

Fondi comuni di investimento

*Guida
a dati e statistiche*

2002

Fondi comuni
di
investimento

***Guida
a dati e statistiche***

I N D I C E

	Presentazione	5
Cap 1	Attività finanziaria delle famiglie e risparmio gestito in Italia	7
Cap 2	L'evoluzione dell'industria del risparmio gestito	9
Cap 3	Il trend internazionale del risparmio gestito	13
Cap 4	Fondi e Sicav gestiti da operatori italiani	19
Cap 5	I fondi pensione	23
Cap 6	Servizi e costi dei fondi comuni italiani	39
Cap 7	Il regime tributario dei fondi comuni di investimento	59
Cap 8	I sottoscrittori dei fondi comuni	71
Cap 9	La classificazione Assogestioni dei fondi comuni e dei fondi pensione	81
Cap 10	I benchmark adottati dai fondi comuni di diritto italiano	91
Cap 11	Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano	101
Cap 12	La valutazione della performance dei prodotti dell'industria del risparmio gestito	113
	Dati e statistiche	135

Il 2001 è stato un anno difficile per l'economia e la finanza internazionale. Un avvio d'anno ricco di instabilità ha fatto da premessa alle crisi maggiori, politiche e sociali prima che finanziarie, capaci di dare serie preoccupazioni per tutti i sistemi complessi e le industrie sensibili. Un anno da ricordare con orgoglio, per l'Industria del Risparmio Gestito, che è stata capace di rimontare la terribile crisi conseguita all'11 settembre, concludendo il 2001 con un calo marginale della raccolta netta e un recupero quasi totale sui rendimenti del 10 settembre.

Nuove società e nuovi prodotti hanno movimentato il periodo con la medesima intensità industriale e operativa degli anni scorsi. La nuova edizione di questa guida presenta la ricostruzione ragionata di questo processo di sviluppo, evidenziando in modo esteso, come ormai è consuetudine, dati, risultati e tendenze che hanno caratterizzato nel corso dell'anno il mercato dei fondi comuni in Italia. Nella seconda parte della Guida vengono poi proposte al lettore alcune importanti tematiche, che sono oggetto di diffusa attenzione e vengono esposte con l'ausilio di semplici approfondimenti.

Con la crescita e l'affermazione di vecchi e nuovi prodotti, anche quest'anno i risparmiatori italiani hanno avuto a disposizione molti strumenti per investire i propri risparmi.

L'industria ha mostrato notevole capacità innovativa e competitiva nel rispondere alle diversificate attese dei propri clienti, senza tralasciare il suo primo impegno: quello di tutelare il sottoscrittore di fronte ai rischi dei sistemi finanziari instabili che, come nel caso dei bond argentini, promettevano troppo facilmente rendimenti rivelatisi pericolosi. Giova ricordare che il peso delle obbligazioni argentine nei portafogli dei fondi italiani, già mesi prima della crisi di dicembre, era inferiore allo 0,13%, dunque marginale per rischio.

Assogestioni, l'associazione delle società che svolgono attività di gestione del risparmio, rappresenta oggi le SGR italiane, la gran parte delle società di asset management straniere operanti in Italia, un buon numero di SIM e banche che operano nella gestione individuale e nei fondi pensione, e anche quest'anno ha rafforzato la sua opera di informazione e rappresentazione dell'Industria presso decisori, opinion-maker, pubblico degli investitori, mantenendo vivo il suo primo commitment: quello di fornire servizi alle società associate.

Assogestioni intende favorire le migliori condizioni di funzionalità e efficienza, sotto il profilo operativo e normativo, per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati finanziari in cui essa si realizza.

L'obiettivo strategico dell'industria rimane lo stesso perseguito negli anni: 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.

Attività finanziaria delle famiglie e risparmio gestito in Italia

La quota di risparmi affidati dalle famiglie italiane agli investitori istituzionali a fine 2001 è stimata intorno al 38,5% (Tab 1), in leggero aumento rispetto a quanto osservato per fine 2000. L'elevata volatilità dei mercati finanziari registrata nel corso del 2001, culminata con l'attacco terroristico dello scorso settembre contro gli Stati Uniti, ha comportato una diminuzione delle ricchezze finanziarie complessivamente detenute dalle famiglie italiane. L'incertezza sulla ripresa economica, insieme ad un clima di preoccupazione e di diminuzione di fiducia da parte degli investitori, ha influenzato l'allocazione delle risorse tra i diversi prodotti offerti dagli operatori del risparmio gestito. Il valore complessivo al 31 dicembre 2001 dei risparmi investiti in organismi di investimento collettivo, stimati intorno ai 546,5 miliardi di euro, sono inferiori rispetto a quanto osservato a fine 2000. Ciò è stato determinato dalla continua flessione delle quotazioni dei mercati azionari (a fine dicembre 2000 più del 50% del patrimonio dei fondi aveva una componente azionaria rilevante) e dalla diminuzione delle risorse affluite in

Tab 1: Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali in mil di euro	1996	1997	1998	1999	2000	2001 *
FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO E SICAV	109.019	202.882	395.561	552.291	577.873	546.502
Fondi/SICAV italiani aperti	102.023	190.279	372.274	475.298	453.224	-
Fondi comuni mobiliari chiusi	n.d.	n.d.	n.d.	697	751	-
Fondi comuni immobiliare chiusi	n.d.	n.d.	459	1.410	1.601	-
Fondi lussemburghesi storici	6.996	12.603	19.748	30.385	34.345	-
Fondi/SICAV esteri (appartenenti a gruppi italiani)	n.d.	n.d.	3.080	31.722	60.449	-
Fondi/SICAV esteri (appartenenti a gruppi esteri)	n.d.	n.d.	n.d.	12.779	27.503	-
In % of households financial savings	6,23	9,84	17,05	22,00	22,21	21,43
GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI	134.580	193.911	280.530	370.292	392.112	415.000
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni	129.993	158.995	187.539	199.945	186.335	207.500
Banche	96.821	134.515	191.533	222.390	213.367	-
Sim	27.196	59.397	88.997	48.761	39.346	-
SGR (prima del 1997 Fiduciarie)	10.564	n.d.	n.d.	99.141	139.399	-
Su tot. attiv. famiglie (in %)	7,69	9,40	12,09	14,75	15,07	16,27
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	7,42	7,71	8,08	7,97	7,16	8,14
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita	67.599	85.224	106.098	137.627	165.398	180.000
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	67.323	84.430	101.588	123.684	141.348	149.000
Su tot. attiv. famiglie (in %)	3,86	4,13	4,57	5,48	6,36	7,06
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	3,84	4,09	4,38	4,93	5,43	5,84
FONDI PENSIONE	51.081	53.757	56.276	72.944	76.494	79.000
Fondi pensione di enti di previdenza e di fondi creditizi	51.081	53.757	56.276	72.166	74.752	-
Fondi pensione aperti e negoziati	n.d.	n.d.	n.d.	778	1742	-
Su tot. attiv. famiglie (in %)	2,92	2,61	2,43	2,91	2,94	3,10
TOTALE RISPARMIO GESTITO	357.417	500.065	740.964	948.864	982.050	982.002
Su tot. attiv. famiglie (in %)	20,41	24,25	31,94	37,80	37,75	38,51
TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE	1.751.155	2.062.168	2.319.973	2.510.243	2.601.669	2.550.000

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia. *I dati relativi al 2001 sono stimati.

Avvertenze: Il patrimonio gestito dalle Compagnie Assicuratrici si riferisce alle riserve tecniche al netto delle cessioni per riassicurazione. Le attività finanziarie delle famiglie sono al lordo delle passività.

questi prodotti (-584 milioni di euro). Nonostante il rallentamento registrato, l'investimento in quote di fondi comuni rappresenta più del 20% delle attività finanziarie delle famiglie.

In crescita dell'1% viene invece stimata la quota rappresentata dalle gestioni patrimoniali che, a fine dicembre, con circa 415 miliardi di euro, rappresenta il 16,3% delle attività finanziarie delle famiglie. Dalle analisi di trend, si osserva una sostanziale stabilità delle gestioni in quote di fondi e un incremento della gestione di risparmi in monte.

Anche il peso del settore assicurativo (+0,7 sulle attività finanziarie delle famiglie) è stimato in crescita. Le polizze rivalutabili tradizionali nonché l'offerta di prodotti finanziari con garanzia di capitale, in questo momento di incertezza, hanno attratto nuovi flussi di sottoscrizione.

La quota destinata al risparmio previdenziale, anch'essa in aumento rispetto all'anno scorso, è tuttavia ancora lontana dal rappresentare un valido sostegno al sistema pensionistico pubblico. Il peso dei fondi pensione stimato intorno ai 79 miliardi di euro rappresenta solamente il 3,1% delle attività finanziarie delle famiglie.

L'evoluzione dell'industria del risparmio gestito

Il processo evolutivo che caratterizza le società di gestione del risparmio non ha rallentato nemmeno nel 2001 nonostante da un lato le difficili condizioni dei mercati finanziari, dall'altro l'esaurimento della spinta innovativa generata dalla normazione secondaria che ha seguito l'introduzione del Testo unico della finanza.

La Tab 1 mostra il grado di concentrazione dell'industria, anche in termini di raffronto intertemporale. Focalizzando l'analisi solamente sugli OICR di diritto italiano promossi dai singoli gruppi, si può osservare come nel corso degli ultimi tre anni i primi 5 gruppi finanziari detengano più del 50% del patrimonio complessivamente investito in questi prodotti. Estendendo l'indagine anche agli OICR di diritto estero facenti sempre capo a gruppi italiani la concentrazione del settore aumenta, in quanto tre gruppi solamente detengono il 51% del patrimonio dell'industria.

	2001		2000		1999		1996	
	OICR solo ita	OICR ita e es	OICR solo ita	OICR ita e es	OICR solo ita	OICR ita e es	OICR solo ita	OICR ita e es
Primi 3 gruppi	43,7%	51,1%	44,2%	51,5%	39,7%	n.d.	32,0%	n.d.
Primi 5 gruppi	56,1%	61,9%	57,1%	62,6%	54,5%	n.d.	45,1%	n.d.
Primi 10 gruppi	75,1%	79,2%	78,2%	80,8%	75,8%	n.d.	68,4%	n.d.

Complessivamente l'evoluzione dell'offerta è marcata dai seguenti fattori:

- un processo di concentrazione e ristrutturazione dei primi gruppi di gestione, anche in seguito ai fenomeni di fusione bancaria, che consente la creazione di unità produttive molto articolate e con forti economie di scala;
- la nascita e lo sviluppo vieppiù di società di gestione indipendenti, particolarmente attive nel segmento del private banking;
- una ulteriore compressione dei margini di profitto, sia a causa della contrazione delle masse gestite, sia per le modifiche introdotte ai meccanismi di prelievo delle commissioni di incentivo, che le aboliscono di fatto in presenza di mercati calanti;
- l'avvio delle Sgr speculative, primo esperimento in Europa di regolamentazione on-shore dei prodotti hedge (o, con un termine forse inappropriato, speculativi).

Alcuni numeri possono esemplificare i trend in corso.

A fine 2001 operavano in Italia 129 Sgr, 34 in più di quelle operative l'anno scorso. 72 di queste, appartenenti a 50 gruppi finanziari differenti, offrivano a fine dicembre fondi comuni di diritto italiano armonizzati e/o non armonizzati.

Il 2001 ha visto nascere più di tredici Sgr speculative. Di queste sette hanno iniziato a offrire fondi di fondi speculativi registrando una raccolta complessiva pari a 760 milioni di euro.

Analizzando in via preliminare e provvisoria i dati di bilancio delle Sgr relativi al 2001 che hanno istituito OICR aperti di diritto italiano si osserva:

- una diminuzione delle commissioni attive percepite dalle Sgr (queste rappresentano il 93% dei ricavi delle Sgr nel 2000 e il 91% nel 2001); per un dettaglio sulle commissioni di incentivo si rimanda al capitolo sui costi;
- un aumento delle commissioni passive, correlate al costo del canale distributivo (queste rappresentano il 72% dei costi delle Sgr nel 2000 e il 75% nel 2001).

Questi due fattori hanno comportato un aumento dell'incidenza della retrocessione delle commissioni attive che passano dal 77,6% per il 2000 all'80% per il 2001.

A fronte di tutti questi fattori va ricordato un altro importante fenomeno che potrebbe determinare nel medio periodo effetti potenzialmente dirompenti sulla struttura dell'offerta. Il riferimento è a tutti quei prodotti assicurativi e bancari che si presentano nei fatti come prodotti di risparmio gestito senza possederne le caratteristiche di tutela del risparmiatore, ed in particolar modo senza trasparenza sui costi, senza regolamentazione delle attività di gestione discrezionale, senza una precisa limitazione ai conflitti di interesse.

Questo segmento dell'industria finanziaria appare da un lato condurre una forma di concorrenza sleale al risparmio gestito grazie all'aggiramento della riserva di attività e della relativa regolamentazione, dall'altro potrebbe minare il rapporto fiduciario che si è saldamente instaurato tra il risparmiatore e i prodotti di gestione collettiva ed individuale.

La risposta a tale sfida sarà duplice: da un lato le autorità di vigilanza dovranno accogliere i ripetuti inviti dell'industria affinché si introducano normative omogenee per l'intero settore dell'offerta dei prodotti di investimento, dall'altro è necessario migliorare ulteriormente il time-to-market e l'innovazione dei prodotti del risparmio gestito.

In Tab 2 si riporta la consistenza dei patrimoni gestiti dai gruppi finanziari a cui fanno capo le società di gestione, le rispettive quote di mercato e l'indice di concentrazione.

Tab 2: Patrimonio gestito dai gruppi finanziari a fine 2001

	Patr. Italia		Patr. Totale		Conc.	
	mil euro	mil euro	%	%		
1 SANPAOLO IMI	97.740,1	99.172,0	19,0	19,0		
2 INTESABCI	95.908,9	95.942,3	18,4	37,4		
3 UNICREDITO ITALIANO	70.385,5	71.380,1	13,7	51,1		
4 ARCA	31.619,3	31.619,3	6,1	57,1		
5 BANCA DI ROMA	24.974,3	24.974,3	4,8	61,9		
6 MONTE DEI PASCHI DI SIENA	22.792,0	22.821,3	4,4	66,3		
7 BIPOP-CARIRE	20.478,9	20.485,4	3,9	70,2		
8 BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	19.141,9	19.141,9	3,7	73,9		
9 DEUTSCHE BANK	15.238,3	15.110,4	2,9	76,8		
10 EPTA	12.519,7	12.519,7	2,4	79,2		
11 BANCA POPOLARE DI MILANO	10.938,5	10.938,5	2,1	81,3		
12 RAS	9.855,2	9.855,2	1,9	83,2		
13 MEDIOLANUM	9.366,5	9.489,2	1,8	85,0		
14 GESTIELLE	9.400,6	9.400,6	1,8	86,8		
15 CREDEM	9.359,0	9.360,5	1,8	88,6		
16 BANCA LOMBARDA	9.012,4	9.012,4	1,7	90,3		
17 LE ASSICURAZIONI GENERALI	7.418,2	7.419,5	1,4	91,7		
18 BANCA POPOLARE DI LODI	7.345,2	7.345,2	1,4	93,1		
19 BANCA POPOLARE DI NOVARA	5.479,1	5.485,5	1,1	94,2		
20 ICCREA	5.477,7	5.477,7	1,0	95,2		
21 BANCA SELLA	3.933,7	3.986,2	0,8	96,0		
22 ING	3.963,1	3.963,1	0,8	96,8		
23 ERSEL	3.580,2	3.720,9	0,7	97,5		
24 ZURIGO ASSICURAZIONI	2.021,6	2.021,6	0,4	97,9		
25 CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	1.841,0	1.841,0	0,4	98,2		
26 CREDIT AGRICOLE	1.586,2	1.586,2	0,3	98,5		
27 BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA	1.025,2	1.025,2	0,2	98,7		
28 SYMPHONIA	922,1	922,1	0,2	98,9		
29 BANCO DI SARDEGNA	823,2	823,2	0,2	99,0		
30 ANIMA	818,9	818,9	0,2	99,2		
31 INTERMOBILIARE	671,2	671,2	0,1	99,3		
32 CREDITO SVIZZERO	605,7	605,7	0,1	99,4		
33 BANCA POPOLARE VICENTINA	517,5	524,1	0,1	99,5		
34 VEGAGEST	504,7	504,7	0,1	99,6		
35 SAI ASSICURAZIONI	387,4	387,4	0,1	99,7		
36 KAIROS PARTNERS	328,2	328,2	0,1	99,8		
37 BANCA LEONARDO	230,8	230,8	0,0	99,8		
38 LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	185,1	185,1	0,0	99,9		
39 BANCA POPOLARE DI BARI	152,8	152,8	0,0	99,9		
40 UNIPOL	147,6	147,6	0,0	99,9		
41 PFM	111,5	111,5	0,0	99,9		
42 POSTE ITALIANE	100,0	100,0	0,0	100,0		
43 REALI SIM	51,6	51,6	0,0	100,0		
44 CONSULTINVEST	49,0	49,0	0,0	100,0		
45 EPSILON	4,0	4,0	0,0	100,0		
46 HEDGE INVEST	37,1	37,1	0,0	100,0		
47 ALPI	35,8	35,8	0,0	100,0		
48 BNP-PARIBAS	14,5	14,5	0,0	100,0		
49 SOCIETE GENERALE	10,1	10,1	0,0	100,0		
50 NORDEST	5,2	5,2	0,0	100,0		
51 INVESTAR	3,1	3,1	0,0	100,0		
52 UNIFORTUNE	-	-	0,0	100,0		
53 MERRILL LYNCH	-	-	0,0	100,0		
54 AGORA	-	-	0,0	100,0		
TOTALE	519.155,2	521.854,9	100,0	100,0		

Il trend internazionale del risparmio gestito

Gli organismi di investimento collettivo, domiciliati nei diversi paesi europei, conformi alla direttiva europea 85/611, sono denominati fondi armonizzati (OICVM). Questi fondi hanno caratteristiche simili in termini di politiche di investimento, sono diffusi in tutta Europa e per essi sono disponibili informazioni sull'ammontare raccolto e sulle caratteristiche principali dei loro investimenti.

Di seguito non sono di conseguenza considerati quei fondi che, sebbene istituiti nei diversi paesi europei, non sono conformi all'anzidetta direttiva, come nel caso italiano sono i fondi riservati, i fondi speculativi e i fondi di fondi, che sono regolati da una normativa nazionale.

Si ricorda inoltre che il confronto dell'ammontare delle risorse gestite per paese di domicilio determina una sottostima di quelle nazioni i cui operatori istituiscono prodotti all'estero; i flussi di sottoscrizioni di questi prodotti, sebbene provenienti da investitori residenti nel paese d'origine, vengono rilevati nelle statistiche dei paesi di domicilio dei rispettivi fondi (principalmente Lussemburgo e Irlanda).

Il caso italiano, sebbene non sia l'unico, come si evince dalla Fig 1, è un esempio significativo. Nel corso del 2001 il patrimonio investito in fondi di diritto lussemburghese e irlandese istituiti da operatori italiani è cresciuto del 10,8% passando da 94.794 milioni di euro a 105.079 milioni di euro, mentre, nello stesso periodo, il patrimonio dei fondi di diritto italiano è diminuito del 9,7%.

