenti	0,07	0,09	0,32	0,54	0,01	0,22	1,16	90,06	91,21	0,08	7,93	2,057
Internazionali	0,10	0,98	0,73	2,19	0,10	7,63	1,11	82,75	83,86	0,13	6,09	13,097
Altre Specializzazioni	0,02	0,91	0,58	1,91	0,14	15,84	1,12	75,48	76,60	0,28	5,23	9,107
BILANCIATI	3,48	13,83	3,47	23,39	1,84	20,63	22,14	24,41	46,54	0,19	7,40	39,116
OBBLIGAZIONARI	2,56	31,94	13,13	56,16	3,59	0,57	30,28	0,86	31,15	0,09	8,45	287,631
Misti	1,56	32,90	13,00	55,12	1,93	2,68	30,59	4,10	34,69	0,14	5,43	60,183
Area Euro a BT	5,84	23,14	22,83	68,71	4,51	0,00	18,48	0,01	18,50	0,05	8,24	77,102
Area Euro a M/LT	1,47	47,88	8,58	62,00	2,81	0,02	25,00	0,00	25,00	0,07	10,11	84,884
Area Europa	0,84	34,50	9,56	51,81	13,35	0,00	29,42	0,04	29,46	0,15	5,22	12,612,5
Area Dollaro	0,04	0,59	0,13	4,52	2,34	0,00	86,71	0,00	86,71	0,00	6,42	4,074,6
Area Yen	0,00	0,20	0,02	14,61	0,00	0,00	59,84	0,00	59,84	0,00	25,56	191
Paesi Emergenti	0,03	0,23	0,05	1,58	1,37	0,00	86,96	0,06	87,02	0,07	9,95	2,391
Internazionali	0,19	10,08	0,84	14,25	4,88	0,04	72,01	0,00	72,02	0,06	8,76	27,628
Altre Specializzazioni	2,96	33,96	19,34	64,45	0,78	0,00	21,34	0,00	21,34	0,19	13,23	18,566
FONDI DI LIQUIDITÀ	13,47	21,82	19,71	70,45	2,24	0,00	11,67	0,00	11,67	0,01	15,63	17,607
FLESSIBILI	0,68	12,45	4,31	20,79	0,86	20,55	15,49	31,97	47,45	0,05	10,29	3,036
TOTALE	2,55	23,22	9,86	42,17	2,62	8,64	22,38	16,03	38,41	0,16	7,99	441,318

Composizione % patrimonio dei fondi di diritto italiano a fine 1999

	Bot	Btp	Cct	tot tit stato	ob it	az it	az es	ob es	tot es	altre att	liquidità
AZIONARI	0.12	0.34	0.49	1.19	0.18	24.53	71.69	0.44	72.13	0.19	1.79
Italia	0.08	0.32	0.44	0.98	0.55	94.82	1.06	0.33	1.39	0.67	1.60
Area Euro	0.00	0.53	0.11	12.02	0.18	40.46	56.73	0.43	57.16	0.00	0.17
Europa	0.22	0.30	0.59	1.39	0.19	9.42	85.58	0.34	85.91	0.09	3.00
America	0.16	0.20	0.48	0.96	0.00	0.08	96.16	0.28	96.44	0.00	2.52
Pacifico	0.15	0.29	0.39	0.93	0.00	0.07	98.83	0.35	99.18	0.04	-0.21
Paesi Emergenti	0.00	0.00	0.28	00.30	0.00	0.31	94.02	0.32	94.34	0.03	5.01
Internazionali	0.13	0.53	0.76	1.66	0.09	6.41	88.74	0.87	89.60	0.02	2.22
Altre Specializzazioni	0.00	0.41	0.42	0.99	0.05	13.17	83.61	0.63	84.24	0.25	1.30
BILANCIATI	3.09	12.70	2.60	20.26	1.87	19.42	30.86	22.97	53.83	0.34	4.29
OBBLIGAZIONARI	1.85	31.38	12.63	52.96	4.14	0.76	1.30	34.12	35.42	0.19	6.53
Misti	1.50	34.20	10.14	50.89	11.95	3.66	6.24	32.18	38.42	0.34	4.74
Area euro a BT	4.14	24.90	22.29	66.29	5.59	0.00	0.00	22.44	22.44	0.09	5.59
Area euro a M/LT	0.69	49.37	8.45	61.20	3.35	0.01	0.00	28.68	28.68	0.20	6.56
Area Europa	0.11	28.00	7.86	43.74	15.63	0.00	0.00	34.18	34.18	0.00	6.45
Area Dollaro	0.00	0.48	0.05	4.05	2.04	0.00	0.00	86.56	86.56	0.00	7.35
Area Yen	0.00	0.83	0.02	3.86	0.00	0.00	0.00	61.38	61.38	0.00	34.76
Paesi Emergenti	0.00	0.05	0.06	0.21	1.08	0.00	0.00	91.71	91.71	0.00	7.00
Internazionali	0.33	7.43	0.61	11.56	5.60	0.01	0.00	73.92	73.92	0.25	8.67
Altre Specializzazioni	1.55	30.34	21.20	57.83	1.00	0.00	0.00	28.92	28.92	0.18	12.07
FONDI DI LIQUIDITA'	9.94	18.50	21.10	64.40	3.14	0.00	0.00	12.99	12.99	0.00	19.46
FLESSIBILI	0.00	6.84	2.89	11.62	0.67	22.90	36.16	13.40	49.55	0.13	15.13
TOTALE	1.81	19.35	8.23	34.19	2.64	10.01	25.61	21.80	47.40	0.20	5.56