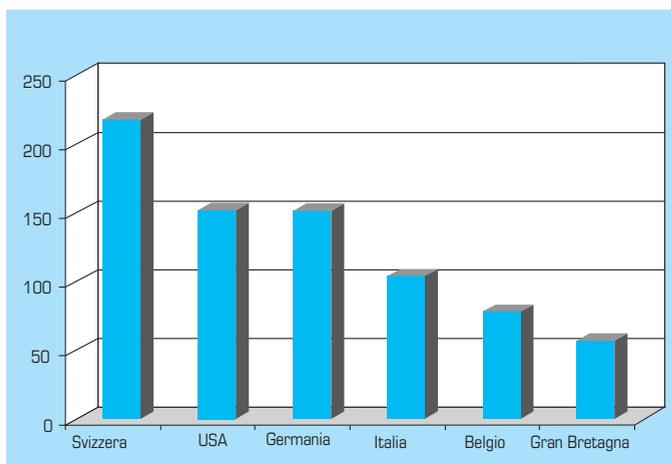


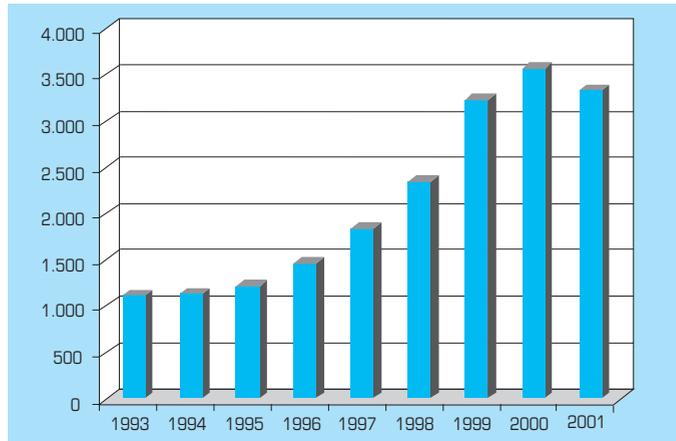
Fig 1: Patrimonio dei fondi promossi in Lussemburgo da operatori esteri (mld euro)

Nell'evidenziare un confronto tra paesi europei, per motivi di omogeneità, sono stati utilizzati i dati, aggiornati al 30 settembre 2001, raccolti dalla Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI) e dall'Investment Company Institute (ICI).

1 Le tendenze del risparmio gestito in Europa

A fine settembre 2001 sono 3.325 i miliardi di euro investiti nei 27.010 organismi di investimento collettivo europei esistenti. L'andamento negativo dei mercati borsistici registrato nel corso del 2001, culminato con l'attacco terroristico dell'11 settembre, ha comportato una diminuzione rilevante del patrimonio dei prodotti con componente azionaria, come i fondi azionari e bilanciati. Tale riduzione ha influito sul computo complessivo del patrimonio affidato dai risparmiatori a questi strumenti di investimento. Il patrimonio è infatti diminuito dell'8,4% rispetto alla fine del 2000.

Fig 2: Evoluzione del patrimonio dei fondi in Europa (mld euro)



La diminuzione degli indici di mercato e l'incertezza sull'andamento della ripresa economica hanno indotto i risparmiatori a modificare la composizione degli investimenti effettuati. In molti paesi si è infatti registrato un incremento dei riscatti dai fondi a componente più rischiosa e una prevalenza degli investimenti in prodotti con caratteristiche di rischio-rendimento più prudenti, come i fondi di liquidità (Tab 1). A fine settembre i fondi azionari rappresentano il 38,1% del patrimonio, rispetto al 45,3% dello scorso dicembre; di converso è cresciuto di quasi il 4% il peso dei prodotti monetari.

2 Il risparmio gestito nei diversi paesi europei

Il quadro dell'industria europea si è leggermente modificato rispetto alla situazione osservata alla fine del 2000. Al 30 settembre 2001 la Francia con 769 miliardi di euro è il primo paese per massa amministrata in OICVM (Fig 2), superando il Lussemburgo, che si ricorda offre solamente la sede ammi-

Tab 1: Flussi gennaio – settembre 2001 (mil euro)

	Sottoscrizioni			Riscatti			Raccolta netta		
	totale	azionari	monetari	totale	azionari	monetari	totale	azionari	monetari
Germania	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11.654	1.915	7.939
Italia	159.098	24,3%	20,8%	182.406	30,8%	18,0%	-23.308	-17.642	14.469
Lussemburgo	464.117	33,9%	14,3%	376.538	34,8%	3,3%	87.579	26.456	10.423
Spagna	38.107	14,8%	43,7%	42.937	23,1%	22,0%	-4.830	-4.292	5.002
Regno Unito	69.700	70,5%	1,2%	51.020	73,2%	3,8%	18.681	11.779	84

nistrativa ai fondi, mentre il collocamento, nonché molte volte la gestione, avviene direttamente nei diversi paesi dell'Unione Europea. L'Italia si colloca sempre al terzo posto se-

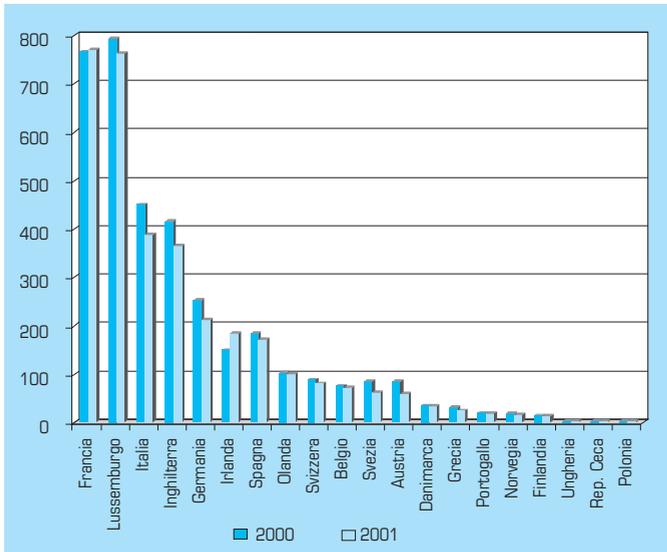


Fig 3: Patrimonio gestito nei paesi europei (mld euro)

guita da Inghilterra e Germania.

La classifica muta se si guarda il volume medio in gestione in ogni singolo fondo a livello nazionale. I fondi di diritto italiano, con un patrimonio medio pari a 372 milioni di euro, si posizionano al primo posto, seguiti dalla Svizzera e dall'Olanda. Come si vede in Fig 4 i volumi medi gestiti non sono omogenei a livello europeo, tuttavia si può osservare che in nove paesi, rappresentanti più dell'80% dell'industria europea, un fondo ha un patrimonio mediamente pari a 100 milioni di euro. La non omogeneità dei diversi volumi ammi-

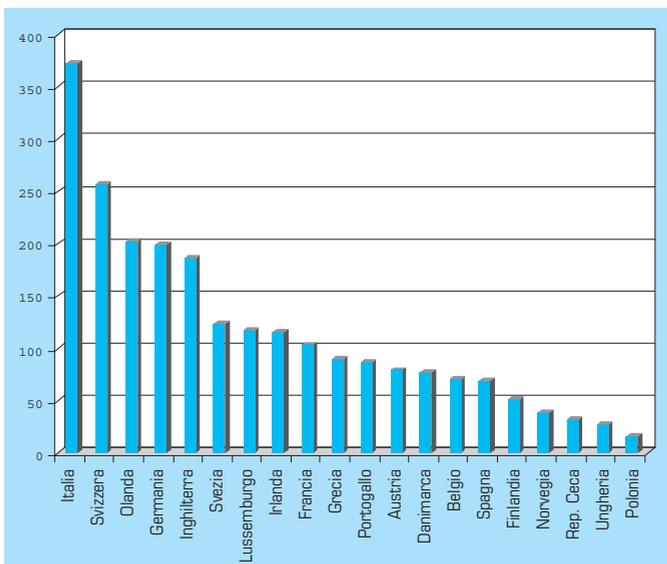


Fig 4: Patrimonio medio gestito in Europa (mil euro)

nistrati rispecchia la diversa struttura organizzativa e societaria degli operatori nelle singole realtà nazionali ma anche la diversa diffusione dello strumento fondo all'interno del portafoglio finanziario delle famiglie europee.

3 Le tipologie di fondi

Nel 2001 si è invertita la tendenza registrata nel corso degli anni precedenti caratterizzata dallo spostamento delle risorse dai fondi obbligazionari verso i fondi azionari: in Germania si osserva una diminuzione di 11,8 punti percentuali del peso dei fondi azionari sul totale delle risorse. La diminuzione è stata compensata dall'incremento delle quote dei fondi monetari e obbligazionari, scelti dai risparmiatori considerato il clima di incertezza e di instabilità che ha caratterizzato l'anno passato. Simile situazione si osserva anche in Italia e in Lussemburgo (si veda Tab 2).

Tab 2: Suddivisione del patrimonio per categorie

	equity funds		bond funds		money market funds	
	Set-2001	2000	Set-2001	2000	Set-2001	2000
Francia	23,6%	28,3%	18,3%	16,9%	34,1%	28,5%
Germania	49,2%	61,0%	27,5%	22,5%	14,1%	8,4%
Inghilterra	74,4%	76,4%	10,8%	8,7%	0,4%	0,3%
Italia	26,3%	34,6%	40,7%	34,6%	10,1%	5,0%
Lussemburgo	35,1%	44,2%	40,7%	33,3%	11%	8,9%

Diverso è invece il quadro in Francia e in Inghilterra dove non si è verificata una forte diminuzione dell'incidenza dei fondi azionari. In Francia la modesta riduzione della quota in fondi azionari è spiegabile considerando che la componente azionaria non è molto elevata nei portafogli (minore al 30%), mentre in Inghilterra può essere ricondotta ad una maggior consapevolezza e ad una più solida cultura finanziaria, tradizionalmente presenti nei risparmiatori.

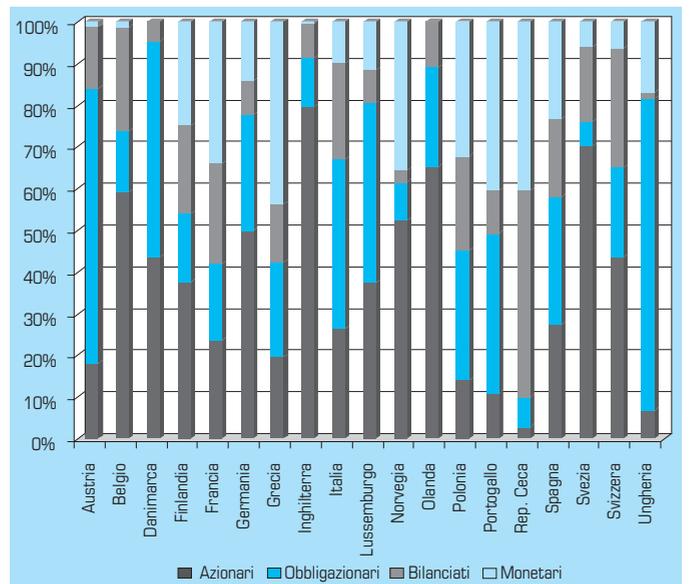


Fig 5: Ripartizione del patrimonio dei paesi europei nelle diverse tipologie

Analizzando singolarmente i diversi paesi (Fig 5) si osserva comunque una diversa ripartizione delle risorse destinate ai fondi azionari, obbligazionari, bilanciati e monetari, lontane dalla media europea soprattutto in quelle realtà in cui lo strumento fondo comune è relativamente recente.

Alla fine di settembre 2001 gli asset gestiti dai fondi comuni negli Stati Uniti ammontano a 7.027 miliardi di euro, valore sempre doppio di quello complessivamente affidato all'industria dei fondi europei. Rispetto al 2000 il patrimonio complessivamente gestito dai fondi statunitensi è diminuito del 6,1% non dissimile dal 6,6% di riduzione registrato dai fondi europei.

Anche il numero di prodotti offerti dalle due industrie è diverso: l'Europa, con 27.010 fondi, offre infatti un numero di fondi tre volte superiore a quello complessivamente presente negli Stati Uniti pari a 8.314 unità.

4 Il risparmio gestito in Europa e negli Stati Uniti

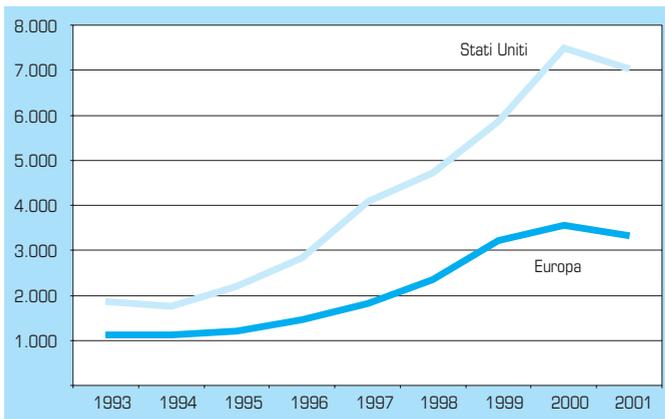


Fig 6: Evoluzione del patrimonio gestito negli Stati Uniti e in Europa (mld euro)

Data la numerosità di prodotti offerti e i volumi amministrati nelle due diverse realtà si osserva che il patrimonio medio di un fondo statunitense, pari a 845 milioni di euro, è sette volte superiore a quello di un fondo europeo.

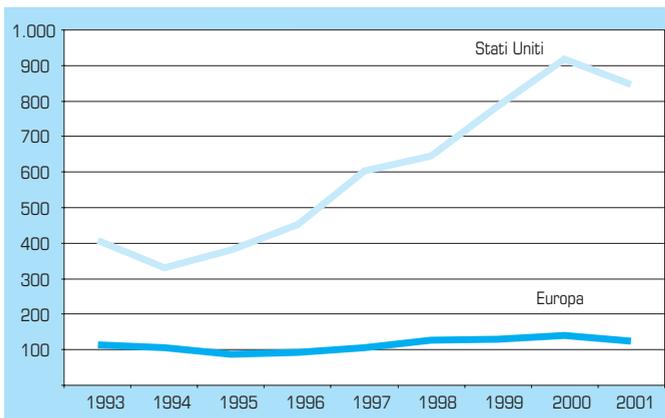


Fig 7: Patrimonio medio dei fondi in Europa e negli Stati Uniti (mil euro)

Come si è verificato in molti paesi europei anche negli Stati Uniti è variato il peso delle diverse tipologie di prodotti presenti sul mercato: si è registrata una diminuzione del 9,8% dei fondi azionari; un aumento dei fondi monetari (+7,2%) e dei fondi obbligazionari (+ 2,6%); una sostanziale stabilità dei fondi bilanciati. Questo nuovo assetto negli Usa ha come conseguenza una maggiore omogeneità tra il portafoglio azionario detenuto dalle famiglie statunitensi ed europee: i fondi azionari e i fondi bilanciati pesano per il 52,1% negli Stati Uniti contro il 53,6% in Europa. Diverso è invece l'investimento in fondi obbligazionari e monetari: negli Stati Uniti il peso dei fondi monetari è più elevato e pari al 33,7%, mentre in Europa è il 15,7%. In fondi obbligazionari i sottoscrittori statunitensi destinano il 14,2% delle loro risorse, mentre quelli europei il 28,1%.

Fig 8: Patrimonio (mld euro) e ripartizione nelle diverse tipologie dei fondi in Europa

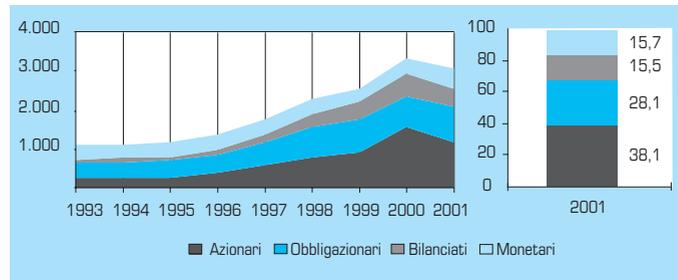
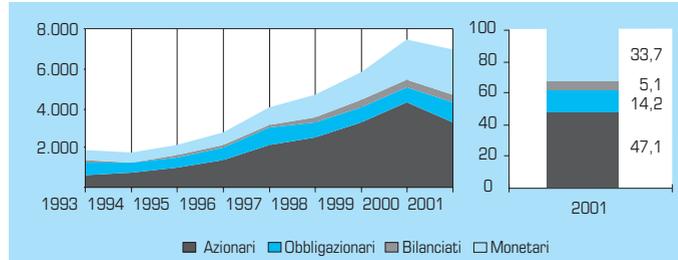


Fig 9: Patrimonio (mld euro) e ripartizione nelle diverse tipologie dei fondi in USA



Nei primi nove mesi del 2001, la tipologia di fondi comuni statunitensi in cui sono affluite le risorse è molto diversa rispetto al corrispondente periodo del 2000 (Tab 3): più del 66% dei flussi netti sono confluiti infatti nei fondi monetari. Nel 2000 l'investitore statunitense aveva diminuito la quota destinata verso questi prodotti. Invece nel 2001 l'incertezza dei mercati finanziari e la diminuzione della fiducia sui tempi della ripresa economica hanno portato nuovamente alla ribalta questa tipologia di investimento.

Tab 3: Raccolta netta in USA per tipologia (mil USD)

	Gen-Set 2001	in %	Gen-Set 2000	in %	Gen-Set 1999	in %
Azionari	55.266	12,4	258.050	70,7	128.015	45,1
Bilanciati	10.870	2,4	-8.454	-2,3	8.852	3,1
Obbligazionari	81.024	18,2	5.555	1,5	46.586	16,4
Monetari	297.680	66,9	110.023	30,1	100.670	35,4
Totale	444.840	100,0	365.174	100,0	284.121	100,0

Fondi e Sicav gestiti da operatori italiani

Il 2001 è stato un anno difficile per l'economia e la finanza internazionale. Ai fattori di instabilità dei mercati, a seguito del ciclo economico debole e incerto negli Usa e in Europa, si sono aggiunti gli effetti della crisi, politica prima che economico e finanziaria, determinata dai tragici attentati dell'11 settembre a New York. I risparmiatori in Italia, come peraltro negli altri paesi europei, hanno dovuto effettuare non facili scelte per adeguare alla nuova situazione l'allocazione dei propri investimenti finanziari, al fine di tutelarli dalle variazioni repentine dei mercati. L'industria italiana del risparmio gestito chiude il 2001 con l'orgoglio di aver saputo fronteggiare un periodo così turbolento e con la sicurezza di avere messo a disposizione del mercato un largo ventaglio di prodotti diversi, tutti efficaci e utilizzabili dai risparmiatori per attuare le scelte più adeguate di investimento in una condizione di elevata variabilità dei mercati.

Nel corso dell'anno i 1.667 prodotti di diritto italiano e estero istituiti dagli operatori italiani hanno registrato 315.779 milioni di euro di nuove sottoscrizioni a cui si sono contrapposti riscatti per 316.363 milioni di euro, determinando così una raccolta netta marginalmente negativa per 584 milioni di euro. Un risultato complessivo che deriva da un andamento non univoco nei diversi mesi dell'anno (Fig 1).

Dopo un primo trimestre negativo, si è verificata una prima inversione con raccolte mensili positive, che hanno recuperato le perdite. Poi, nel mese di settembre la raccolta è stata negativa per 8.700 milioni di euro, una cifra che costituisce tuttavia solo l'1,8 % del patrimonio in gestione. In altre occasioni, nella storia dell'industria del risparmio gestito, si erano registrate percentuali negative più consistenti, nonostante il

1 OICR italiani e esteri



Fig 1: Raccolta netta mensile in milioni di euro per i prodotti di diritto italiano e estero

quadro di incertezza generale dello scorso settembre fosse straordinariamente più grave di qualunque altro momento storico precedente. A conferma della maturità raggiunta dal sistema fondi comuni in Italia, la negatività registrata a settembre è stata prontamente e quasi completamente recuperata dai buoni andamenti dell'ultimo trimestre dell'anno.

In Fig 1 si può anche notare come i fondi di diritto estero istituiti da operatori italiani, praticamente per tutti i mesi dell'anno, hanno registrato una raccolta netta positiva. Questi prodotti, a differenza dai fondi di diritto italiano, non hanno subito in modo significativo lo shock emotivo di settembre.

Condizioni di vantaggio fiscale e più snelle procedure autorizzative hanno continuato ad essere le basi dell'incremento sia delle risorse nette destinate in questi fondi (18.117 milioni di euro) sia del numero di operatori che hanno deciso di costituire all'estero questi prodotti: a fine 2001 il 43% dei gruppi italiani censiti promuoveva almeno un prodotto domiciliato all'estero contro il 37% di fine 2000.

A fine dicembre 2001 i fondi di diritto estero istituiti da gruppi italiani rappresentano il 20,8% del risparmio complessivo investito in fondi italiani, contro il 17,3% nel 2000 e l'11% nel 1999.

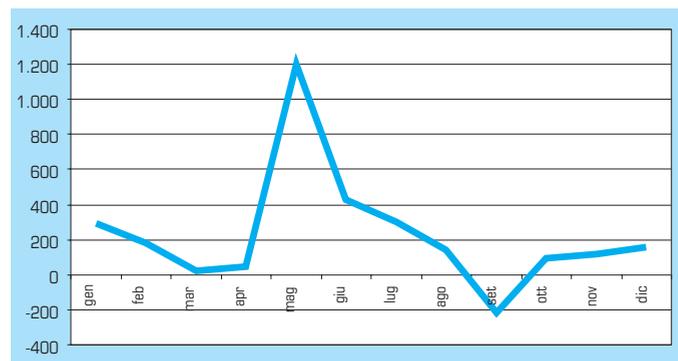
Anche per i fondi di diritto estero promossi da gruppi stranieri associati ad Assogestioni si stima una raccolta positiva sul mercato italiano nel corso del 2001.

2 Fondi italiani non armonizzati

Raccolta positiva è stata registrata anche dai fondi di fondi, fondi non armonizzati presenti sul mercato italiano dallo scorso aprile 2000, i cui dati non vengono normalmente sommati a quelli degli altri fondi per evitare duplicazioni nei conteggi. Questi prodotti hanno raccolto nel corso del 2001 2.768 milioni di euro, di cui 1.040 milioni di euro si stima siano destinati in OICR non collegati con l'industria italiana. Fig 2 mostra per i fondi di fondi l'andamento mensile della raccolta netta, che si differenzia da quello dei fondi armonizzati e che subisce in modo diverso gli effetti degli avvenimenti dello scorso settembre.

Il 2001 ha visto nascere i primi fondi speculativi di diritto ita-

Fig 2: Raccolta netta mensile in milioni di euro per i fondi di fondi



liano introdotti in Italia col Decreto del ministero del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228. A fine dicembre questi fondi hanno raccolto più di 750 milioni di euro.

In un clima di incertezza dei mercati finanziari, i fondi immobiliari possono rappresentare un utile strumento di diversificazione degli investimenti. I fondi immobiliari sono stati istituiti dalla legge n. 86 del 25 gennaio 1994 che detta una netta distinzione tra la società di gestione ed il fondo immobiliare, la natura “chiusa” dello stesso e l’obbligo di quotazione del fondo immobiliare, per garantire al partecipante la facoltà di disinvestimento. Una nuova normativa, emanata nel 2001, apre la strada a forme di costituzione diverse da quella “chiusa”, come peraltro avviene in altri ordinamenti e lasciando aperta una via per altre prospettive evolutive. Muove in questa direzione il riconoscimento della facoltà di provvedere alla raccolta del patrimonio anche mediante più emissioni di quote. A conferire una nuova fisionomia al prodotto fondo immobiliare contribuiscono, poi, ulteriori previsioni quali quelle che dovranno elevare a più del doppio gli attuali limiti all’indebitamento, nonché quelle che consentiranno agli investitori di sottoscrivere le quote anche in natura, vale a dire mediante conferimento di beni. Si stima che le risorse destinate in questi prodotti siano state nel corso del 2001 pari a 900 milioni di euro.

Nel 2001 i risparmiatori italiani nell’acquisto di OICR promossi da gruppi italiani hanno privilegiato prodotti caratterizzati da un profilo rischio/rendimento basso (Tab 1). Questa tendenza, che inverte quella che aveva caratterizzato gli anni precedenti, si è rilevata già all’inizio dell’anno e ovviamente si è accentuata dopo l’11 settembre (Fig 3). Più in dettaglio, i fondi caratterizzati da una durata media finanziaria del portafoglio inferiore a due anni, quali i fondi obbligazionari a breve termine e i fondi di liquidità area euro, sono stati i catalizzatori dei flussi di risparmi destinati all’industria italiana dei fondi. Questi prodotti oltre ad avere avuto per tutti i dodici mesi del 2001 una raccolta positiva, hanno raccolto quasi 53.000 milioni di euro. Nel corso del 2000 questi prodotti avevano invece registrato deflussi per oltre 32.000 milioni euro. Nel complesso la raccolta dei fondi di liquidità e dei fondi obbligazionari è stata positiva (+ 28.308 milioni di

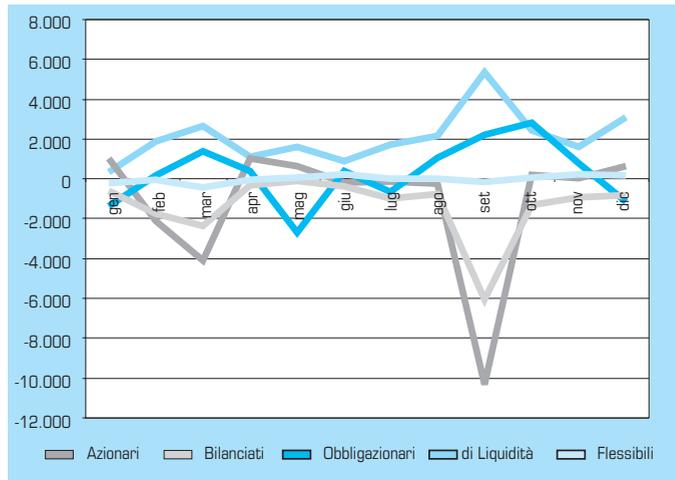
3 Fondi immobiliari

4 Asset allocation

Tab 1: Asset allocation dell’investimento in fondi di operatori italiani (mil euro)

	raccolta netta	patrimonio	%	% nel 2000
AZIONARI	-12.416	156.972	30,52	37,25
BILANCIATI	-16.443	59.872	11,64	15,12
OBBLIGAZIONARI	3.445	238.813	46,43	41,82
FONDI DI LIQUIDITA'	24.863	51.465	10,01	4,35
FLESSIBILI	-32	7.180	1,40	1,46
TOTALE	-584	514.302	100,00	100,00

Fig 3: Raccolta netta mensile in milioni di euro per macrocategorie di fondi



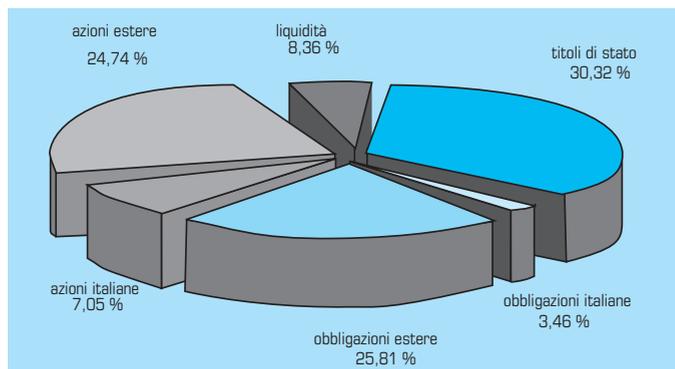
euro), mentre quella dei fondi azionari, bilanciati e flessibili è stata negativa (-28.892 milioni di euro). L'andamento dei mercati borsistici congiuntamente al cambiamento delle preferenze d'acquisto degli investitori ha portato alla diminuzione della quota destinata ai fondi azionari, dal 37,2% al 30,5%, a favore dell'aumento di quella destinata a fondi obbligazionari e di liquidità, dal 46,2% al 56,4%.

Nonostante l'incertezza che ha caratterizzato i mercati borsistici non in tutte le tipologie di fondi azionari è stato registrato un deflusso di risorse; flussi positivi, seppur inferiori rispetto a quelli dell'anno scorso, hanno avuto i fondi che hanno investito nei mercati del Nord America e in quelli specializzati in investimenti del settore delle nuove tecnologie.

Situazione simile a quella riscontrata negli OICR di diritto estero promossi da gruppi italiani si osserva nelle preferenze di acquisto di OICR estero promossi da gruppi stranieri. Anche in questo caso il peso dei prodotti obbligazionari e di liquidità è cresciuto, nel corso dell'anno, di oltre il 10%.

Fig 4 mostra invece la composizione del patrimonio dei fondi di diritto italiano, determinata dai gestori, alla fine del 2001.

Fig 4: Composizione del patrimonio dei fondi di diritto italiano alla fine del 2001



I fondi pensione

Il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, e successive modifiche e integrazioni, costituisce una innovazione di notevole rilievo nel sistema previdenziale e finanziario del nostro Paese, poiché introduce la prima disciplina organica delle “forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico”.

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

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

Da qui, pertanto, l'esigenza dell'ingresso nel mercato finanziario italiano di un nuovo operatore, per l'appunto il fondo pensione, che sia in grado di gestire professionalmente ingenti volumi di risorse e sia in grado, nel contempo, di influenzare positivamente la crescita del mercato stesso.

A tal proposito l'esperienza, specialmente estera, ha dimostrato che gli investimenti dei fondi pensione si dirigono in misura prevalente verso i mercati regolamentati, dove essi svolgono una importante funzione di stabilità, poiché raccogliendo flussi costanti di risorse, ma avendo impegni differiti nel tempo, possono meglio pianificare le politiche di investimento e, quindi, attuare scelte di portafoglio in modo molto più consapevole rispetto ad un normale investitore. I fondi pensione, infatti, salvo ipotesi del tutto eccezionali, sono in genere *sganciati* da esigenze di breve periodo.

L'ampio orizzonte temporale entro il quale devono assolvere gli impegni verso i beneficiari consente ai fondi pensione una più tranquilla pianificazione finanziaria. Ciò determina un loro contributo anticiclico all'andamento dei mercati finanziari.

I fondi pensione possono essere di due specie: **fondi pen-**

1 Cosa è il fondo pensione

sione ad ambito definito (o negoziali/contrattuali) ovvero **fondi pensione aperti**, a seconda della veste giuridica e dei soggetti destinatari.

I fondi pensione negoziali sono quelli previsti in favore di particolari categorie professionali di soggetti. Detti fondi nascono per contratto, accordo collettivo, regolamento anche aziendale (fonti istitutive) e possono accogliere le sole contribuzioni dei soggetti che hanno partecipato alla loro istituzione (ad esempio i lavoratori del settore chimico, qualora ne ricorrano i presupposti, possono aderire al FONCHIM, i lavoratori del settore metalmeccanico al COMETA). Sono soggetti giuridici e possono essere costituiti nella forma di associazioni ovvero di fondazioni.

Accanto ai fondi pensione negoziali, esiste la categoria dei fondi pensione aperti. I fondi pensione aperti nascono per delibera del Consiglio di Amministrazione dell'intermediario istitutore, che può essere una banca, una società di gestione del risparmio, un'impresa di assicurazione o una sim. Sono patrimoni autonomi e separati, nell'ambito del patrimonio del soggetto istitutore, non distraibili dal fine previdenziale al quale sono destinati.

Tali fondi sono così definiti in quanto aperti a tutti i destinatari. Chiunque sia interessato alla realizzazione di un piano di previdenza complementare può liberamente accedere, senza alcun condizionamento, a un fondo pensione aperto, indipendentemente dal tipo di attività esercitata.

2 Cosa è il piano di previdenza individuale

Il fondo pensione aperto, quale veicolo di gestione del risparmio previdenziale, assolve - a partire dal 1 gennaio 2001 - anche un'altra importante funzione, cioè quella di divenire uno strumento di attuazione di forme di risparmio previdenziale di tipo individuale (piani pensionistici individuali o forme pensionistiche individuali).

Il piano pensionistico individuale, attuato tramite il fondo aperto rappresenta, quindi, un nuovo strumento previdenziale che consente a chiunque di accantonare, su un proprio conto individuale, quote del proprio risparmio che verranno gestite professionalmente e che, decorso un certo periodo di tempo, gli consentiranno di ricevere una pensione integrativa. Le forme pensionistiche individuali, quali strumenti di accantonamento di risparmio per finalità previdenziali in favore di tutti i soggetti, siano essi lavoratori o meno, possono essere di natura finanziaria ovvero assicurativa. Nel primo caso, le stesse sono attuate mediante l'adesione, di tipo individuale - da parte di qualunque categoria di soggetti - ai fondi pensione aperti; nel secondo caso, invece, è necessario stipulare un contratto di assicurazione sulla vita con finalità previdenziali.

In tal modo il fondo pensione aperto vede allargarsi i propri orizzonti. Da strumento puro di risparmio previdenziale di tipo professionale, il fondo aperto che, nel contempo, con-

senta la realizzazione anche di piani di previdenza individuale, assurge ad importante veicolo previdenziale anche per coloro che non sono titolari di redditi di lavoro o di impresa (es. casalinghe, studenti, titolari di redditi diversi ecc.) e che vogliono accantonare somme per scopi previdenziali.

Non lasciano adito a dubbi le nuove disposizioni normative che riconoscono, anche ai soggetti fiscalmente a carico di altri, la facoltà di aderire a forme di previdenza di tipo individuale, con riconoscimento del beneficio fiscale legato al versamento dei contributi direttamente in favore del soggetto (o dei soggetti) nei cui confronti gli stessi risultano a carico.

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

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

I suddetti soggetti possono aderire ai fondi aperti in forma individuale ovvero su base contrattuale collettiva.

L'adesione su base contrattuale collettiva può avvenire solo se le fonti istitutive dei fondi negoziali (e cioè i contratti, gli accordi collettivi e i regolamenti, anche aziendali) non "sussistono o non operino". Tale inciso significa che possono aderire ad un fondo pensione aperto, su base collettiva, sempre se iscritti ad una forma di previdenza obbligatoria:

- indistintamente tutti i lavoratori autonomi e i liberi professionisti;
- i lavoratori dipendenti solo se:
 1. siano decorsi sei mesi dal rinnovo del primo contratto nazionale di categoria ovvero dalla stipula di diversi accordi collettivi nazionali istitutivi di forme pensionistiche complementari, successivamente al 17 agosto 1995;

3 Soggetti destinatari dei fondi pensione

2. non esiste un contratto o accordo collettivo istitutivo di un fondo pensione negoziale;

3. esiste un fondo pensione negoziale previsto da un contratto o accordo collettivo, ma il datore di lavoro non è iscritto all'associazione sindacale stipulante il contratto (cd. non operatività della fonte istitutiva);

4. esiste un fondo pensione negoziale, il datore di lavoro è iscritto al sindacato stipulante il contratto ed esiste, altresì, un contratto integrativo aziendale che preveda l'adesione ad un fondo pensione aperto a condizioni migliori. In questa specifica ipotesi l'adesione al fondo aperto è consentita salvo diverse previsioni esplicite o implicite a livello di contrattazione collettiva nazionale. Ciò significa che se il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale prevede l'adesione dei lavoratori a un fondo pensione ad ambito definito rimettendo alla contrattazione integrativa soltanto la regolamentazione di taluni aspetti contrattuali, quali ad esempio la retribuzione e le ferie, senza includervi la materia della previdenza complementare, si deve ritenere inibita la possibilità di adesione ad un fondo pensione aperto anche a livello di contrattazione collettiva integrativa (previsione implicita). Del pari l'adesione a un fondo aperto deve considerarsi non attuabile nel caso in cui il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale non solo preveda l'adesione ad un fondo pensione ad ambito definito ma stabilisca, altresì, esplicitamente, che la materia inerente la previdenza complementare è riservata al solo livello di competenza nazionale. Di fatto, in questo caso, non è prevista la possibilità di deroga da parte della contrattazione collettiva integrativa.

- i soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro alle stesse condizioni previste per i lavoratori dipendenti;
- i lavoratori parasubordinati ai quali si applicherà la disciplina prevista per i lavoratori autonomi o per i lavoratori subordinati, nel caso in cui le loro condizioni siano regolate da CCNL.

Inoltre, occorre sottolineare che la disciplina in materia tutela e garantisce, in ogni caso, la libertà di adesione ai fondi pensione.

L'adesione su base individuale ai fondi aperti, anche per la realizzazione di piani pensionistici individuali è, invece, riconosciuta a qualunque soggetto, anche non titolare di redditi di lavoro (subordinato o autonomo) o di impresa e anche se privo di una copertura previdenziale obbligatoria. I soggetti che aderiscono a fondi pensione aperti in forma individuale possono realizzare sia forme di previdenza di tipo complementare sia forme pensionistiche individuali.

Tuttavia anche se l'adesione è libera, i vantaggi fiscali potranno essere riconosciuti nei soli casi in cui questa avvenga nelle forme previste dalla legge.

Le forme pensionistiche possono operare in regime di:

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

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

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

L'adesione si perfeziona con la sottoscrizione dell'apposito modulo contenuto nel prospetto informativo.

All'atto dell'adesione al fondo pensione ciascun aderente, sottoscrivendo il modulo di adesione, rilascia una apposita dichiarazione attestante l'esistenza dei requisiti di partecipazione. L'aderente deve altresì comunicare al fondo se aderisce in forma individuale ovvero su base contrattuale collettiva e, quindi, se intende realizzare forme di previdenza di tipo complementare collettivo ovvero di tipo individuale.

L'adesione può anche avvenire per trasferimento della posizione individuale da altro fondo pensione o da altra forma pensionistica individuale. In questo caso colui che effettua il trasferimento dovrà comunicare al nuovo fondo tutte le informazioni utili ai fini del trasferimento stesso.

Il fondo pensione può essere:

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

Nel caso in cui il fondo individui più linee di investimento l'aderente deve comunicare al fondo, all'atto dell'adesione, la linea di investimento cui intende aderire. Una volta effettuata la scelta, la permanenza nella linea di investimento è obbligatoria per il periodo di tempo minimo stabilito dal regolamento di gestione del fondo.

Allo scadere di detto periodo l'aderente può richiedere la conversione della propria posizione individuale ad altra linea di investimento.

Ciascuna linea è caratterizzata da una propria politica di investimento e da un proprio profilo di rischio. Sulla base di tali considerazioni e anche in relazione alla diversa propensione al rischio, nonché in relazione all'età anagrafica e all'anzianità contributiva, ciascun aderente potrà, pertanto, effettuare la scelta della linea cui aderire.

4 Le forme pensionistiche complementari

5 Come si aderisce ai fondi pensione aperti

6 Chi gestisce il fondo pensione aperto

Il fondo pensione aperto può essere gestito dalla stessa società che lo ha promosso o, per delega, da uno o più intermediari abilitati, quali banche, società di gestione del risparmio e compagnie di assicurazione. La delega non può mai interessare la totalità del portafoglio del fondo.

Le attività nelle quali il fondo può investire le proprie disponibilità sono disciplinate dal decreto legislativo n. 124 del 1993, in particolare dall'articolo 6, comma 5, dal decreto del Ministro del tesoro 21 novembre 1996, n. 703 e dallo stesso regolamento del fondo.

Per ciascun fondo pensione aperto la politica di investimento adottata è dettagliatamente descritta sia nel prospetto informativo sia nel regolamento di gestione.

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

7 Chi è il responsabile del fondo pensione aperto

È colui che sovrintende all'amministrazione e alla gestione finanziaria del fondo, anche nel caso in cui questa sia delegata a soggetti terzi, e verifica la rispondenza della politica di impiego delle risorse del fondo alla normativa vigente e ai criteri stabiliti dal regolamento.

Esso è nominato, dopo averne accertato il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità, dal Consiglio di Amministrazione della società che ha promosso il fondo pensione.

8 La banca depositaria

Come nel caso dei fondi comuni di investimento, a tutela dei partecipanti, il patrimonio del fondo pensione è custodito presso una banca, distinta dal soggetto gestore, cosiddetta banca depositaria.

La banca depositaria è tenuta ad eseguire le operazioni impartite dal gestore del fondo, purché non siano contrarie alla legge, al regolamento e ai criteri stabiliti dal decreto n. 703 del 1996.