1999 Evoluzione dei valori medi unitari delle quote dei fondi di diritto italiano (fonte Fideuram)

	parità=100	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	31/12/98	102,72	102,74	107,24	110,51	108,44	112,28	108,80	110,80	110,20	113,32	122,63	138,21
Italia	31/12/98	100,32	100,72	104,64	105,06	103,64	104,23	98,86	101,43	101,96	100,70	108,61	128,86
Area Euro	31/12/98	102,61	101,60	103,79	107,89	106,26	108,85	106,73	108,96	107,74	112,66	124,64	144,21
Europa	31/12/98	103,49	103,05	105,15	109,49	106,42	109,42	107,81	109,16	107,22	111,78	120,97	134,32
America	31/12/98	107,01	106,60	113,05	117,11	115,36	122,18	115,66	116,21	113,21	121,87	128,88	137,84
Pacifico	31/12/98	103,51	104,63	117,20	126,22	122,71	136,61	140,23	144,43	148,16	154,79	172,37	187,19
Paesi Emergenti	31/12/98	102,37	104,27	114,11	128,15	127,21	139,94	133,10	133,85	129,11	134,50	152,96	175,59
Internazionali	31/12/98	104,02	103,88	108,74	112,97	110,63	116,27	113,22	114,71	113,03	118,79	126,78	136,54
Altre Specializzazioni	31/12/98	104,73	103,90	108,01	112,02	110,56	116,00	112,83	114,74	114,23	119,88	131,18	145,98
BILANCIATI	31/12/98	101,49	101,18	103,55	105,13	104,04	105,11	102,74	103,65	103,30	104,71	108,61	115,25
OBBLIGAZIONARI	31/12/98	100,71	100,20	100,80	101,59	101,13	100,53	99,94	100,01	99,86	99,95	100,64	100,86
Misti	31/12/98	100,69	100,09	100,84	101,63	100,98	100,44	99,71	99,82	99,55	99,86	100,93	101,99
Area Euro a BT	31/12/98	100,27	100,25	100,61	100,97	101,02	100,88	100,88	100,98	101,06	101,00	101,21	101,34
Area Euro a M/LT	31/12/98	100,68	99,77	100,10	100,93	100,26	99,08	98,51	98,32	98,01	97,78	98,12	97,90
Area Europa	31/12/98	100,91	100,02	100,48	101,36	100,72	99,79	99,15	99,03	98,78	98,69	99,10	99,05
Area Dollaro	31/12/98	102,77	103,67	106,29	107,85	107,88	108,57	105,36	106,41	106,22	107,95	111,18	111,27
Area Yen	31/12/98	101,93	102,62	105,42	107,89	107,61	106,97	108,39	116,02	120,14	122,77	130,03	131,09
Paesi Emergenti	31/12/98	99,58	101,17	105,48	111,62	109,87	113,79	111,40	111,98	112,66	116,90	122,22	125,56
Internazionali	31/12/98	101,55	101,08	102,46	103,67	103,12	102,72	101,44	102,07	102,18	102,80	104,45	104,56
Altre Specializzazioni	31/12/98	100,78	100,21	100,48	101,18	100,60	99,92	99,42	99,31	99,06	98,92	99,36	99,30
FONDI DI LIQUIDITÀ	31/12/98	100,19	100,25	100,52	100,79	100,90	100,91	101,00	101,13	101,27	101,32	101,50	101,67
FLESSIBILI	31/12/98	101,79	101,32	104,10	106,44	105,26	107,20	105,38	105,88	105,55	107,80	113,32	122,06
TOTALE FONDI	31/12/98	101,15	100,78	102,27	103,59	102,79	103,22	101,95	102,46	102,22	103,01	105,63	109,37

1999 Numero fondi e patrimonio (mil euro) per canale distributivo e per categoria

	Banca			Rete			Misto			Diretto		
	nf	patr	in % patr	nf	patr	in % patr	nf	patr	in % patr	nf	patr	in % patr
AZIONARI	145	79.973	28,20	113	23.089	48,36	91	36.365	25,84	7	932	29,01
Italia	29	13.848	4,88	26	4.808	10,07	18	7.472	5,31	4	331	10,30
Area Euro	5	4.191	1,48	3	506	1,06	2	1.744	1,24	0	0	0,00
Europa	15	21.411	7,55	14	4.425	9,27	13	9.920	7,05	1	267	8,32
America	15	5.991	2,11	10	1.563	3,27	9	1.949	1,38	1	114	3,55
Pacifico	16	13.514	4,76	10	3.875	8,12	10	6.030	4,29	1	220	6,84
Paesi Emergenti	8	2.071	0,73	5	476	1,00	8	1.114	0,79	0	0	0,00
Internazionali	32	10.416	3,67	20	3.417	7,16	14	4.589	3,26	0	0	0,00
Altre Specializzazioni	25	8.530	3,01	25	4.019	8,42	17	3.547	2,52	0	0	0,00
BILANCIATI	30	31.827	11,22	15	3.518	7,37	15	15.099	10,73	1	674	21,00
OBBLIGAZIONARI	149	163.226	57,55	83	16.197	33,93	108	76.536	54,39	4	1.255	39,07
Misti	19	43.758	15,43	11	2.185	4,58	10	7.513	5,34	0	0	0,00
Area Euro a BT	33	47.731	16,83	19	3.692	7,73	31	23.145	16,45	1	593	18,45
Area Euro a M/LT	27	39.302	13,86	21	6.398	13,40	23	23.305	16,56	1	232	7,21
Area Europa	8	5.575	1,97	3	633	1,33	5	2.352	1,67	0	0	0,00
Area Dollaro	12	3.184	1,12	5	66	0,14	7	1.093	0,78	1	28	0,86
Area Yen	3	171	0,06		0	0,00	3	186	0,13	0	0	0,00
Paesi Emergenti	7	1.716	0,61	2	129	0,27	5	1.117	0,79	0	0	0,00
Internazionali	26	17.124	6,04	16	2.502	5,24	13	6.028	4,28	1	403	12,54
Altre Specializzazioni	14	4.664	1,64	6	592	1,24	11	11.795	8,38	0	0	0,00
FONDI DI LIQUIDITÀ	12	7.431	2,62	10	2.065	4,33	10	11.347	8,06	1	300	9,33
FLESSIBILI	4	1.175	0,41	15	2.869	6,01	9	1.369	0,97	1	51	1,59
TOTALE	340	283.633	100,00	236	47.739	100,00	233	140.715	100,00	14	3.212	100,00