9 La contribuzione

I fondi pensione aperti si finanziano attraverso il versamento dei contributi. I contributi sono a carico di tutti i lavoratori e, nel caso si tratti di lavoratori subordinati o parasubordinati, sono anche a carico dei datori di lavoro e dei committenti.

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

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

Nei casi di adesione su base individuale, la misura della contribuzione è determinata dall'iscritto all'atto dell'adesione, e può essere da questi variata in qualsiasi momento.

È prevista la possibilità di sospendere, in qualsiasi momento, la contribuzione. Per i lavoratori che aderiscano su base collettiva la misura della contribuzione a proprio carico, della contribuzione a carico del datore di lavoro e delle quote di TFR è determinata dal contratto o accordo collettivo. Per le persone che svolgono lavori di cura non retribuiti derivanti da responsabilità familiari, sono consentite contribuzioni saltuarie e non fisse. Detti soggetti possono altresì delegare il centro servizi o l'azienda emittente la carta di credito o di debito, al versamento con cadenza trimestrale al fondo pensione dell'importo corrispondente agli abbuoni accantonati a seguito di acquisti effettuati tramite moneta elettronica o altro mezzo di pagamento presso i centri vendita convenzionati.

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

Le spese si distinguono in:

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

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

Ciascun aderente può conoscere, all'atto dell'adesione al fondo, quale è l'esatto ammontare delle spese e degli oneri a proprio carico prendendo visione del prospetto informativo nel quale tale importo deve essere espressamente indicato.

Ulteriori spese sono quelle relative alla erogazione delle rendite, nonché quelle relative alle eventuali prestazioni accessorie per invalidità e premorienza. Il loro ammontare è definito nella convenzione assicurativa allegata al regolamento.

Le disposizioni di legge e regolamentari in materia di previdenza complementare stabiliscono che l'iscritto al fondo possa conseguire la prestazione pensionistica (causa naturale di uscita dal fondo pensione) solo al raggiungimento dell'età pensionabile e decorso il periodo minimo di contribuzione.

10 Le spese previste per i fondi pensione

11 Trasferire o riscattare la posizione pensionistica accumulata

Tuttavia, prima della scadenza del piano pensionistico, è consentito all'aderente, ove ricorrano particolari condizioni, di trasferire ovvero di riscattare la propria posizione individuale (costituita dai contributi versati più il rendimento accumulato). Il trasferimento della posizione individuale, qualora ne ricorrano i presupposti, potrà essere disposto verso un altro fondo pensione (aperto o negoziale) ovvero verso altra forma pensionistica individuale (attuata mediante l'adesione individuale a fondi aperti ovvero mediante la conclusione di contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziali).

Il trasferimento può essere richiesto:

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

Il riscatto può essere richiesto:

- a) nel caso in cui vengano meno i requisiti di partecipazione al fondo senza aver maturato i requisiti previsti per la richiesta delle prestazioni pensionistiche (ad esempio nel caso di mutamento dell'attività lavorativa il diritto al riscatto può essere esercitato in alternativa al trasferimento della posizione individuale);
- b) nel caso di cessazione dell'attività lavorativa;
- c) nel caso di decesso dell'aderente prima dell'esercizio del diritto alla prestazione pensionistica (premorienza). In tal caso il diritto al riscatto può essere esercitato dagli eredi, se il de cuius aveva aderito su base individuale, ovvero dal coniuge, dai figli, dai genitori se già viventi a carico dell'iscritto, o da altro soggetto eventualmente designato, nel caso in cui, invece, l'adesione del de cuius fosse avvenuta su base contrattuale collettiva. In tale ultimo caso, in assenza dei predetti soggetti la posizione pensionistica resta acquisita al fondo pensione.

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

- dall'acquisto della prima casa di abitazione per sé o per i figli documentato con atto notarile;
- dalla realizzazione di interventi di recupero del patrimonio edilizio di cui alle lettere a), b), c) e d), dell'art. 31, comma 1, della legge 5 agosto 1978, n. 457, relativamente alla prima casa di abitazione;

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

Le cause di trasferimento e riscatto della posizione individuale sono tassativamente stabilite dalle norme di legge e di regolamento. Al di fuori delle ipotesi previste non sono, pertanto, ammesse ulteriori ipotesi di trasferimento o di riscatto.

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

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

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

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

Le prestazioni pensionistiche complementari *di anzianità* sono erogate all'atto della cessazione dell'attività lavorativa purché ricorrano i requisiti di almeno 15 anni di iscrizione al fondo stesso e di un'età anagrafica di non più di 10 anni inferiore a quella prevista per il pensionamento di vecchiaia nel regime obbligatorio di appartenenza.

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

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

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

Le prestazioni del fondo possono essere erogate sotto forma

12 Quando è possibile richiedere l'anticipazione

13 Quando si conseguono le prestazioni pensionistiche

di capitale ovvero in forma di rendita. Le prestazioni erogate in forma di capitale non possono eccedere il limite massimo del 50% della posizione individuale maturata (a meno che il percipiente non abbia la qualifica di vecchio iscritto - e cioè di colui che alla data del 28 aprile 1993 risultava iscritto a forme pensionistiche complementari istituite entro il 15 novembre 1992 - ovvero a meno che l'importo annuo della prestazione pensionistica in forma periodica non risulti inferiore al 50% dell'importo dell'assegno sociale). La restante parte dovrà essere erogata sotto forma di rendita.

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

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

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

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

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

14 Le misure di trasparenza nei rapporti con gli iscritti

Dell'avvenuta iscrizione al fondo viene data apposita comunicazione mediante lettera di conferma nella quale sono indicati la data di iscrizione e tutte le ulteriori informazioni inerenti al versamento effettuato.

Sono previste anche ulteriori comunicazioni agli aderenti, concernenti la posizione individuale nonché i risultati di gestione del fondo (ad esempio la comunicazione periodica annuale che deve essere inviata entro il mese di marzo di ciascun anno).

Inoltre, presso la sede della società che ha promosso il fondo nonché, nel caso di adesioni collettive, presso le sedi di lavoro ove prestino la propria attività almeno dieci iscritti, devono essere depositati copia del rendiconto del fondo e della nota integrativa. Ciascuno degli aderenti ha poi diritto di ricevere, al proprio domicilio, una copia a proprie spese dei suddetti documenti qualora ne faccia richiesta.

15 Alcuni dati dei fondi pensione aperti

Assogestioni elabora trimestralmente, sulla base di un rapporto di scambio e reciproca collaborazione, le segnalazioni statistiche di vigilanza delle società istitutrici di fondi pensione aperti e redige un rapporto trimestrale.

I dati successivamente presentati si riferiscono a 68 dei 72 fondi operativi al 30 settembre 2001 mentre, per visualizzare le tendenze di sviluppo dei sistemi, viene esercitato il confronto con i corrispettivi dati del III trimestre dell'anno 2000.

15.1 Caratteristiche generali

Al 30 settembre 2001 i fondi pensione aperti offrono mediamente 3,7 linee di investimento, per un totale di 255 linee. Al termine del terzo trimestre 2000 essi ne offrivano in media 3,5 per un totale di 221 linee.

I lavoratori iscritti sono più di 263.000, con un incremento, rispetto all'anno precedente, del 40%.

L'88% degli aderenti non svolge attività di lavoro dipendente. Circa l'11% degli iscritti ha aderito in forma collettiva. L'attivo netto destinato alle prestazioni, cioè l'ammontare dei titoli e degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio al netto di eventuali passività, supera i 710 milioni di euro, con un incremento, rispetto all'anno precedente, di oltre il 74%.

Il 25% delle linee offerte rientra nella categoria degli Azionari e dei Bilanciati azionari, il 23% nei Bilanciati, il 40% nei Bilanciati obbligazionari e negli Obbligazionari, il 10% nei Monetari e l'1% nei Flessibili. Rispetto allo scorso anno, si è incrementata l'offerta di prodotti Bilanciati obbligazionari (che passano dal 20% delle linee operative, al 23%).

Le preferenze degli iscritti al termine del terzo trimestre 2001 sono tendenzialmente in linea con le preferenze degli iscritti al termine del terzo trimestre 2000: infatti, più del 48% aderisce a linee di investimento Azionarie e Bilanciate azionarie, mentre il 34% aderisce a linee Bilanciate. Gli iscritti a linee Bilanciate obbligazionarie passano, in un anno, dal 9% al 13%, ma complessivamente la percentuale di aderenti a linee Bilanciate obbligazionarie e Obbligazionarie, rimane stabile intorno al 15%.

Tab 1: Numero fondi e linee di investimento

	30/09/2000		30/09/2001	
	unità	%	unità	%
Azionari	37	16,74	41	16,08
Bilanciati Azionari	19	8,60	22	8,63
Bilanciati	53	23,98	58	22,75
Bilanciati Obbligazionari	44	19,91	59	23,14
Obbligazionari	43	19,46	45	17,65
Monetari	22	9,95	27	10,59
Flessibili	3	1,36	3	1,18
Totale linee di investimento	221	100,00	255	100,00
Fondi pensione	63		68	

Tab 2: Iscritti per categoria di appartenenza

	30/09/2000		30/09/2001	
	unità	%	unità	%
Azionari	54.836	29,20	79.543	30,17
Bilanciati Azionari	35.640	18,98	48.947	18,57
Bilanciati	64.171	34,17	89.604	33,99
Bilanciati Obbligazionari	17.368	9,25	35.251	13,37
Obbligazionari	11.814	6,29	4.917	1,86
Monetari	2.059	1,10	2.920	1,11
Flessibili	1.904	1,01	2.465	0,93
Totale Iscritti	187.792	100,00	263.647	100,00

Tab 3: Attivo netto per categoria di appartenenza

	30/09/2000		30/09/2001	
	euro	%	euro	%
Azionari	130.663.963	32,09	208.430.272	29,33
Bilanciati Azionari	64.534.071	15,85	101.811.573	14,32
Bilanciati	130.069.069	31,94	231.954.505	32,64
Bilanciati Obbligazionari	47.402.700	11,64	121.951.543	17,16
Obbligazionari	24.534.512	6,03	18.807.029	2,65
Monetari	8.447.828	2,07	23.554.658	3,31
Flessibili	1.550.027	0,38	4.230.195	0,60
Totale Attivo Netto	407.202.170	100,00	710.739.775	100,00

15.2 Tipologia istitutore

Al 30 settembre 2001, il 47% delle linee operative è promosso dalle Sgr che rappresentano il 55% degli iscritti ed il 59% dell'attivo netto destinato alle prestazioni dei fondi pensione aperti. Quasi il 44% delle linee operative è, invece, promosso da compagnie di assicurazioni che raccolgono il 19% degli iscritti e il 22% dell'attivo netto. Al 30 settembre 2000 le linee di investimento promosse dalle Sgr rappresentavano il 51% del totale. L'industria dei fondi pensione aperti italiani appare caratterizzata da un'elevata concentrazione: i 15 fondi pensione istituiti dalle società appartenenti ai primi tre gruppi per attivo netto (che rappresentano il 54% del totale) raccolgono oltre il 61% degli iscritti.

Tab 4: Linee di investimento per tipologia istitutore

	30/09/2000		30/09/2001	
	num.	%	num.	%
Assicurazione	90	40,72	111	43,53
Banca	12	5,43	16	6,27
SGR	112	50,68	121	47,45
SIM	7	3,17	7	2,75
Totale	221	100,00	255	100,00

Tab 5: Iscritti per tipologia istitutore

	30/09/2000		30/09/2001	
	num.	%	num.	%
Assicurazione	36.209	19,28	51.280	19,45
Banca	38.133	20,31	52.105	19,76
SGR	101.595	54,10	145.793	55,30
SIM	11.855	6,31	14.469	5,49
Totale	187.792	100,00	263.647	100,00

Tab 6: Attivo netto per tipologia istitutore

	30/09/2000		30/09/2001	
	euro	%	euro	%
Assicurazione	86.258.230	21,18	158.853.626	22,35
Banca	53.166.161	13,06	90.008.060	12,66
SGR	239.519.494	58,82	420.912.705	59,22
SIM	28.258.285	6,94	40.965.384	5,76
Totale	407.202.170	100,00	710.739.775	100,00

15.3 Composizione degli investimenti

Al termine del terzo trimestre 2001 l'attivo netto destinato alle prestazioni si compone per oltre il 48% di titoli ed Oicr azionari. Rispetto allo scorso anno, il peso percentuale degli investimenti azionari si è ridotto del 5%.

Il patrimonio investito in Oicr si è ridotto, in un anno, di un punto percentuale: al 30 settembre 2001 è pari al 32%. Anche nella composizione percentuale degli investimenti in quote di Oicr si rileva una riduzione della componente azionaria: gli investimenti in Oicr azionari passano dal 65% al 59%, mentre gli investimenti in Oicr obbligazionari e di liquidità passano dal 34% al 39%. L'investimento in Oicr aperti italiani rimane predominante (87%), ma si riduce di due punti percentuali, a vantaggio degli Oicr aperti di altri paesi UE (11%) e degli Oicr chiusi esteri (2%).

Analogamente allo scorso anno e al precedente trimestre, il patrimonio investito direttamente in titoli di Stato ed obbligazioni, in titoli azionari e in parti di Oicr risulta sostanzialmente equiripartito e rispettivamente pari al 32%, al 30% e al 32%. Il peso percentuale degli investimenti in Oicr è inversamente proporzionale alle dimensioni dell'attivo netto delle singole linee di investimento. Infatti, l'attivo netto dei comparti che dispongono di un patrimonio inferiore ai 500.000 euro è investito in quote di Oicr per il 64% del totale. L'investimento in quote di Oicr consente, infatti, la diversificazione degli investimenti anche per i comparti operativi da più breve tempo, che dispongono di risorse limitate.

Al 30 settembre 2001, i fondi pensione aperti sono esposti in maniera simile sui mercati azionari europei (44%) e degli Stati Uniti (42%). L'investimento in titoli azionari di emit-

Tab 7: Attivo netto e composizione del portafoglio

	30/09/2000	30/09/2001
	%	%
Liquidità	7,87	5,16
Depositi	6,75	3,81
Pos. netta p/t con scadenza < 6 mesi	0,00	0,00
OICR di liquidità	1,11	1,35
Titoli e OICR obbligazionari	38,51	43,72
Titoli di Stato con vita residua <= 6 mesi	1,75	0,47
Titoli di Stato con vita residua > 6 mesi	24,41	30,64
Obbligazioni quotate con vita residua <= 6 mesi	0,00	0,01
Obbligazioni quotate con vita residua > 6 mesi	1,55	1,16
Obbligazioni non quotate con vita residua <= 6 mesi	0,00	0,01
Obbligazioni non quotate con vita residua > 6 mesi	0,42	0,31
OICR obbligazionari	10,38	11,13
Titoli e OICR azionari	54,12	48,62
quotati	32,28	29,90
non quotati	0,00	0,00
OICR azionari	21,84	18,73
Altri OICR (bilanciati, flessibili, chiusi..)	0,15	0,53
Opzioni acquistate	0,00	0,00
Altri strumenti derivati	-0,10	0,00
Altre attività e passività	-0,56	1,96
Attivo Netto	100,00	100,00

tenti europei si riduce in un anno del 7%, passando dal 51% al 44%. L'esposizione verso i mercati statunitensi passa, invece, dal 35% al 42%.

Negli investimenti in titoli di debito, analogamente allo scorso anno, risultano largamente preferiti gli strumenti finanziari di emittenti italiani e di altri paesi UE (91%). L'investimento in titoli di emittenti italiani passa, però, dal 79% al 72%, mentre l'investimento in titoli di emittenti di altri paesi UE passa dal 12% al 20%.

15.4 Flussi di adesione, erogazione e riscatti

La raccolta netta, risultante dalla differenza tra adesioni (contributi e trasferimenti da altre linee o da altri fondi pensione) ed erogazioni e riscatti, è pari a circa 85 milioni di euro, con un incremento, rispetto al trimestre precedente, del 24%, imputabile, essenzialmente, all'aumento dei trasferimenti, normalmente concentrati negli ultimi mesi dell'anno.

L'ammontare dei contributi del trimestre oscilla intorno ai 58 milioni di euro. Il contributo trimestrale mediamente imputabile ai lavoratori dipendenti (per i quali sono generalmente previste contribuzioni anche a carico dei datori di lavoro e devoluzioni di quote dell'accantonamento annuale al Tfr) è pari a circa 573 euro; quello dei lavoratori autonomi è pari a circa 172 euro. La misura della contribuzione, determinata all'atto dell'adesione, può essere successivamente variata e l'iscritto, indipendentemente dalla modalità di adesione (su base individuale o su base contrattuale collettiva), può avvalersi della facoltà di sospendere i versamenti a suo carico, proseguendo, comunque, la partecipazione al fondo.

Tab 8: Adesioni ed erogazioni

	30/09/2000		30/09/2001	
	euro	%	euro	%
Contributi	39.708.603	81,11	58.028.541	64,69
Lavoratori dipendenti	10.323.529	21,09	18.071.653	20,15
di cui a carico del lavoratore	3.422.239	6,99	5.365.314	5,98
di cui a carico del datore di lavoro	3.838.307	7,84	6.495.298	7,24
di cui da quote TFR	3.062.983	6,26	6.211.041	6,92
lavoratori autonomi	29.385.073	60,02	39.956.888	44,55
Trasferimenti	9.249.094	18,89	31.671.327	35,31
da linea di investimento	1.047.953	2,14	1.244.370	1,39
da fondo pensione	8.201.141	16,75	30.426.957	33,92
Totale adesioni	48.957.696	100,00	89.699.868	100,00
Anticipazioni	591.540	13,81	1.135.578	22,66
Prestazioni pensionistiche in capitale	8.881	0,21	41.854	0,84
Trasformazioni in rendita	131.609	3,07	0	0,00
Riscatti	1.503.654	35,09	2.288.915	45,67
Premi per prestazioni accessorie	26.871	0,63	15.955	0,32
Trasferimenti	1.140.185	26,61	1.529.698	30,52
a linea di investimento	1.072.082	25,02	1.246.449	24,87
a fondo pensione	68.104	1,59	283.250	5,65
Totale erogazione riscatti	3.402.741	100,00	5.012.000	100,00
Totale raccolta netta	45.554.956		84.687.868	

Nel caso di adesione collettiva, la fonte collettiva regolamenta, infatti, il versamento a carico del datore di lavoro e la destinazione delle quote di Tfr.

Vista la finalità previdenziale dell'istituto, anticipazioni e riscatti sono possibili solo a determinate condizioni, espressamente indicate nei regolamenti dei fondi. Nel corso del terzo trimestre sono risultati pari a circa 3,5 milioni di euro.

Analogamente al trimestre precedente e all'anno scorso, le linee bilanciate hanno raccolto più del 30% dei flussi complessivi, mentre le linee azionarie hanno riscontrato una leggera diminuzione (circa il 4% rispetto al trimestre scorso, circa il 2% rispetto allo scorso anno).

Servizi e costi dei fondi comuni italiani

Questo capitolo si compone di due parti distinte. Nella prima è esposta una sintesi della ricerca “sul campo” condotta da McKinsey nel giugno del 2001, per incarico di Assogestioni, sul costo dell’investimento in fondi distribuiti alla clientela retail nei cinque maggiori mercati europei (Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna). Nella seconda sono presentati i risultati per il 2001 dell’indagine che ogni anno Assogestioni conduce sui costi dei fondi aperti e riservati di diritto italiano a partire dalle informazioni contenute nei prospetti informativi e nei regolamenti dei fondi italiani.

L’investimento in fondi: un’analisi McKinsey comparativa dei costi in Europa

La ricerca ha l’obiettivo di analizzare e comparare il costo complessivo sostenuto, per un investimento in fondi comuni, da un risparmiatore privato di ciascuno dei cinque paesi (Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna) che costituiscono i maggiori mercati europei.