1999 Dettaglio raccolta per canale distributivo (mil euro)

	Banca			Rete			Misto			Diretto		
	rac lorda	in % rl tot	rac netta	rac lorda	in % rl tot	rac netta	rac lorda	in % rl tot	rac netta	rac lorda	in % rl tot	rac netta
Gennaio	19.172	59,30	10.773	2.734	8,46	580	10.159	31,42	5.266	267	0,83	99
Febbraio	18.790	59,71	9.296	2.653	8,43	382	9.760	31,02	5.253	264	0,84	169
Aprile	18.426	58,21	6.395	2.897	9,15	373	9.973	31,51	3.446	357	1,13	82
Maggio	17.527	55,68	5.357	2.716	8,63	379	11.015	34,99	5.625	223	0,71	32
Giugno	21.163	60,96	7.062	2.898	8,35	287	10.432	30,05	3.754	222	0,64	117
Luglio	20.455	59,01	4.307	3.207	9,25	425	10.868	31,35	-700	136	0,39	25
Luglio	20.261	56,12	3.961	3.414	9,46	180	12.175	33,72	201	256	0,71	85
Settembre	13.460	57,10	2.811	2.195	9,31	537	7.686	32,60	1.400	234	0,99	1
Ottobre	12.743	56,99	-956	2.307	10,32	-69	7.179	32,11	-650	131	0,59	13
Ottobre	13.875	57,92	-4.755	2.553	10,66	163	7.438	31,05	-4.728	90	0,38	-51
Dicembre	14.475	55,65	-2.669	3.733	14,35	-85	7.596	29,20	-2.310	208	0,80	-39
Gennaio	19.470	56,69	-891	4.206	12,25	94	10.459	30,45	125	210	0,61	-54
Totale anno	209.818	57,85	40.690	35.513	9,79	3.247	114.740	31,64	16.682	2.597	0,72	479

1999 Europa e mondo

Numero dei fondi comuni nei paesi europei (al 31 dicembre 1999)

	totale	azionari	bilanciati	obbligazionari	monetari	fondi di fondi	altri
Austria	1.316	284	544	463	25	236	0
Belgio	784	561	80	118	24	27	1
Danimarca	304	206	5	92	1	0	0
Finlandia	176	87	41	30	18	0	0
Francia	6.511	1.366	2.387	2.130	628	0	0
Germania	895	414	99	298	38	16	46
Grecia	208	66	30	67	45	0	0
Inghilterra	1.594	1.065	156	193	49	74	131
Irlanda *	223	122	60	41	0	0	0
Italia	823	356	130	304	33	0	0
Lussemburgo	5.023	2.098	608	1.774	265	0	278
Norvegia	309	167	32	69	41	25	0
Olanda **	334	188	35	57	34	0	20
Polonia	38	16	12	9	1	0	0
Portogallo	226	71	22	65	38	46	30
Repubblica Ceca	62	5	38	13	6	2	0
Spagna	2.150	728	516	656	203	0	47
Svezia	412	271	54	87	0	0	0
Svizzera	348	244	0	104	0	0	0
Ungheria	87	21	26	31	9	0	0
Totale	21.823	8.336	4.875	6.601	1.458	426	553

Numero dei fondi comuni nel mondo (al 31 dicembre 1999)

	totale	azionari	bilanciati	obbligazionari	monetari	fondi di fondi	altri
Argentina	227	67	28	83	49	nd	0
Australia ***	569	188	150	66	39	nd	126
Brasile ****	1.752	484	308	843	67	nd	50
Canada	1.244	752	141	220	107	nd	24
Cile	112	41	0	29	42	nd	0
Giappone	3.686	2.304	478	889	15	nd	0
Hong Kong	810	523	54	155	64	nd	14
India **	97	34	12	48	3	nd	0
Nuova Zelanda	630	215	190	151	16	nd	58
Stati Uniti	7.596	3.801	519	2.243	1.033	nd	0
Sud Africa	240	142	52	18	13	nd	15
Taiwan	208	152	5	51	0	nd	0
Totale	17.171	8.703	1.937	4.796	1.448	nd	287

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati FEFSI

* Dati al 31/12/1997 ** Dati al 31/12/1998 *** Dati al 30/09/1998 **** Dati al 30/06/1999 per i fondi monetari

Patrimonio netto (mil euro) dei fondi comuni in Europa (al 31 dicembre 1999)

	totale	azionari	bilanciati	obbligazionari	monetari	fondi di fondi	altri
Austria	75.218	11.585	19.023	43.670	940	6.715	0
Belgio	65.019	41.053	14.914	7.744	1.267	6.166	41
Danimarca	27.351	15.272	306	11.771	2	0	0
Finlandia	10.248	4.808	2.610	1.585	1.246	0	0
Francia	651.700	153.600	163.700	155.600	178.800	0	0
Germania	235.709	133.053	12.149	63.571	23.098	745	3.837
Grecia	36.129	15.039	3.099	4.127	13.864	0	0
Inghilterra	369.398	299.398	23.138	30.721	1.359	2.262	14.782
Irlanda *	20.241	6.121	6.592	6.121	1.407	0	0
Italia	475.298	140.359	110.039	203.757	21.143	0	0
Lussemburgo	656.618	266.885	56.195	241.178	72.197	0	20.164
Norvegia	14.988	10.007	510	1.687	2.783	125	0
Olanda **	75.100	43.600	6.500	17.600	5.600	0	1.800
Polonia	2.266	118	467	91	1.590	0	0
Portogallo	20.435	2.941	1.494	6.788	7.114	3.652	2.098
Repubblica Ceca	1.461	8	633	170	651	9	0
Spagna	206.201	55.251	47.319	59.651	42.612	0	1.368
Svezia	82.675	63.989	12.479	6.206	0	0	0
Svizzera	81.843	61.045	0	20.798	0	0	0
Ungheria	1.711	75	281	1.115	240	0	0
Totale	3.109.609	1.324.207	481.449	883.951	375.912	19.673	44.090

Patrimonio netto (mil euro) dei fondi comuni nel mondo (al 31 dicembre 1999)

	totale	azionari	bilanciati	obbligazionari	monetari	fondi di fondi	altri
Argentina	6.569	331	299	731	5.208	0	0
Australia ***	37.411	8.596	6.418	2.068	8.014	7.610	12.315
Brasile ****	96.799	6.939	5.866	80.227	3.535	49.374	232
Canada	226.717	119.513	37.537	35.762	28.634	0	5.271
Cile	3.730	311	0	706	2.713	0	0
Hong Kong	129.220	88.793	11.461	18.787	9.696	0	483
India **	7.411	1.134	3.456	2.778	43	0	0
Giappone	433.936	87.127	30.663	159.594	156.552	0	0
Nuova Zelanda	7.416	1.339	3.198	1.097	438	0	1.344
Sud Africa	14.626	7.736	1.094	1.044	4.159	450	593
Taiwan	26.326	7.233	446	18.647	0	0	0
Stati Uniti	5.589.961	3.088.562	343.044	776.944	1.381.411	39.577	0
Totale	6.580.122	3.417.614	443.482	1.098.385	1.600.403	97.011	20.238

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati FEFSI

* Dati al 31/12/1997 ** Dati al 31/12/1998 *** Dati al 30/09/1998 **** Dati al 30/06/1999 per i fondi monetari

1984-1999 numero di fondi

Numero dei fondi comuni operanti in Italia

	azionari	%	bilanciati	%	obbligazionari	%	di liquidità	%	flessibili	%	totale
1984	3	30,00	3	30,00	4	40,00	-	-	-	-	10
1985	5	12,20	17	41,46	19	46,34	-	-	-	-	41
1986	5	8,33	29	48,33	26	43,33	-	-	-	-	60
1987	8	11,11	33	45,83	31	43,06	-	-	-	-	72
1988	20	17,39	47	40,87	48	41,74	-	-	-	-	115
1989	35	23,49	54	36,24	60	40,27	-	-	-	-	149
1990	54	29,51	55	30,05	74	40,44	-	-	-	-	183
1991	83	37,56	60	27,15	78	35,29	-	-	-	-	221
1992	98	38,43	61	23,92	96	37,65	-	-	-	-	255
1993	115	39,38	62	21,23	115	39,38	-	-	-	-	292
1994	150	42,37	57	16,10	147	41,53	-	-	-	-	354
1995	201	43,79	58	12,64	200	43,57	-	-	-	-	459
1996	235	44,26	57	10,73	239	45,01	-	-	-	-	531
1997	277	44,25	53	8,47	296	47,28	-	-	-	-	626
1998	321	45,66	57	8,11	325	46,23	-	-	-	-	703
1999	356	43,26	61	7,41	344	41,80	33	4,01	29	3,52	823