Più in dettaglio, le “domande chiave” alle quali si è cercata una risposta sono le seguenti:

- Qual è il costo complessivo, dal punto di vista dell’investitore, collegato all’investimento in fondi comuni nei cinque maggiori paesi europei?
- Quali sono le principali voci di tale costo dal punto di vista dell’investitore?
- Come vengono suddivise le commissioni pagate dall’investitore tra i vari soggetti che intervengono nella “catena del valore” (distribuzione, produzione, amministrazione)?

Non rientrano invece tra gli obiettivi del lavoro le relazioni tra i costi collegati all’investimento in fondi e la performance dei medesimi (in particolare: performance dei fondi e performance fees), e le differenze nei sistemi di tassazione a livello di fondo e di investitore individuale.

Infine, non sono stati compresi nella ricerca i prodotti diversi dai fondi comuni di investimento aperti, quali ad esempio fondi di fondi, GPM-GPF e fondi chiusi.

La ricerca ha fatto leva su una pluralità di fonti informative; in particolare, le informazioni desumibili dai database pubblici disponibili sul mercato sono state integrate utilizzando nuovi database costituiti ad hoc e, soprattutto, raccogliendo ulteriori elementi attraverso un’indagine “sul campo”.

La metodologia seguita si basa su quattro elementi:

- 1 Per quantificare il costo complessivo sopportato dall’investitore in fondi comuni è necessario considerare diverse componenti. In particolare è fondamentale tenere

1 Introduzione

2 Profili metodologici

ugualmente conto dei **costi diretti di distribuzione** e dei **costi diretti di prodotto**. La prima componente è a sua volta costituita da tre principali voci: commissioni di ingresso, commissioni di switch e spese riconducibili all'attivazione di un rapporto diretto con il canale distributivo (ad es.: spese legate all'attivazione di conti correnti, di depositi amministrati, ecc.). La seconda, misurata attraverso il "Total Expense Ratio" (TER), si suddivide in commissioni di gestione ed altre voci (ad es.: commissioni per il servizio di banca depositaria, spese per la pubblicazione della quota, ecc). Le due componenti presentano un'incidenza alquanto variabile nei cinque paesi esaminati: ad un estremo si colloca la Spagna, dove i costi diretti di distribuzione sono generalmente molto bassi, mentre quelli diretti di produzione sono rilevanti; all'estremo opposto si trova la Germania, con costi diretti di prodotto particolarmente contenuti. Francia, Italia e Regno Unito hanno invece un posizionamento intermedio: in questi tre paesi, infatti, le due componenti contribuiscono entrambe in modo apprezzabile a formare il costo complessivo.

- 2 **L'importo dell'investimento** può impattare in modo significativo sui costi complessivi. A tal proposito, nella ricerca sono stati considerati due profili - l'investitore "*affluent*" e l'investitore "*retail*". Il primo investe un ammontare pari a 75.000 euro in un'unica soluzione; il secondo investe un ammontare pari a 10.000 Euro in un'unica soluzione e sottoscrive un PAC che prevede l'investimento di ulteriori 100 euro mensili.
- 3 Per poter condurre **confronti omogenei**, le componenti sopra citate devono essere aggregate, definendo un "*profilo d'investimento*" all'interno del quale sono fondamentali la scelta dell'orizzonte temporale su cui misurare i costi complessivi e la formulazione di specifiche ipotesi sugli switch. La ricerca è stata condotta su un profilo d'investimento a tre anni, con un'ipotesi di due switch del 30% del patrimonio ciascuno nel corso del periodo. Infatti alcune voci di costo ricorrono con regolarità, venendo a gravare sull'investimento per tutta la sua durata; altre hanno carattere discontinuo, manifestandosi solo al momento in cui viene assunta una determinata decisione (es.: acquistare nuove quote, effettuare uno switch, ecc.). Per poter procedere ad un confronto omogeneo queste ultime vanno ripartite all'interno di un orizzonte temporale standard.
- 4 La ricerca ha ricostruito il **costo medio complessivo** dell'investimento in ciascun mercato, derivante dal mix di prodotti e di canali adottati da ciascuno. Ciò in quanto si è inteso calcolare un indicatore di costo effettivo che tenga conto della "*customer experience*" specifica del paese. È stato anche calcolato il costo complessivo per

paese che risulterebbe dall'applicazione a ciascun singolo mercato del mix di prodotto-canale medio europeo.

La principale evidenza che emerge dal lavoro è che l'Italia è uno dei paesi a **minor costo complessivo**: solo la Spagna ha una media degli oneri complessivi a carico della clientela inferiore. In particolare, l'investitore affluente italiano è quello che paga le commissioni in assoluto più basse; per il retail italiano il costo è inferiore alla media dei paesi considerati, l'Italia è in questo caso distanziata dalla Spagna, paese dove il costo è inferiore, ma sostanzialmente allineata alla Francia e ben più *economica* di Germania e Regno Unito.

Esaminando le principali voci di costo, si nota che in Italia:

- **i costi diretti di distribuzione** sono più bassi che negli altri paesi, con eccezione della Spagna;
- **i costi diretti di prodotto** - misurati mediante il TER e indipendenti dal tipo di investitore - sono sostanzialmente allineati alla media degli altri paesi europei. Da segnalare che in Spagna gli operatori *recuperano*, almeno parzialmente, i bassi costi diretti di distribuzione massimizzando i costi diretti di prodotto.

Da tali evidenze consegue che un'analisi "parziale", focalizzata solamente su una delle due principali voci di costo, rischierebbe di portare a risultati distorti: la valutazione complessiva attribuita all'Italia - come a tutti gli altri paesi - emerge infatti solo quando si guarda al **combinato effetto delle due componenti**. Ciò non implica comunque che il risultato ottenuto sia sensibile alle particolari ipotesi utilizzate per l'aggregazione: anche utilizzando uno scenario alternativo a quello "di base" (orizzonte temporale di cinque anni) il ranking tra i cinque paesi rimane invariato.

Disaggregando per prodotto-canale si nota che i costi complessivi sostenuti dagli investitori:

- sono generalmente più elevati nel caso dei Promotori-consulenti indipendenti, il che appare coerente con il più elevato livello di servizio associato a tale canale. Il canale a minor costo è di regola rappresentato dai supermercati di fondi;
- sono maggiori per i fondi azionari rispetto agli obbligazionari, a loro volta seguiti dai monetari. Ciò si spiega alla luce del differente grado di complessità insito nelle tre categorie in questione;
- sono generalmente più contenuti nel caso dell'Italia, sia se si guarda alle singole categorie di prodotto, sia se si guarda ai singoli canali, soprattutto nel caso degli *"affluent"*.

I dati sinora descritti sono stati ottenuti ponderando i dati specifici a livello di singolo prodotto-canale per i pesi di tali prodotti-canali sullo stock totale dei fondi comuni all'interno di ogni paese. Applicando invece il **mix di prodotto-canale medio europeo** a tutti i paesi, le evidenze sopra citate a livello

3.1 Risultati: la formazione del costo complessivo

complessivo vengono a rafforzarsi: l'Italia diventa, infatti, il paese in assoluto meno caro per l'investitore *"retail"*, mentre per l'investitore *"affluent"* il divario tra l'Italia stessa e gli altri paesi si allarga in misura significativa. In altri termini, anche prescindendo dalla variabilità legata al mix di prodotto-canale tra i diversi paesi, dalla ricerca emergono differenze anche significative nelle strutture di pricing, che fanno sì che i costi per l'investitore italiano siano tendenzialmente più contenuti che in altri paesi.

3.2 Risultati: ripartizione dei costi complessivi lungo la catena del valore

La seconda parte dell'analisi è finalizzata a comprendere come il costo complessivo pagato dall'investitore si ripartisce lungo la "catena del valore" - vendita/servizio/consulenza - produzione - amministrazione/servizi di terzi - e a quantificare il livello di efficienza dell'industria nei diversi paesi oggetto d'indagine.

In particolare, per stimare la ripartizione delle commissioni tra i distributori e gli asset managers nonché il livello dei costi operativi di questi ultimi ci si è avvalsi delle evidenze desunte dall'Asset Management Economic Survey condotto da McKinsey nel corso del 2000; per stimare i ricavi degli altri operatori che intervengono nella catena del valore (es.: Banca depositaria), prestando servizi di amministrazione, sono state utilizzate le componenti del TER diverse dalle management fees.

L'analisi dell'industria dei fondi comuni evidenzia che:

- **la quota principale** dei costi complessivi **remunera attività di distribuzione/vendita/servizio/consulenza**. A livello europeo il 70% dei costi complessivi è riferibile ad attività di distribuzione, contro l'8% che remunera attività amministrative prestate da terzi e il 22% che remunera la produzione. I dati non cambiano in modo significativo tra un paese e l'altro: la quota attribuita alla distribuzione assume un valore minimo del 61% in Spagna, a fronte di un massimo del 75% rilevato per la Francia;
- la quota di valore che affluisce alle attività distributive mostra la variabilità più elevata, se misurata in termini di incidenza sullo stock gestito, e spiega in massima parte la differenza di costi complessivi tra i paesi studiati. Ciò dimostra che il business della distribuzione risponde ancora a logiche competitive nazionali, ed esiste una **limitata competizione distributiva** tra paesi europei;
- la quota che remunera la produzione presenta scostamenti molto contenuti tra i diversi paesi europei osservati: il campo di variazione dei ricavi e, soprattutto, dei margini operativi degli Asset Managers è infatti molto più contenuto di quello di costi complessivi. A differenza della distribuzione, quindi, **la produzione** appare essere un'attività più **aperta alla concorrenza europea**;
- secondo questa analisi **l'Italia**, che come detto presenta **costi complessivi per il cliente tendenzialmente bassi**, evi-

denzia anche un'incidenza della componente distributiva inferiore alla media europea.

A livello produttivo l'industria dei fondi comuni italiana evidenzia una quota dei costi afferente alla produzione sostanzialmente allineata alla media europea e livelli di **efficienza produttiva** (cost/income) tra i più elevati.

Nella presente appendice si ripercorrono in modo dettagliato le singole fasi in cui si articola l'approccio metodologico seguito nella ricerca.

Sono stati considerati i seguenti profili:

- Un investitore "affluent", che investe una somma pari a 75.000 euro in un'unica soluzione.
- Un investitore "retail", che investe una somma pari a 10.000 euro in un'unica soluzione più ulteriori 100 euro mensili.

Su entrambi i segmenti di clientela la durata complessiva dell'investimento è fissata in tre anni.

È stata anche effettuata una diversa simulazione su un orizzonte di cinque anni.

Si assume che il 30% del portafoglio venga assoggettato a switch al termine del primo e del secondo anno.

Poiché i costi degli switch variano a seconda della categoria del fondo di provenienza e di destinazione, è stato ipotizzato che:

- Ove siano previste "famiglie" di fondi, gli switch avvengono all'interno della famiglia, fruendo delle conseguenti agevolazioni.
- L'operazione di switch viene effettuata passando da una determinata categoria ad una contigua, secondo uno schema predefinito.

Ad esempio, se l'investimento iniziale è stato effettuato in un fondo azionario che investe sul mercato domestico, lo switch avviene con destinazione verso un fondo obbligazionario che investe sul mercato domestico, e viceversa.

- Ove siano presenti exit fees, il costo dello switch ne tiene conto, al netto di eventuali agevolazioni.

Di seguito si dettagliano le singole voci di costo analizzate per ciascuna delle due componenti descritte:

Costi diretti di distribuzione:

- Collegati con il fondo, ovvero rilevabili nel prospetto informativo:
 - Commissioni di ingresso
 - Commissioni di uscita
 - Commissioni di switch

4 Dettagli sulla metodologia

4.1 Segmenti di clientela

4.2 Orizzonte temporale

4.3 Operazioni di switch

4.4 Tipologie di costo

- Non collegati con il fondo, ma derivanti dall'attivazione di un rapporto contrattuale con il canale distributivo:
 - Spese per l'apertura dei conti
 - Spese per la manutenzione dei conti
 - Spese di advisory non collegate al prodotto

Costi diretti di prodotto (TER):

- Commissioni di gestione.
- Altre componenti del TER (es.: commissioni corrisposte alla banca depositaria, spese di certificazione, spese per la pubblicazione del valore della quota, ecc.).

Su quest'ultimo punto, si rileva che il TER non include, tra l'altro, le commissioni di performance. Ciò è dovuto a due ordini di motivi:

- il TER deve poter essere utilizzato per stimare i costi futuri attesi: l'inclusione delle performance fees, che hanno una natura intrinsecamente "non regolare", altererebbe tali stime;
- le commissioni di performance impattano più sulla performance che sul costo del fondo: se un fondo ha una performance superiore ad un altro, a parità di struttura dei costi, l'inclusione delle commissioni di performance nella valutazione del TER finirebbe per penalizzarlo agli occhi di un investitore.

4.5 Modalità di indagine e fonti informative

Le componenti di costo collegate alla distribuzione sono state analizzate soprattutto attraverso un'indagine "sul campo" condotta con l'ausilio di società esterne. I risultati sono stati combinati con quelli desumibili dai database esistenti per quanto concerne specificamente i costi della distribuzione rilevabili dal prospetto informativo, in modo da assicurare una maggiore rappresentatività al campione esaminato. In particolare, per quanto concerne la scelta dei canali e dei player da includere nell'indagine sul campo:

- sono state esaminate cinque tipologie di canale distributivo: oltre alla "vendita diretta" da parte degli Asset Managers sono considerate le Banche, i Promotori-consulenti finanziari, i Supermercati di Fondi e le Assicurazioni (non previste per l'Italia, a motivo delle restrizioni normative che impediscono la vendita di fondi comuni agli agenti);
- all'interno di ciascun canale sono stati selezionati i principali operatori per dimensioni; più in dettaglio:
 - per le banche, è stato imposto un vincolo di copertura del 60% del mercato;
 - per gli altri canali, sono stati generalmente selezionati i 2-3 nomi più rappresentativi;
 - nel caso dei Promotori-consulenti finanziari, è stato verificato anche il costo complessivo dei fondi gestiti da tre Asset Managers attivi a livello pan-europeo e distribuiti nei cinque paesi, selezionati in quanto maggiormente rappresentativi in termini di volumi.

Le componenti di costo collegate alla produzione sono state esaminate esclusivamente attraverso analisi di database. In particolare:

- per Germania, Italia e Regno Unito ci si è avvalsi dei dati di Fitzrovia
- per Spagna e Francia sono stati utilizzati:
 - i dati di Fitzrovia relativamente ai fondi domiciliati in Lussemburgo ma riconducibili ad Asset Managers insediati nei due paesi;
 - due database creati ad hoc per i fondi domestici (Fitzrovia non è disponibile per questi paesi).

La ricerca ha preso in considerazione sia i fondi domestici sia quelli di diritto estero (normalmente lussemburghesi, ovvero irlandesi). Tra questi ultimi è stata operata un'ulteriore suddivisione tra i fondi “esterovestiti” e quelli effettivamente gestiti da player insediati in paesi esteri (per i quali l'indagine è stata condotta con riferimento ai tre nominativi indicati nel paragrafo 4.5).

Sia per i fondi domestici, sia per quelli di diritto estero, le categorie di fondi prese in considerazione sono 8:

- Fondi monetari area Euro (Sterlina per il Regno Unito)
- Fondi obbligazionari area Euro (Sterlina per il Regno Unito)
- Fondi obbligazionari area Dollaro
- Fondi bilanciati specializzati sul mercato domestico (es. per l'Italia “BBI”)
- Fondi azionari specializzati sul mercato domestico a gestione attiva
- Fondi azionari specializzati sul mercato domestico a gestione dichiaratamente indicizzata
- Fondi azionari pan-europei a gestione attiva
- Fondi azionari specializzati USA a gestione attiva

Per quanto concerne i costi diretti di distribuzione, i dati elementari - calcolati a livello di singolo fondo - sono aggregati sulle due tipologie di investitore utilizzando pesi rappresentativi del mix di prodotto-canale a livello di ogni singolo paese. In particolare, per ognuno dei cinque paesi sono calcolati i seguenti indicatori:

- costi diretti di distribuzione a livello di canale, derivante dalla media dei costi sui singoli fondi presenti in ogni canale, ponderata utilizzando pesi proporzionali all'incidenza delle singole categorie di prodotto sullo stock totale dei fondi comuni;
- costi diretti di distribuzione a livello di categoria di prodotto, derivante dalla media dei costi sui singoli fondi presenti in ogni categoria di prodotto, ponderata utilizzando pesi proporzionali all'incidenza dei singoli canali sul totale delle attività gestite;
- costi diretti di distribuzione a livello di paese, derivante

4.6 Tipologie di fondi

4.7 Modalità di ponderazione

dalla media dei costi complessivi a livello di canale, ponderata utilizzando pesi proporzionali all'incidenza dei singoli canali sul totale delle attività gestite.

Per quanto concerne i costi diretti di prodotto, i dati elementari - calcolati a livello di singolo fondo - sono aggregati utilizzando pesi rappresentativi del mix di prodotto a livello di ogni singolo paese; non è invece necessario utilizzare i dati sul mix di canale né differenziare per tipologia di investitore, in quanto queste componenti sono esclusivamente collegate al fondo. In particolare, per ognuno dei cinque paesi sono stati calcolati i seguenti indicatori:

- costi diretti di prodotto a livello di categoria di prodotto, calcolati come media semplice dei costi a livello di singolo fondo, separando tra fondi di diritto domestico e fondi domiciliati all'estero;
- costi diretti di prodotto a livello complessivo per tipo di domicilio, calcolati come media dei costi su ogni categoria di prodotto, ponderata utilizzando pesi proporzionali all'incidenza delle singole categorie di prodotto sullo stock totale dei fondi comuni;
- costi diretti di prodotto per tipo di paese, calcolati anch'essi come media dei costi su ogni categoria di prodotto, ponderata utilizzando pesi proporzionali all'incidenza delle singole categorie di prodotto sul totale delle attività gestite.

Di norma, tutti i dati sopra citati sono stati calcolati ed evidenziati separatamente per i retail e gli affluenti; dove si è reso necessario aggregare per avere una visione di sintesi, sono state utilizzate convenzionalmente ponderazioni pari, per i due segmenti, rispettivamente al 70% e al 30%.

Servizi e costi dei fondi italiani: l'indagine Assogestioni

La ricerca McKinsey mette in luce la complessità di una corretta valutazione dei costi di investimento in un fondo comune e mette in chiaro i due criteri che si devono sempre tenere presenti nell'affrontare la valutazione dei costi, ossia:

- 1 in primo luogo, si devono includere tutti i costi, sia quelli che gravano sul fondo sia quelli sostenuti direttamente dal sottoscrittore, altrimenti si fanno analisi parziali e inutilizzabili a fine comparativi;
- 2 in secondo luogo per comprendere appieno la struttura commissionale e la sua incidenza effettiva non si può prescindere da un modello di comportamento del sottoscrittore. Ad esempio, a parità di switch effettuati, regole differenti di prelievo in caso di switch possono gravare in modo profondamente diverso sulla performance complessiva dell'investimento anche se tale differenza non ri-

sulta quasi mai percettibile (si veda nella ricerca McKinsey le due situazioni paradigmatiche, Germania - Spagna).

L'indagine Assogestioni presenta un quadro completo dei costi che caratterizzano i fondi comuni aperti di diritto italiano, fornendo dati statistici per categoria e tipologia di fondo, oltre che per tipologia di costo. Di particolare rilevanza crediamo possano essere le tabelle inerenti alle commissioni di incentivo e a quelle di gestione che mostrano come l'effetto cumulato delle due renda la struttura commissionale dei fondi italiani pro-ciclica, ossia il sottoscrittore vede calare i costi della gestione quando il mercato subisce ribassi. L'indagine, basata sulle informazioni indicate nei prospetti informativi e nei regolamenti dei fondi aperti e riservati di diritto italiano, si propone di evidenziare le caratteristiche salienti della struttura dei costi di 1.178 prodotti, ossia di 1.054 dei 1.059 fondi italiani esistenti al 31 dicembre 2001, di 106 dei 109 fondi di fondi e dei 18 fondi riservati. I dati statistici sono stati calcolati sia in termini aritmetici, rapportando il fenomeno al numero complessivo dei prodotti, sia in termini ponderati, considerando, cioè, il peso, in termini di patrimonio, di ciascun prodotto sul totale.

Le società di gestione offrono ai risparmiatori che sottoscrivono quote di fondi comuni di investimento un servizio professionale che ha una duplice natura e che come tale viene variamente remunerato. Infatti gli oneri che il sottoscrittore sostiene consentono alla società di gestione di coprire non solo i costi della propria struttura organizzativa preposta alle operazioni di analisi e investimento, ma anche il costo delle reti distributive, sia proprie che di terzi e convenzionate, chiamate a svolgere l'importante ruolo di consulenza e assistenza alla vendita.

È possibile distinguere tra oneri direttamente a carico del sottoscrittore, quali le commissioni di entrata e/o di uscita e altri oneri minori, come i diritti fissi, i costi dei certificati rappresentativi delle quote, oneri che in via teorica dovrebbero remunerare in via principale i servizi di distribuzione e collocamento, dagli oneri a carico del fondo, e quindi indirettamente a carico del sottoscrittore, quali la commissione di gestione, l'eventuale commissione di incentivo, il compenso alla banca depositaria, oneri che a loro volta dovrebbero remunerare in via principale la gestione vera e propria.

In Italia, come del resto in tutti gli altri paesi nei quali esiste una industria efficiente sviluppata del risparmio gestito quali ad esempio gli Stati Uniti, questa bipartizione delle forme di prelievo in capo al sottoscrittore e in capo al fondo non riflette che in minima parte l'effettiva remunerazione dei due servizi di gestione e consulenza alla vendita.

Infatti ci sono ragioni di ordine psicologico e economico perché le forme di remunerazione siano più complesse e me-

5 I servizi e le forme di remunerazione

diate dalle retrocessione che le società di gestione del risparmio operano a favore dei canali bancari e delle reti di vendita. Innanzitutto i risparmiatori sembrano preferire un pagamento dilazionato del costo consulenziale, e quindi preferire fondi con commissioni di ingresso più contenute. Poiché tuttavia il costo della distribuzione resta elevato, e addirittura preponderante, la vendita iniziale viene remunerata da parte delle commissioni di gestione per tutta la durata dell'investimento. Si tenga presente che tale preferenza del risparmiatore non è di per sé irrazionale o ingiustificata, tuttavia richiede una trasformazione più complessa e meno diretta del pagamento del servizio.

In secondo luogo tale preferenza del risparmiatore medio trova anche una giustificazione di tipo economico. Il servizio di vendita non si deve infatti limitare a consigliare e rendere possibile l'investimento iniziale, bensì è connotato a tale servizio un ruolo di consulenza permanente, di analisi, verifica e aggiustamento nel tempo delle caratteristiche finanziarie del portafoglio di investimento, che deve essere remunerato su base continuativa.

Il risparmiatore italiano sembra gradire più di altri questo modello di diluizione nel tempo dei costi del servizio di vendita, gradimento che determina costi di gestione mediamente più alti di quelli di altri paesi (poiché in gran parte retrocessi alle reti distributive) a fronte però di costi di entrata e switch molto più contenuti.

Tale effetto emerge con grande evidenza dalla ricerca McKinsey. Si tenga presente tuttavia che una siffatta struttura commissionale è alla base del paradosso valutativo che spesso sembra colpire anche osservatori esperti: poiché il costo pressoché totale del servizio di vendita e di gestione si scarica sulla performance del fondo, anziché restare invisibile ai calcoli di performance come quando grava direttamente sul sottoscrittore, le performance dei fondi italiani ne sono in parte appesantite.

Da qui le famose stelle "Morningstar", che fondi di alcuni paesi (si veda il caso tedesco) sembrano meritare in abbondanza, mentre altri (italiani e spagnoli ad esempio) paiono aggiudicarsi in misura più limitata. Se solo si reimputassero gli elevati costi di entrata e switch ai fondi della prima divisione, le performance certamente ne verrebbero penalizzate e qualche stella sarebbe perlomeno cadente.

Non è una questione da poco quella precedentemente accennata. Sulla trasparenza dei costi e sulla correttezza dei comportamenti si fonda l'industria del risparmio gestito.

È paradossale, ma a volte strutture di costo più trasparenti e misurabili sembrano penalizzare la valutazione del prodotto anziché mostrarne appieno l'affidabilità.

È il caso ora di passare in visione i dati che caratterizzano la situazione italiana, partendo da una analisi per tipologia di costo.

6 Costi di entrata e di uscita

I costi di entrata e di uscita sono costi eventuali e non ricorrenti che il sottoscrittore sostiene rispettivamente o all'atto della sottoscrizione o al momento del rimborso delle quote.

- Il 32,9% dei fondi (il 51,4% del patrimonio) (Tab 1) non prevede alcuna commissione, né all'entrata né all'uscita (NL).
- Quasi il 35% dei fondi prevede delle commissioni di entrata (CE), ossia commissioni percentuali sull'ammontare investito che decrescono all'aumentare del capitale sottoscritto.
- Il 12,7% dei fondi applica le commissioni a tunnel (CT), ossia commissioni di uscita, sull'ammontare disinvestito, che decrescono all'aumentare del tempo di possesso delle quote, fino ad azzerarsi.
- L'11% dei fondi permette al sottoscrittore di scegliere, tra diverse alternative proposte nel prospetto, quale tipologia di costo sostenere, ad es. se una commissione di entrata a scaglioni o una commissione a tunnel, o un importo fisso all'entrata o all'uscita ecc. (CS).
- Esistono, poi, dei fondi che richiedono sia commissioni di entrata sia di uscita, fondi che richiedono una commissione di entrata espressa come percentuale fissa sul capitale investito, o un ammontare fisso indipendentemente dal capitale investito ecc. (AC).

Tipologia	1996		1998		2000		2001	
	% sul tot	% sul tot	% sul tot	% sul patr	% sul tot	% sul patr	% sul tot	% sul patr
NL	20,5	34,0	33,5	43,5	32,9	51,4		
CE	58,7	42,3	38,2	36,9	34,9	31,2		
CT	9,3	9,3	11,2	10,8	12,7	9,8		
CS	5,5	9,4	10,5	5,6	11,0	4,1		
AC	6,0	5,0	6,6	3,4	8,4	3,6		

La maggior parte dei fondi obbligazionari, bilanciati e di liquidità non pratica commissioni, né all'entrata, né all'uscita: appartiene, cioè, al regime No Load. La maggioranza dei fondi azionari e flessibili pratica, invece, commissioni di entrata.

Si è cercato di stimare (Tab 2) il costo medio che un sottoscrittore dovrebbe sostenere nel caso in cui investisse importi predefiniti (5.000, 25.000, 100.000 e 250.000 euro) in fondi che applicano commissioni di entrata. Per tutti gli importi è

euro	5.000		25.000		100.000		250.000	
	anno	anno	anno	anno	anno	anno	anno	anno
Azionari	3,30	3,53	2,98	3,20	2,05	2,18	1,44	1,56
Bilanciati	3,00	2,93	2,54	2,45	1,68	1,56	1,19	1,12
Obbligazionari	1,87	2,15	1,57	1,82	1,04	1,20	0,69	0,81
Flessibili	2,88	3,23	2,65	3,00	1,75	2,10	1,39	1,66

risultato che il costo di sottoscrizione è mediamente più elevato per i fondi azionari e flessibili e più basso per i fondi bilanciati ed obbligazionari.

Analoghe considerazioni possono essere svolte in merito alle commissioni a tunnel (Tab 3). Come le commissioni di entrata, infatti, esse sono più elevate per i fondi azionari (2,42% per il primo anno) e più basse per i fondi obbligazionari (2,32% per il primo anno); inoltre, come già descritto, decretono all'aumentare del tempo di possesso delle quote, fino ad azzerarsi (tendenzialmente ciò avviene dopo il possesso delle quote per oltre cinque anni).

**Tab 3: Commissione di uscita a tunnel
Aliquote % medie per macrocategorie**

media	1 anno		2 anni		3 anni		4 anni	
	semplice	pond	semplice	pond	semplice	pond	semplice	pond
Azionari	2,43	2,42	1,72	1,75	1,24	1,39	1,00	1,29
Bilanciati	2,41	2,55	1,90	2,01	1,40	1,46	1,67	1,76
Obbligazionari	2,32	2,50	1,74	1,84	1,23	1,24	1,14	1,30
Liquidità	1,50	1,50	1,00	1,00	0,95	1,11	0,00	0,00
Flessibili	1,85	2,04	1,35	1,54	1,35	2,04	1,00	1,00

A differenza delle commissioni di entrata (che nel corso del tempo sono mediamente aumentate per tutte le categorie), le commissioni a tunnel si sono ridotte su tutte le scadenze (Tab 4), passando ad es. dal 2,71% per la permanenza di un anno nel 1998 al 2,37% per il 2001.

**Tab 4: Commissione di uscita a tunnel
Aliquote % medie. Confronto intertemporale**

Permanenza	1998		2000		2001	
	semplice	pond	semplice	pond	semplice	pond
1 anno	2,71		2,53	2,62	2,37	2,47
2 anni	2,11		1,87	1,91	1,73	1,82
3 anni	1,42		1,32	1,37	1,25	1,32
4 anni	1,21		1,16	1,30	1,11	1,35

7 Le commissioni di gestione

La provvigione di gestione è il compenso pagato indirettamente dai sottoscrittori (e direttamente dal fondo) alla SGR che gestisce i fondi. Esso è calcolato quotidianamente sul patrimonio netto del fondo e prelevato dalle sue disponibilità ad intervalli più ampi (mensili, trimestrali ecc.)

Al termine del 2001 la commissione di gestione mediamente applicata dai fondi italiani è pari all'1,45% (1,22% rispetto al patrimonio). Al termine del 2000 essa era pari all'1,41% in termini aritmetici e all'1,33% in termini ponderati.

La necessità di remunerare in modo diverso il servizio prestato in funzione della complessità della gestione e della specializzazione della particolare politica di investimento seguita, comporta che le commissioni di gestione siano mediamente più elevate per i fondi azionari (1,78% sul totale, 1,76% sul patrimonio) e flessibili (1,70% sul totale, 1,69% sul

patrimonio) e più basse per i fondi di liquidità (0,62% sul totale, 0,63% sul patrimonio), obbligazionari (1,07% sul totale, 0,95% sul patrimonio) e bilanciati (1,55% sul totale, 1,54% sul patrimonio).

Le commissioni di gestione, mediamente aumentate per tutte le categorie (Tab 5), si sono ridotte, nel corso del tempo, per i fondi comuni di liquidità e obbligazionari a breve termine.

	1998		2000		2001	
	semplice	pond	semplice	pond	semplice	pond
media						
Azionari	1,67	1,61	1,74	1,73	1,78	1,76
Az. Italia	-	-	1,63	1,67	1,67	1,71
Az. Area Euro	-	-	1,56	1,63	1,57	1,71
Az. Europa	-	-	1,71	1,73	1,79	1,76
Az. America	1,69	1,66	1,72	1,78	1,74	1,78
Az. Pacifico	1,68	1,59	1,71	1,73	1,76	1,76
Az. Paesi Emergenti	1,86	1,77	1,91	1,90	1,92	1,87
Az. Internazionali TS	-	-	1,69	1,72	1,78	1,75
Az. Internazionali NTT	-	-	1,86	1,76	1,86	1,78
Az. Altre Specializzazioni	1,75	1,79	1,85	1,80	1,85	1,80
Bilanciati	1,42	1,38	1,51	1,53	1,55	1,54
Bilanciati Azionari	-	-	1,82	1,87	1,91	1,89
Bilanciati	-	-	1,48	1,52	1,52	1,55
Bilanciati Obbligazionari	-	-	1,44	1,47	1,45	1,45
Obbligazionari	1,01	1,00	1,06	0,98	1,07	0,95
Obbligazionari misti	-	-	1,11	1,01	1,13	1,01
Obbl. Area Euro a breve termine	-	-	0,82	0,79	0,81	0,77
Obbl. Area Euro a m/l termine	-	-	1,03	1,00	1,06	1,00
Obbl. Area Europa	-	-	1,10	1,11	1,09	1,12
Obbl. Area dollaro	1,15	1,10	1,10	1,12	1,10	1,09
Obbl. Area yen	-	-	1,30	1,28	1,30	1,28
Obbl. Paesi emergenti	-	-	1,41	1,29	1,43	1,30
Obbl. internazionali	1,15	1,06	1,13	1,10	1,14	1,10
Obbl. altre specializzazioni	1,20	1,01	1,18	1,16	1,20	1,16
Liquidità	-	-	0,67	0,64	0,62	0,63
Flessibili	-	-	1,71	1,74	1,70	1,69

La commissione di incentivo è una commissione utilizzata per remunerare la capacità del gestore del fondo: a differenza della commissione di gestione, questa si applica solo qualora il rendimento del fondo risulti superiore a quello del parametro di riferimento (benchmark) indicato nel regolamento del fondo.

Il ricorso alla commissione di incentivo è crescente nel tempo, ma essendo un compenso ulteriore per la capacità di gestione, non viene utilizzata da tutti gli operatori. Nel 1998 veniva applicata dal 50,8% dei fondi, mentre a fine 2001 è utilizzata dal 68% dei fondi rappresentanti il 64,2% del patrimonio dell'industria appartenenti a 43 (su 55) società di gestione. Questa commissione è prevista dal 78,9% dei fondi azionari e solamente dal 29,7% dei fondi di liquidità (Tab 6). L'incremento dell'uso delle commissioni di incentivo è stato

8 Le commissioni di incentivo

Tab 6: Commissioni di incentivo per macrocategoria

	2000		2001	
	% sul tot	% sul patr	% sul tot	% sul patr
Azionari	69,4%	70,4%	78,9%	84,1%
Bilanciati	64,6%	54,3%	72,9%	75,5%
Obbligazionari	50,8%	60,2%	54,5%	57,9%
Liquidità	28,6%	20,7%	29,7%	26,3%
Flessibili	69,7%	76,9%	89,4%	93,3%

accompagnato da una graduale modifica dei parametri utilizzati per il confronto tra il rendimento ottenuto del fondo con quello del benchmark di riferimento al fine di utilizzare parametri più coerenti con le politiche di investimento perseguite dai fondi.

Nel 1998 più del 40% dei fondi aveva, come base per il confronto, l'indice dei prezzi al consumo, mentre a fine 2001, solo l'8,6% dei fondi utilizza tale parametro.

A fine 2001 i fondi che applicano la commissione di incentivo confrontano il loro rendimento con quello dato:

- da indici di mercati utilizzati anche nell'indicazione del parametro individuato a rappresentare il profilo di rischio/rendimento del fondo, indicato nel prospetto informativo (59,7% dei fondi rappresentanti il 71% del patrimonio);
- da indici di mercato, diversi dal parametro individuato nel prospetto informativo (12,5% dei fondi rappresentanti il 6,3% del patrimonio);
- dagli indici di categoria elaborati da Fideuram (13,2% dei fondi rappresentanti l'11,1% del patrimonio);
- dall'Istat (8,6% dei fondi rappresentanti il 8,5% del patrimonio);
- dal confronto con la propria quota N periodi prima (6% dei fondi rappresentanti il 3,1% del patrimonio).

Le modalità di calcolo utilizzate per applicare l'eventuale commissione di incentivo sono diverse tra loro, ma le stesse si possono ricondurre a due casi principali:

- 1 la commissione da applicare è pari ad una percentuale della differenza tra il rendimento del fondo e quello dell'indice di riferimento (utilizzata da più del 72% dei fondi);
- 2 la commissione è di importo percentuale fisso, simile ad una commissione di gestione, prelevabile al superamento del rendimento ottenuto dal benchmark per date prefissate.

Le peculiarità della commissione di incentivo unita alla molteplicità dei criteri di calcolo previsti per l'applicazione della stessa non permette di calcolare ex ante l'incidenza che questa commissione avrà sui costi complessivi del sottoscrittore.

Una proxy di tale valore, calcolata ex post, può essere osservata utilizzando i ricavi delle società di gestione derivanti dall'applicazione di commissioni di incentivo per l'arco

temporale 1999-2001. L'incidenza di questa commissione rispetto al patrimonio complessivo dei fondi italiani è stata:

- 0,14% per il 1999
- 0,22% per il 2000
- 0,03% per il 2001

La banca depositaria ha il compito di custodire gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide del fondo e di dare esecuzione alle istruzioni del gestore se le stesse non risultino contrarie alle disposizioni di legge, del regolamento o degli organi preposti alla vigilanza. A fronte del servizio svolto, essa percepisce una commissione che è direttamente a carico del fondo e indirettamente a carico del sottoscrittore.

Il 68,5% del totale dei fondi (72,9% del patrimonio) remunera la banca depositaria con un compenso determinato come percentuale fissa sul valore del fondo; l'aliquota mediamente richiesta è pari allo 0,10% su base annua. Il 25,2% dei fondi remunera la banca depositaria sulla base di aliquote percentuali decrescenti all'aumentare del valore complessivo del fondo. Più del 5% dei fondi prevede altre modalità di remunerazione.

Sul fondo gravano anche altri oneri, quali:

- gli oneri di intermediazione inerenti la 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 al collocamento delle quote;
- le spese di revisione e di certificazione dei rendiconti dei fondi;
- gli oneri fiscali di pertinenza del fondo;
- i prestiti assunti in base all'art. 4 della legge 77/83;
- le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo.

Tutti questi costi, identificati univocamente dai regolamenti della Banca d'Italia, sono generalmente totalmente irrilevanti rispetto alle masse gestite. Altre spese, come quelle di funzionamento e di amministrazione della società di gestione, quelle relative alla preparazione, stampa e diffusione del materiale utilizzato al fine della commercializzazione dei fondi e quelle non indicate esplicitamente nel regolamento come a carico dei sottoscrittori o del fondo sono di competenza della stessa società di gestione.

Le modalità più comuni di sottoscrizione delle quote dei fondi comuni consistono nel versamento dell'importo che si intende investire in un'unica soluzione (PIC) o nell'adesione a piani di investimento programmati (PAC). Molte società consentono, soprattutto per l'adesione a fondi obbligazio-

9 **Compenso della banca depositaria**

10 **Ulteriori costi a carico del fondo e della società di gestione**

11 **Sottoscrizione e riscatto dei fondi armonizzati italiani**

nari, modalità alternative di sottoscrizione, quali ad esempio l'adesione attraverso un collegamento funzionale tra il fondo e il conto corrente di corrispondenza: il correntista individua una soglia minima di giacenza nel conto corrente e conferisce alla banca il mandato di investire l'eccedenza di liquidità rispetto a tale soglia in un fondo comune o di riscattare quote dal fondo in caso di deficit di liquidità per ripristinare la giacenza minima individuata.

Ai canali distributivi tradizionali di tale prodotto (Sgr, Banca, Promotori) si stanno affiancando altre modalità di distribuzione: infatti, più della metà dei fondi consente l'acquisto di quote anche mediante tecniche di collocamento a distanza (Internet), nel rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari vigenti (comunicazione Consob 21 luglio 2000, n. DIN/56016). La Sgr e/o i soggetti incaricati del collocamento possono, infatti, attivare servizi "on-line" che consentano all'investitore, dotato di password e codice identificativo, di impartire istruzioni di acquisto e/o disinvestimento. In molti casi, l'utilizzo del servizio di collocamento a distanza comporta per il risparmiatore la riduzione degli oneri di sottoscrizione e/o di riscatto.

Investire in un fondo comune non richiede elevati mezzi finanziari: si tratta, perciò, di uno strumento finanziario accessibile anche per quei risparmiatori che dispongono di risparmi di importo modesto.

Infatti, con riferimento alla modalità di sottoscrizione mediante il versamento in un'unica soluzione (PIC), si può osservare (Tab 7) come sia aumentato, nel corso del tempo, il numero di fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione inferiori a 500 euro. Essi rappresentano, a fine 2001, ben il 44% del totale (e più del 55% del patrimonio). Nel 1996 essi costituivano appena il 25% del totale. Complessivamente, al termine del 2001, più del 93% dei fondi richiede importi minimi di sottoscrizione inferiori a 2.500 euro.