Patrimonio netto dei fondi comuni operanti in Italia (mil euro*)

	azionari	%	bilanciati	%	obbligazionari	%	di liquidità	%	flessibili	%	totale	lussemburghesi
1984	121	20,33	115	19,29	360	60,38	-	-	-	-	597	2.186
1985	2.885	28,24	3.782	37,02	3.550	34,74	-	-	-	-	10.217	3.902
1986	9.741	28,98	14.572	43,36	9.296	27,66	-	-	-	-	33.609	5.511
1987	7.997	26,05	10.982	35,77	11.724	38,19	-	-	-	-	30.703	4.535
1988	7.844	29,46	9.188	34,50	9.598	36,04	-	-	-	-	26.630	4.465
1989	8.581	33,79	8.465	33,34	8.346	32,87	-	-	-	-	25.393	4.420
1990	7.472	30,53	6.795	27,77	10.204	41,70	-	-	-	-	24.471	3.187
1991	6.972	24,02	6.021	20,75	16.032	55,23	-	-	-	-	29.025	2.838
1992	6.626	21,15	5.208	16,63	19.492	62,22	-	-	-	-	31.327	2.562
1993	11.436	20,11	8.237	14,49	37.184	65,40	-	-	-	-	56.858	2.676
1994	20.018	29,78	9.354	13,91	37.853	56,31	-	-	-	-	67.226	2.373
1995	18.529	28,30	7.405	11,31	39.547	60,39	-	-	-	-	65.482	3.521
1996	17.946	17,64	6.646	6,53	77.128	75,82	-	-	-	-	101.720	6.996
1997	40.287	21,23	11.454	6,04	137.998	72,73	-	-	-	-	189.740	12.603
1998	73.965	19,87	28.879	7,76	269.429	72,37	-	-	-	-	372.274	19.748
1999	140.359	29,53	51.119	10,76	257.214	54,12	21.143	4,45	5.464	1,15	475.298	30.385

*I dati precedenti il 1999 sono stati convertiti al tasso fisso euro=1936,27 lire

Raccolta netta dei fondi comuni operanti in Italia (mil euro*)

	azionari	%	bilanciati	%	obbligazionari	%	di liquidità	%	flessibili	%	totale	lussemburghesi
1984	113	20,30	107	19,18	337	60,52	-	-	-	-	557	-
1985	2.221	26,92	3.140	38,06	2.890	35,02	-	-	-	-	8.250	-
1986	5.299	27,33	8.970	46,26	5.121	26,41	-	-	-	-	19.390	-
1987	-355	-	-2.100	-	2.472	-	-	-	-	-	17	-
1988	-1.261	-	-3.066	-	-2.364	-	-	-	-	-	-6.691	-
1989	-190	-	-1.746	-	-1.502	-	-	-	-	-	-3.438	-623
1990	40	-	-1.061	-	1.460	-	-	-	-	-	438	-691
1991	-1.025	-	-1.212	-	4.980	-	-	-	-	-	2.743	-536
1992	-720	-	-1.002	-	2.106	-	-	-	-	-	383	-524
1993	3.192	18,47	337	1,95	13.752	79,58	-	-	-	-	17.281	-609
1994	9.034	68,86	1.985	15,13	2.101	16,02	-	-	-	-	13.121	-179
1995	-1.970	-	-1.908	-	-1.537	-	-	-	-	-	-5.415	937
1996	-2.061	-	-1.378	-	33.406	-	-	-	-	-	29.967	3.137
1997	15.480	20,95	3.270	4,42	55.145	74,63	-	-	-	-	73.894	4.401
1998	24.004	14,86	12.077	7,48	125.453	77,66	-	-	-	-	161.534	5.530
1999	32.104	52,55	15.777	25,82	3.627	5,94	6.847	11,21	2.743	4,49	61.098	6.094