Tab 7: Versamenti iniziali minimi (importi in euro)

	1996		1998		2000		2001	
	% su tot	% su patr						
<=500	25,0	36,5	41,6	49,4	44,0	55,7		
501-1500	22,0	26,1	30,5	32,8	27,8	23,9		
1501-2500	41,0	32,5	17,7	13,5	21,6	16,6		
2501-5000	9,5	2,3	8,1	2,6	4,3	2,2		
5001-130000	1,5	1,7	1,5	1,4	1,5	1,0		
>130000	1,1	0,9	0,6	0,2	0,9	0,6		
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		

Escludendo dall'analisi i fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione superiori a 25.000 euro risulta che i versamenti minimi richiesti sono mediamente più elevati per i fondi di liquidità (1.827 euro) e bilanciati (1.472 euro) e più bassi per i fondi azionari (1.360 euro), obbligazionari (1.221 euro) e flessibili (1.187 euro).

Con riferimento alla modalità di sottoscrizione mediante PAC, ossia mediante il versamento periodico (mensile, trimestrale, semestrale, annuale) di importi predeterminati lungo un arco temporale prestabilito, essa è consentita dall'88,4% dei fondi esaminati (corrispondenti all'88,3% del patrimonio complessivo). Coerentemente con l'orizzonte temporale di investimento di ciascuna categoria di fondi, questa modalità di sottoscrizione, tipica di un investimento a medio e lungo termine, è consentita da oltre il 90% dei fondi azionari (95,6% del patrimonio) e da poco più del 54% dei fondi di liquidità (Tab 8).

	2000		2001	
	% sul tot	% sul patr	% sul tot	% sul patr
Azionari	92,4	96,1	92,8	95,6
Bilanciati	89,0	96,3	91,8	96,9
Obbligazionari	87,6	94,0	87,6	88,0
Fondi di liquidità area euro	62,9	69,0	54,1	64,9
Flessibili	72,7	80,7	70,2	73,0

Dopo aver sottoscritto un fondo, il partecipante può effettuare versamenti successivi nello stesso fondo e/o operazioni di passaggio (switch) tra fondi della stessa società di gestione; normalmente, a fronte di tali operazioni, le società di gestione concedono facilitazioni commissionali, applicabili alla generalità dei risparmiatori. Tra queste rientrano il beneficio di accumulo, il beneficio di reinvestimento e la dichiarazione di intenti. Il beneficio di accumulo comporta, per l'investitore che sottoscrive in più fasi quote dello stesso fondo, l'applicazione sull'ultimo investimento effettuato, non dell'aliquota commissionale corrispondente a tale ultimo importo, bensì di quella corrispondente all'ammontare complessivamente sottoscritto (al lordo delle commissioni di sottoscrizione e al netto di eventuali disinvestimenti). Il beneficio di reinvestimento comporta, per l'investitore che entro un determinato periodo di tempo dal disinvestimento delle proprie quote sottoscrive nuovamente quote dello stesso fondo, la riduzione delle commissioni di ingresso nello stesso. La dichiarazione di intenti comporta, per l'investitore che si impegna ad effettuare entro un determinato arco temporale sottoscrizioni successive di un importo determinato, l'applicazione dell'aliquota commissionale prevista per l'importo complessivo. La caratteristica di essere fondi "aperti" consente al sottoscrittore di sottoscrivere o di riscattare le quote in qualsiasi momento. Così come la sottoscrizione, anche il rimborso delle quote può avvenire, oltre che in un'unica soluzione, parziale o totale, tramite piani programmati di disinvestimento. Nel corso del tempo il numero di fondi che consente tale possibilità di disinvestimento è aumentato: al termine del 2001 è consentita, infatti, dall'87,5% dei fondi (90,8% del patrimonio); nel 2000 era prevista dall'84% dei fondi (87% del patrimonio).

12 I fondi di fondi

I fondi di fondi, ossia fondi non armonizzati aperti di diritto italiano che investono esclusivamente in parti di altri Oicr armonizzati, sono stati introdotti con provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999. L'offerta di tali prodotti si è incrementata notevolmente nel corso dell'anno 2001: infatti, a fine 2000 erano operativi 32 comparti di fondi di fondi, mentre al termine del 2001 ben 109.

Come i fondi armonizzati essi possono essere sottoscritti sia mediante il versamento dell'intero importo che si intende investire in un'unica soluzione, sia mediante l'adesione a piani di investimento programmati, ma a differenza dei primi, essi richiedono importi minimi di sottoscrizione decisamente più elevati. Infatti, il 12,3% del totale (che corrisponde però al 44,5% del patrimonio) richiede quale soglia di ingresso un versamento iniziale superiore ai 25.000 euro (Tab 9).

Tab 9: Fondi di fondi. Versamenti iniziali medi (euro)

	2000		2001	
	% su tot.	% su patr.	% su tot.	% su patr.
<=500	31,3	16,4	24,5	20,6
501-2.500	15,6	15,5	26,4	23,7
2.501-25.000	37,5	5,6	36,8	11,2
>25.000	15,6	62,5	12,3	44,5

L'importo mediamente richiesto per la sottoscrizione di questi fondi è pari a 15.684 euro (ben 45.534 euro se ponderato rispetto al patrimonio). In linea con quanto osservato nel corso del 2000 (Tab 10), gli importi medi di sottoscrizione sono più elevati per i fondi azionari (media ponderata 62.584 euro) e più contenuti per i fondi obbligazionari e flessibili (medie ponderate 1.837 euro e 838 euro).

Tab 10: Fondi di fondi. Versamenti iniziali medi per macrocategoria

media	2000		2001	
	semplice	pond	semplice	pond
Azionari	28.700	83.684	15.368	62.584
Bilanciati	28.533	68.899	19.734	52.400
Obbligazionari	12.000	2.008	4.110	1.837
Flessibili	500	500	1.167	838

La sottoscrizione mediante PAC è consentita dal 48,1% dei fondi di fondi (34,9% del patrimonio). Così come la sottoscrizione, anche il disinvestimento può avvenire attraverso piani di rimborso programmati; tale modalità è prevista dal 49,1% dei fondi (37,7% del patrimonio).

Riguardo ai regimi commissionali principalmente adottati dai fondi di fondi (Tab 11) emergono significative differenze rispetto a quelli tipici dei fondi italiani. In particolare, nessuno dei fondi di fondi operativi adotta il regime a tunnel, né le commissioni a scelta. Inoltre, mentre il 51,9% del totale pratica commissioni di entrata a scaglioni, il 28,3% (che costituisce il 45,5% del patrimonio) pratica commissioni di en-

Tab 11: Fondi di fondi. Costi di entrata e di uscita

	2000		2001	
	% su tot.	% su patr.	% su tot.	% su patr.
No Load	25,0	13,1	8,5	6,1
Comm. Entrata a scaglioni	46,9	21,0	51,9	36,0
Comm. Entrata a % fissa	15,6	62,5	28,3	45,5
Costi di entrata e di uscita	12,5	3,4	3,8	2,4
n.d.	-	-	7,5	10,0

trata a percentuale fissa sul capitale investito. Questa tipologia di commissione rappresenta, per i fondi comuni italiani, un regime residuale ed è imputata sotto la voce AC, ossia altre tipologie commissionali.

Il regime commissionale principalmente adottato dai fondi azionari è costituito dalla commissione di entrata a percentuale fissa (69% del patrimonio), mentre per i fondi obbligazionari dalla commissione di entrata a scaglioni (54,7% del patrimonio).

Tab 12: Fondi di fondi. Regime commissionale per macrocategorie di fondi

	azionari		bilanciati		obbligazionari		flessibili	
	% su tot.	% su patr.	% su tot.	% su patr.	% su tot.	% su patr.	% su tot.	% su patr.
No Load	13,5	0,4	7,5	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Comm. entrata a scaglioni	43,2	20,3	56,6	29,6	40,0	54,7	83,3	99,6
Comm. entrata a % fissa	35,1	69,0	28,3	50,2	10,0	0,2	16,7	0,4
Costi entrata e uscita	2,7	2,0	3,8	3,0	10,0	1,4	0,0	0,0
nd	5,4	8,2	3,8	7,1	40,0	43,7	0,0	0,0

In linea generale, sui fondi di fondi non vengono fatti gravare diritti e spese relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote degli Oicvm collegati acquisiti, né viene considerata, ai fini del computo della commissione di gestione, la parte del fondo di fondi rappresentata da investimenti in questi fondi comuni. Le commissioni di gestione medie sono pari all'1,08% (0,91% del patrimonio); quelle mediamente imputate per i fondi di fondi azionari sono pari all'1,27% (0,95% del patrimonio), mentre per i fondi obbligazionari allo 0,66% (0,68% del patrimonio).

Solo il 18,9% dei fondi di fondi (10,6% del patrimonio) richiede commissioni di incentivo.

Riguardo alle modalità di calcolo del compenso alla banca depositaria, le tipologie maggiormente riscontrate sono costituite dal regime a percentuale fissa calcolata sul valore del fondo e dal regime commissionale a scaglioni.

Essendo fondi non armonizzati di diritto italiano riservati agli operatori qualificati definiti dalle società di gestione nel proprio regolamento, essi presentano delle caratteristiche distintive diverse da quelle riscontrabili per i fondi comuni italiani. In particolare, l'unica modalità di sottoscrizione delle quote

13 I fondi riservati

consentita da tali fondi è l'adesione mediante il versamento dell'intero importo in un'unica soluzione. Non sono ammessi piani di accumulo di capitale, né piani di disinvestimento programmati. L'importo minimo medio di sottoscrizione è pari a 978.333 euro (1.442.503 euro rispetto al patrimonio). Quanto al regime commissionale adottato, sui 18 fondi riservati operativi al 31 dicembre 2001, 17 di questi praticano il regime No Load. La commissione di gestione media è pari allo 0,23% (0,16% sul patrimonio) con un minimo dello 0,10% per i fondi obbligazionari ed un massimo dello 0,73% per i fondi flessibili. La commissione di incentivo è richiesta da un numero di fondi (17) che rappresenta il 68% del patrimonio complessivo.

14 Confronto medio tra tipologie di prodotti

La Tab 13 riassume le caratteristiche principali di ciascuna tipologia di fondo, ossia il versamento iniziale medio richiesto da ciascuno, la percentuale di fondi che consente piani di accumulo di capitale e piani di rimborso, il regime commissionale prevalente, la commissione di gestione media e la percentuale di fondi che richiede la commissione di incentivo.

Tab 13: Tipologie di fondi a confronto

	Fondi Italiani		Fondi di fondi		Fondi riservati	
	semplice	pond	semplice	pond	semplice	pond
Versamento iniziale medio	4.794	3.790	15.684	45.534	978.333	1.442.503
Pac	88,4%	88,3%	48,1%	35,0%	-	-
Piani di rimborso	87,4%	90,8%	49,1%	38,0%	-	-
Regime commissionale prevalente	CE	NL	CE	CE % fissa	NL	NL
Commissione di gestione media	1,45	1,22	1,08	0,91	0,23	0,16
Commissione di incentivo	68,0%	64,2%	18,9%	11%	94,4%	68,0%

Il regime tributario dei fondi comuni di investimento

In Italia, a differenza della quasi totalità degli altri paesi, l'imposizione fiscale dei redditi di capitale derivanti dall'investimento in fondi comuni non grava sul partecipante, che rimane pertanto estraneo a qualunque adempimento fiscale, bensì incide direttamente sul fondo mediante l'applicazione di una imposta sostitutiva sul risultato di gestione maturato nel periodo di imposta.

La riforma della tassazione delle attività finanziarie, entrata in vigore il 1° luglio 1998, ha, infatti, previsto per i fondi comuni di investimento l'applicazione di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 12,50% sul risultato della gestione conseguito in ciascun anno.

Tuttavia, per i fondi comuni che investono in partecipazioni qualificate e che sono sottoscritti da meno di 100 partecipanti, particolari disposizioni prevedono l'applicazione dell'imposta sostitutiva nella misura del 27% sul risultato della gestione riferibile alle predette partecipazioni; in ogni caso, l'imposta sostitutiva si applica sempre nella misura del 12,50% se le quote sono detenute per oltre il 50% da "investitori qualificati" diversi dalle persone fisiche (Banche, Sim, fondi pensione), a prescindere dalla circostanza che il numero dei partecipanti sia inferiore a 100.

Al fine di consentire una effettiva tassazione del risultato della gestione, il legislatore ha riconosciuto ai fondi la natura di soggetti *lordisti* al momento della percezione delle plusvalenze e di taluni redditi di capitale. Tuttavia, il fondo continua a subire le ritenute alla fonte a titolo d'imposta limitatamente a quei proventi per i quali è prevista l'applicazione di una ritenuta con aliquota superiore (es. interessi su obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi per i quali trova applicazione la ritenuta nella misura del 27%) a quella fissata per l'imposta sostitutiva sul risultato della gestione (12,50%), nonché con riferimento a quei proventi che sono soggetti a ritenute operate in forma indifferenziata da parte dell'emittente (es. interessi su titoli obbligazionari emessi da società non quotate, proventi delle cambiali finanziarie).

Per questi proventi, ancorché conseguiti dal fondo, il legislatore ha ritenuto, infatti, di dover conservare la tassazione della ritenuta alla fonte, salvo poi riconoscere, onde evitare una doppia imposizione dei proventi (una volta sotto forma di ritenuta ed una volta sotto forma di imposta sostitutiva sul risultato della gestione), la loro esclusione dal concorso alla formazione del risultato della gestione da sottoporre ad imposta sostitutiva del 12,50%.

L'imposta sostitutiva si paga, infatti, sul risultato della gestione maturato nel periodo di imposta, determinato al netto dei redditi affluenti alla gestione esenti da imposta o soggetti

1 Fondi e SICAV italiani, fondi lussemburghesi storici: regime impositivo

a ritenuta alla fonte a titolo di imposta o ad imposta sostitutiva. In particolare, 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 distribuiti e delle somme rimborsate) ed il patrimonio netto all'inizio dell'anno (aumentato delle sottoscrizioni, dei proventi esenti, dei proventi soggetti a ritenuta nonché dei proventi e delle perdite derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposta sostitutiva).

Ai fini di una corretta determinazione del valore unitario delle quote, la SGR deve calcolare quotidianamente il risultato della gestione e applicare la relativa imposta. In altri termini, ogni giorno deve essere verificato l'incremento del patrimonio del fondo derivante dalle diverse componenti reddituali; su tale incremento deve essere applicata l'imposta sostitutiva che è contestualmente accantonata in apposita voce del passivo. In questo modo il valore della quota, che è pubblicato sui giornali, esprime un valore al netto delle imposte che sono pagate interamente dal fondo attraverso la SGR.

A fine esercizio, l'ammontare complessivo dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo costituisce il debito d'imposta che la SGR deve versare all'Erario in unica soluzione o in un numero massimo di undici rate a partire dal 16 del mese di febbraio dell'anno successivo.

Se, invece, per effetto delle operazioni di gestione, il risultato della gestione 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 altri termini, sorge in capo al fondo un diritto a pagare in futuro meno imposte sui successivi incrementi patrimoniali. Tale diritto è nella sostanza un risparmio di imposta pari al 12,50% del risultato negativo di gestione.

Ciò comporta - da un punto di vista operativo - che, a fronte del risultato negativo via via conseguito, la SGR accredita giornalmente al fondo un importo pari al 12,50% del risultato negativo. Tale somma 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 partecipante.

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 SGR può utilizzare il relativo risparmio d'imposta (12,50% del risultato negativo maturato) in diminuzione, senza limiti temporali,

dalle imposte dovute sul risultato di gestione positivo conseguito dal fondo nei successivi esercizi. In alternativa, se la SGR gestisce più fondi comuni, questa può 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 SGR che hanno registrato rendimenti positivi e quindi debiti di imposta; la SGR dovrà quindi versare all'Erario, a partire dal 16 febbraio dell'anno successivo (in unica soluzione o ratealmente), soltanto la differenza tra l'ammontare delle imposte complessivamente dovute dai fondi *plusvalenti* che hanno conseguito un risultato positivo e l'ammontare delle imposte accreditate ai fondi *minusvalenti* che hanno conseguito un risultato negativo.

Per quanto riguarda il regime tributario dei proventi di capitale derivanti dalla partecipazione ai fondi comuni, la legge distingue a seconda che gli stessi siano conseguiti o meno nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale.

I proventi 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% o al 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto ad imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%.

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 TUIR). 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 finanziaria 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 (sempreché 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 rim-

2 Il regime fiscale dei partecipanti

borso 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 sempreché vi siano redditi che concorrono a formare il risultato della gestione.

La legge prevede, inoltre, 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 risiedono in paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni e che non siano residenti in territori a regime fiscale privilegiato.

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.

3 L'imposta di successione e donazione

Con legge 18 ottobre 2001, n. 383, è stata disposta la soppressione dell'imposta sulle successioni e donazioni. La nuova disciplina si applica alle successioni per causa di morte aperte e alle donazioni fatte successivamente alla data del 25 ottobre 2001. Ciò significa che l'imposta di successione e donazione non è più dovuta per i trasferimenti di quote o azioni di partecipazione a fondi comuni di investimento o SICAV avvenuti successivamente alla suddetta data.

Si precisa, tuttavia, che in caso di donazione si applicano le imposte sui trasferimenti qualora il donatario non sia legato al dante causa da un rapporto di coniugio, di discendenza in linea retta o di parentela entro il quarto grado e il valore delle quote o azioni donate ecceda 180.759,91 euro.

4 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 azioni di SICAV) devono rilevare le operazioni nella contabilità prevista ai fini delle imposte sui redditi ma non devono effettuare alcuna annotazione nella contabilità prevista dalla legge IVA.

Infatti le operazioni di sottoscrizione e rimborso di quote di fondi comuni di investimento, alla stregua delle altre operazioni di sottoscrizione e rimborso di titoli (obbligazioni, titoli di Stato, ecc.), non devono essere fatturate perché sono considerate operazioni fuori campo di applicazione dell'IVA.

5 Fondi e SICAV di diritto estero

Il regime tributario dei proventi di capitali derivanti dall'investimento in fondi e SICAV di diritto estero assume aspetti diversi in relazione alla natura del fondo estero in cui l'investimento è stato effettuato.

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

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), era prevista, per i proventi conseguiti decorsi dodici mesi dalla data di sottoscrizione o di acquisto delle quote da soggetti diversi dalle imprese, l'applicazione dell'*equalizzatore* che il Ministero delle Finanze ha fissato con apposito decreto (decreto del 4 agosto 2000). Tale correttivo si è reso applicabile ai proventi di capitale percepiti a partire dal 1° gennaio 2001 e fino al 3 agosto 2001 (data dalla quale è stato soppresso l'*equalizzatore*).

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

Qualora i proventi dei fondi esteri siano conseguiti direttamente all'estero senza, quindi, applicazione della ritenuta, essi devono essere sempre indicati dal contribuente nella dichiarazione annuale dei redditi e scontano le imposte secondo i regimi propri.

In particolare, per quanto concerne i proventi percepiti al di fuori dell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale:

- a) tassazione separata (quadro RM del modello UNICO) con aliquota del 12,50 % (previa applicazione dell'*equalizzatore* se il periodo di possesso delle quote supera i dodici mesi), 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. Si veda, pertanto, quanto già detto nel precedente paragrafo 1.2.

6 Prospettive di riforma del sistema di tassazione dei fondi e SICAV italiani

Nel mese di dicembre 2001 il Governo ha presentato il disegno di legge delega per la riforma del sistema fiscale.

Le linee direttrici di detto progetto di legge prevedono, per quanto attiene il risparmio affidato in gestione agli investitori istituzionali, un profondo mutamento del regime tributario dei fondi comuni di investimento tale da consentire il superamento degli inconvenienti connessi con l'attuale sistema di tassazione.