*I dati precedenti il 1999 sono stati convertiti al tasso fisso euro=1936,27 lire

Sottoscrizioni dei fondi comuni operanti in Italia (mil euro*)

	azionari	%	bilanciati	%	obbligazionari	%	di liquidità	%	flessibili	%	totale	lussemburghesi
1984	113	20,22	107	19,21	339	60,57	-	-	-	-	559	-
1985	2.295	26,59	3.225	37,37	3.110	36,04	-	-	-	-	8.631	-
1986	6.762	28,26	10.998	45,96	6.167	25,77	-	-	-	-	23.927	-
1987	2.027	22,33	1.753	19,32	5.295	58,35	-	-	-	-	9.075	-
1988	1.026	31,90	626	19,46	1.565	48,64	-	-	-	-	3.217	-
1989	2.316	45,09	965	18,79	1.855	36,12	-	-	-	-	5.136	384
1990	2.502	32,02	832	10,65	4.480	57,33	-	-	-	-	7.813	334
1991	1.808	16,08	582	5,17	8.849	78,74	-	-	-	-	11.238	359
1992	2.072	15,11	512	3,74	11.124	81,15	-	-	-	-	13.708	202
1993	8.084	23,14	2.061	5,90	24.796	70,96	-	-	-	-	34.941	426
1994	16.654	38,01	4.410	10,06	22.753	51,93	-	-	-	-	43.817	511
1995	6.712	27,76	645	2,67	16.825	69,58	-	-	-	-	24.182	2.028
1996	7.510	11,77	709	1,11	55.603	87,12	-	-	-	-	63.822	5.786
1997	34.323	23,21	5.692	3,85	107.870	72,94	-	-	-	-	147.885	9.855
1998	70.992	21,82	20.021	6,15	234.396	72,03	-	-	-	-	325.410	16.229
1999	93.441	25,76	29.844	8,23	205.030	56,53	30.117	8,30	4.237	1,17	362.669	28.312

*I dati precedenti il 1999 sono stati convertiti al tasso fisso euro=1936,27 lire

Riscatti dei fondi comuni operanti in Italia (mil euro*)

	azionari	%	bilanciati	%	obbligazionari	%	di liquidità	%	flessibili	%	totale	lussemburghesi
1984	0	0,00	0	0,00	2	100,00	-	-	-	-	2	-
1985	74	19,59	85	22,45	220	57,96	-	-	-	-	380	-
1986	1.464	32,26	2.028	44,69	1.045	23,04	-	-	-	-	4.537	-
1987	2.381	26,29	3.854	42,55	2.823	31,16	-	-	-	-	9.058	-
1988	2.287	23,08	3.692	37,26	3.929	39,66	-	-	-	-	9.908	-
1989	2.506	29,23	2.711	31,62	3.357	39,15	-	-	-	-	8.574	1.007
1990	2.462	33,38	1.893	25,67	3.020	40,95	-	-	-	-	7.375	1.025
1991	2.832	33,34	1.794	21,11	3.869	45,55	-	-	-	-	8.495	896
1992	2.792	20,95	1.515	11,37	9.018	67,68	-	-	-	-	13.325	726
1993	4.892	27,70	1.724	9,76	11.044	62,54	-	-	-	-	17.660	1.034
1994	7.620	24,82	2.425	7,90	20.652	67,28	-	-	-	-	30.697	689
1995	8.682	29,33	2.553	8,63	18.362	62,04	-	-	-	-	29.597	1.091
1996	9.571	28,27	2.087	6,16	22.197	65,56	-	-	-	-	33.855	2.648
1997	18.843	25,47	2.422	3,27	52.725	71,26	-	-	-	-	73.991	5.454
1998	46.988	28,67	7.945	4,85	108.942	66,48	-	-	-	-	163.875	10.699
1999	61.337	20,34	14.067	4,66	201.403	66,78	23.270	7,72	1.494	0,50	301.571	22.217

*I dati precedenti il 1999 sono stati convertiti al tasso fisso euro=1936,27 lire