L'esperienza vissuta dall'industria del risparmio gestito italiana negli ultimi tre anni, infatti, ha evidenziato gli effetti distortivi che la tassazione per maturazione produce qualunque sia l'andamento dei mercati, ma che si avvertono soprattutto in prolungati periodi di mercati flettenti.

Nei periodi di evoluzione positiva dei mercati il prelievo attuato di anno in anno sui rendimenti maturati priva il fondo comune d'investimento di una parte di liquidità che, non potendo essere reimpiegata, produce l'effetto finale di una riduzione dei rendimenti per l'investitore e una distorsione concorrenziale rispetto ai fondi comuni di investimento esteri. In periodi di mercati flettenti, invece, la penalizzazione è una conseguenza indiretta del vigente meccanismo di tassazione *in monte*. In tal caso, infatti, il diritto al riporto di eventuali risultati negativi di gestione maturati non si traduce in un diritto immediatamente monetizzabile per il fondo medesimo, rappresentando soltanto il diritto a pagare meno imposte in futuro.

Tuttavia, il maggior valore della quota rappresentato dal risparmio di imposta deve essere necessariamente liquidato ai sottoscrittori che chiedono il riscatto delle quote a valere sulle disponibilità liquide del fondo stesso. In tal modo gli altri partecipanti sono privati di una parte di liquidità che potrebbe essere invece utilmente investita, con evidenti riflessi negativi sulla performance del fondo.

Il disegno di legge delega, in considerazione delle suddette distorsioni, prevede l'introduzione di un sistema di tassazione dei redditi derivanti dalle gestioni collettive del risparmio non più per maturazione in capo al fondo (indipendentemente dall'esercizio del riscatto da parte del partecipante) bensì per cassa in capo ai partecipanti (mediante applicazione di un'imposta sostitutiva sui redditi percepiti a seguito del riscatto delle quote).

I redditi conseguiti dai fondi comuni, sulla base delle indicazioni contenute nel citato disegno di legge delega, non saranno tassati né annualmente né all'atto della percezione da parte del fondo. Il prelievo verrà infatti attuato direttamente in capo ai partecipanti all'atto del disinvestimento, ossia quando il guadagno di capitale è effettivamente realizzato.

La tassazione dei proventi rivenienti dalla gestione dei fondi comuni direttamente in capo agli stessi partecipanti consentirà di uniformare il regime di tassazione dei fondi comuni italiani a quello dei fondi comuni di diritto estero.

Attualmente, infatti, per i fondi comuni italiani l'imposta è applicata per maturazione sul risultato di gestione, mentre, per quanto attiene a quelli esteri, la stessa è prelevata a carico dei partecipanti all'atto della percezione dei proventi senza applicazione dell'equalizzatore (abolito dal 4 agosto 2001). L'adozione del nuovo regime fiscale consentirà, inoltre, di sviluppare la diffusione dei fondi comuni italiani all'estero. Infatti, per gli investitori non residenti, dovrebbe essere possibile conseguire, analogamente a quanto avviene per altri strumenti finanziari, direttamente proventi in esenzione d'imposta senza dover attendere, come nella vigente disciplina, i tempi richiesti dalle procedure di rimborso.

I fondi comuni di investimento immobiliare di diritto italiano non sono soggetti passivi delle imposte dirette (IRPEF e IRPEG) e dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP). A seguito della riforma operata dal decreto legge 25 settembre 2001, n. 351 "*Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*" (convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410), è previsto che sull'ammontare netto contabile del fondo, la società di gestione del risparmio prelevi annualmente, a titolo di imposta sostitutiva, un ammontare pari all'1% dello stesso. Il valore netto contabile del fondo è calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 3), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (e cioè come media dei valori risultanti dalla relazione semestrale e dal rendiconto del fondo). Ai fini del calcolo del valore netto contabile del fondo devono essere considerati anche i mesi in cui lo stesso non ha avuto alcun valore perché avviato o cessato in corso d'anno.

Anche ai fondi comuni di investimento immobiliare viene riconosciuta la qualifica di soggetto lordista, poiché il prelievo alla fonte con ritenuta a titolo di imposta viene limitato solo a particolari fattispecie di redditi di capitale.

I proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi immobiliari (proventi periodici, ovvero plusvalenze realizzate a seguito della cessione o del rimborso delle quote di partecipazione) non sono imponibili se percepiti da soggetti che non esercitano attività di impresa (persone fisiche, enti non commerciali). Sono invece imponibili, nell'esercizio in cui sono percepiti, qualora siano conseguiti da soggetti esercenti attività di impresa. In tal caso sui proventi percepiti, ovvero iscritti in bilancio, è riconosciuto un credito di imposta, che non concorre a formare il reddito. Tale credito di imposta, che serve a neutralizzare la doppia imposizione dei proventi che, in caso contrario, si verificherebbe a causa dell'imposizione dell'1% scontata dal fondo, è previsto nella misura dell'1% del valore delle quote e deve essere calcolato in proporzione

7 Fondi comuni di investimento immobiliare

8 Regime fiscale dei fondi pensione

al periodo di possesso di ciascuna quota di partecipazione. Ai fini del calcolo del credito di imposta il valore di ciascuna quota di partecipazione deve essere rilevato, per ciascun periodo di imposta, dall'ultimo prospetto dalla SGR.

La riforma fiscale dei fondi pensione è stata operata dal decreto legislativo 18 febbraio 2000, n. 47, che ha innovato il regime fiscale applicabile al fondo, il regime fiscale dei contributi e quello delle prestazioni.

I fondi pensione non sono soggetti passivi delle imposte sui redditi (IRPEF e IRPEG) né dell'IRAP. Sul patrimonio degli stessi è dovuta una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura dell'11%, che si applica sul risultato netto di gestione maturato in ciascun periodo di imposta.

Anche i fondi pensione sono considerati soggetti *lordisti*; essi, infatti, non subiscono più, salve ipotesi determinate, il prelievo alla fonte sui redditi di capitale.

Ai fini del calcolo dell'imposta, il risultato netto di gestione si determina mediante opportune operazioni di rettifica al patrimonio del fondo. Infatti è necessario aggiungere allo stesso, considerato al lordo dell'imposta sostitutiva accantonata, le erogazioni effettuate per il pagamento dei riscatti, delle prestazioni previdenziali e delle somme trasferite ad altre forme pensionistiche, nonché sottrarre l'importo dei contributi versati, delle somme ricevute da altre forme pensionistiche e dei redditi soggetti a ritenuta, di quelli esenti o comunque non soggetti ad imposta, nonché sottrarre l'importo del valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno.

Per i fondi pensione che investano le proprie risorse in parti di OICR soggetti ad imposta sostitutiva, è riconosciuto, sui proventi degli stessi OICR percepiti o iscritti nel rendiconto del fondo, un credito di imposta del 15%. Detto credito di imposta concorre a formare il risultato netto di gestione del fondo ed è detratto dall'imposta sostitutiva dovuta. La nuova disciplina, altresì, detta talune disposizioni che consentono ai fondi di utilizzare l'eventuale risultato negativo maturato nel periodo di imposta. Infatti, è previsto che detto risultato possa essere portato in diminuzione del risultato della gestione di periodi di imposta successivi ovvero utilizzato, in tutto o in parte, in diminuzione del risultato della gestione di altre linee di investimento dello stesso fondo pensione.

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

Non sono previsti oneri fiscali per le operazioni di trasferimento delle posizioni pensionistiche individuali che avvengano in favore delle forme pensionistiche disciplinate dal decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124.

La normativa che ha riformato il regime tributario delle forme di previdenza complementare ha disposto, con effetto a partire dal 1° gennaio 2001, che i contributi (sia quelli versati dal lavoratore sia dal datore di lavoro, gli accantonamenti ex art. 70 del TUIR e quelli eccedenti il massimale contributivo di cui all'art. 2 della legge n. 335/95) versati a forme di previdenza complementare collettive (e cioè fondi negoziali o fondi pensione aperti) ovvero individuali (fondi pensione aperti per adesioni individuali e contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziali), siano deducibili dal reddito complessivo dell'aderente per un importo non superiore al 12% del reddito complessivo stesso e comunque a 5164,57 euro.

È importante, a tale riguardo, sottolineare come il beneficio fiscale operi:

- a) in termini di deducibilità dal reddito complessivo dell'aderente, indipendentemente dalla composizione dello stesso, e non più sui singoli redditi legati alla natura dell'attività esercitata (lavoro dipendente o esercizio di impresa);
- b) in modo identico per tutti i soggetti aderenti, e cioè indipendentemente dalla circostanza che gli stessi aderiscano a forme di previdenza collettive ovvero individuali.

Alcune eccezioni sono previste per i soggetti titolari di redditi di lavoro dipendente, per i quali il limite massimo fiscalmente deducibile deve essere determinato con riferimento alla devoluzione, a forme di previdenza complementare di tipo collettivo, di quote dell'accantonamento annuale al TFR. È, infatti, previsto che se alla formazione del reddito complessivo dell'aderente concorrono redditi di lavoro dipendente, relativamente a tali redditi la deduzione compete per un importo complessivamente non superiore al doppio della quota di TFR destinata a fondi negoziali e aperti, e comunque entro i limiti del 12% del reddito complessivo e di 5164,57 euro.

La richiamata condizione relativa alla devoluzione del TFR, non si applica nei casi in cui:

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

Fermo restando il limite complessivamente riconosciuto

8.1 Il regime fiscale dei contributi

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

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

8.2 Regime fiscale delle prestazioni pensionistiche

Anche il regime fiscale applicabile alle prestazioni pensionistiche di cui al d.lgs. n. 124/93 è stato riformato dal decreto n. 47/00. Il nuovo regime qualifica le prestazioni pensionistiche, comunque erogate, quali redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente (articolo 47, comma 1, lett. h-bis), del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 - TUIR). Per ciò che concerne il regime tributario ad esse applicabile è, tuttavia, previsto che trovino applicazione:

- a) le disposizioni di cui all'articolo 48-bis), del TUIR, alle prestazioni erogate in forma periodica, comprese le prestazioni erogate in forma di capitale a seguito di riscatto della posizione individuale ai sensi dell'articolo 10, comma 1, lett. c), del d.lgs. n. 124/93, diverso da quello esercitato a seguito di pensionamento o per la cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti. Ciò significa che le rendite pensionistiche sono soggette a tassazione progressiva.
- b) le disposizioni di cui agli articoli 16, comma 1, lett. a-bis), e 17-bis), del TUIR, per le prestazioni erogate in forma di capitale, compresi il riscatto, anche parziale, esercitato ai sensi dell'articolo 10, comma 1-bis), del d.lgs. n. 124/93 e il riscatto ai sensi dell'articolo 10, comma 1, lett. c), del medesimo decreto esercitato a seguito di pensionamento o per cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, e le anticipazioni. Ciò significa che i capitali conseguiti sono soggetti a tassazione separata.

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

Va, comunque, ricordato che l'esclusione dei redditi già assoggettati ad imposta opera in ogni caso qualora:

- il riscatto sia esercitato a seguito di decesso dell'aderente;
- il riscatto sia esercitato a seguito di pensionamento o a seguito della cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o per altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti;
- l'importo annuo della rendita pensionistica (calcolato con riferimento ai 2/3 dell'ammontare complessivamente maturato alla data di accesso alla prestazione, non ecceda il 50% dell'importo dell'assegno sociale di cui all'art. 3, commi 6 e 7, della legge n. 335/95).

Per riepilogare il diverso regime tributario che grava attualmente sulle diverse tipologie di prodotti presenti sul mercato italiano, seguono quattro tabelle riassuntive che sintetizzano le rispettive caratteristiche fiscali.

9 Tabelle riepilogative

Tab 1: 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 sul modello UNICO	NO

(*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di attività di impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti, ovvero iscritti in bilancio; per evitare la doppia imposizione personale sui proventi (che avviene poiché la SGR preleva annualmente dal patrimonio del fondo, a titolo di imposta sostitutiva, un ammontare pari all'1% dello stesso) è riconosciuto un credito di imposta dell'1%, che non concorre a formare il reddito del percipiente.

Tab 2: Oicvm italiani

Caratteristiche	Fondi comuni	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% o del 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto a imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%. Il credito d'imposta concorre alla formazione della base imponibile ed è scomputato dall'imposta personale dovuta; il credito d'imposta non rileva ai fini IRAP.

Tab 3: Oicvm comunitari collocati in Italia

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Treatmento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del 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 sul modello UNICO	No, ma soltanto se il provento è stato assoggettato a ritenuta, altrimenti deve essere inserito nella dichiarazione dei redditi nel quadro RM.	Come i fondi

(*) La ritenuta è a titolo d'acconto per i proventi delle quote o azioni relative all'attività d'impresa commerciale; è a titolo d'imposta in ogni altro caso. In quest'ultimo caso, per i proventi diversi da quelli periodici percepiti dal 1° gennaio 2001 fino al 3 agosto 2001, e conseguiti decorsi 12 mesi dalla data di sottoscrizione o acquisto della quota, ha trovato applicazione il correttivo dell'"equalizzatore".

Tab 4: Oicvm non conformi alle direttive comunitarie collocati in Italia

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Treatmento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del 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 sul modello UNICO	Si, nel quadro RI	Come i fondi

(*) La ritenuta è sempre a titolo d'acconto.

I sottoscrittori dei fondi comuni

L'indagine annuale elaborata da Assogestioni sulle caratteristiche dei sottoscrittori di fondi comuni aperti di diritto italiano e di diritto estero promossi da gruppi italiani, è giunta alla quinta edizione. È stata condotta su un campione (che sfiora l'intero universo) pari all'84,3% della massa gestita dagli intermediari italiani alla fine dell'anno 2000.

I sottoscrittori che investono direttamente nei fondi erano in totale quasi 8.500.000, proprietari di circa il 56,3% del patrimonio complessivo dei fondi. In Italia una famiglia su tre possiede fondi.

Nel complesso, nel 2000, è aumentata la diversificazione: il 48% dei sottoscrittori detiene un fondo (erano il 10% in più nel 1999), mentre i sottoscrittori con più di quattro fondi crescono dal 14,1% al 21,2%.

Il Nord-Ovest d'Italia è la "patria" dei fondi comuni. Ben 3,3 milioni di sottoscrittori (42%) risiedono tra Liguria, Piemonte, Lombardia e Valle d'Aosta. Segue il Nord-Est con 1,9 milioni (24%), il Centro con 1,4 milioni (17%), il Sud con circa 1 milione (13%) e le isole con 400.000 sottoscrittori (5%). La maggior percentuale di diffusione dei fondi sul totale della popolazione si registra a Vercelli, seguita da Savona e Lecco, la più bassa a Benevento, Vibo Valentia e Crotone.

La regione che diversifica maggiormente è la regione Marche, prima nella classifica delle regioni con il maggior numero di investitori con oltre 7 fondi in portafoglio, seguita dalla vicina Toscana. La classifica della diversificazione per capoluoghi vede in vetta Macerata seguita da Ancona. Chi diversifica meno (solo un fondo) è la Puglia, seguita dalla Calabria.

Quanto alla propensione al rischio, il Nord-Est è l'area dove risiede il maggior numero di italiani che prediligono i fondi azionari (40% del totale del patrimonio), mentre il Sud è l'area che li predilige di meno con il 29%. Le Isole sono in vetta alla classifica di preferenza per i bilanciati (38%). Massima preferenza agli obbligazionari nel cauto Nord-Ovest (20%) e minima nelle isole (13%). Il Sud sceglie in preferenza gli obbligazionari B/T (21%), che sembrano interessare meno gli investitori del Nord-Ovest (13%). Gli investitori in fondi con meno di 15.000 e con più di 150.000 euro preferiscono investire nei fondi azionari maggiormente rischiosi. Circa l'età dei sottoscrittori, la Liguria è la regione con il maggior numero di over 55, e la città è Genova. Il Veneto la regione più giovane (maggior numero di sottoscrittori fino a 35 anni). Nel complesso, l'80% dei sottoscrittori si suddivide tra due classi d'età: 36-55 anni e over 55. Oltre al 50% del patrimonio dei fondi (160 miliardi di euro) è detenuto dagli over 55.

Gli impiegati e i pensionati investono in fondi più degli operai (rispettivamente il 30%, 30%, 6% del totale), ma non sono i più "coraggiosi". Questa leadership va ai commer-

1 Sintesi dei risultati

cianti, che investono in fondi azionari più del 50% del loro patrimonio (impiegati 40% e pensionati il 30%). I liberi professionisti sono la categoria dei “più ricchi”, con ben il 21% di possessori di fondi per un valore superiore ai 30.000 euro. Gli impiegati i “più poveri”, con l’86% dei sottoscrittori sotto ai 30.000 euro.

Per l’acquisto di quote di fondi cresce l’utilizzo dei promotori finanziari (+2% dal 1999 al 2000), che si aggiudicano anche, rispetto alle banche, la clientela più giovane e quella più ricca. Gli sportelli bancari restano il canale principe (78,4% del patrimonio).

2 Le caratteristiche del campione

L’indagine rileva le caratteristiche degli investitori che detengono quote di fondi comuni aperti al 29 dicembre 2000. Nella rilevazione di quest’anno vengono analizzati oltre ai sottoscrittori di fondi di diritto italiano anche i sottoscrittori di fondi di diritto estero promossi da gruppi italiani.

Sono indagate le principali caratteristiche dei sottoscrittori che investono direttamente in quote di fondi comuni mentre non vengono analizzati coloro che investono indirettamente in fondi attraverso i servizi di gestione patrimoniale.

Tab 1: Caratteristiche del campione

Numero di sottoscrittori:	
di cui persone fisiche	8.480.518
di cui gestioni patrimoniali e persone giuridiche	n.d.
Patrimonio analizzato (mil. euro)	
di cui persone fisiche	308.808
di cui gestioni patrimoniali e persone giuridiche	153.410
In % sul patrimonio complessivo gestito dagli intermediari italiani	
di cui persone fisiche	56,3%
di cui gestioni patrimoniali e persone giuridiche	28,0%
Numero di società (Italiane e estere di gruppi italiani)	
	42
Caratteristiche del sottoscrittore	
Età media	49,5 anni
Numero medio di fondi detenuti	2,8
Investimento medio	36.416 euro
Composizione del portafoglio:	
Fondi Azionari	34,4%
Fondi Bilanciati	33,2%
Fondi Obbligazionari	17,5%
Fondi di Liquidità e Obbligazionari a B/T	14,9%

3 Chi sono i sottoscrittori?

Sono gli uomini i principali sottoscrittori di fondi comuni, a loro nome è intestato, o cointestato, il 59,1% dei conti aperti presso le società di gestione e a loro appartiene il 63,1% del patrimonio analizzato.

Tra uomini e donne non esistono differenze sostanziali nel

comportamento tranne che per una maggiore diversificazione degli investimenti e una maggior propensione nella detenzione di fondi azionari da parte degli uomini.

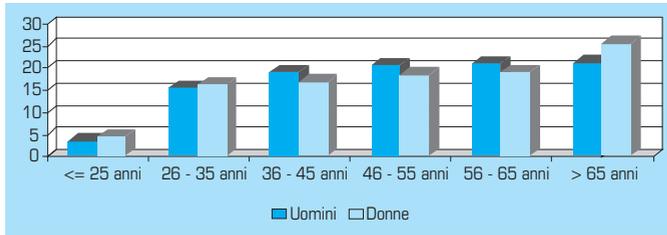


Fig 1: Ripartizione dei sottoscrittori per età e per sesso

Differenze si osservano invece suddividendo i sottoscrittori per regioni geografiche: le donne sono più presenti nel Nord (41%) rispetto al Centro-Sud (35%).

Il numero di sottoscrittori che acquista direttamente quote di fondi è rimasto pressoché stabile rispetto all'anno scorso. A fine 2000 quasi un italiano su sette o una famiglia su tre (ipotizzando che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare) investe in fondi comuni.

A livello territoriale l'utilizzo del prodotto fondo non è omogeneo: nelle regioni del Nord-Ovest e del Nord-Est la % di famiglie che detengono fondi comuni è rispettivamente pari al 53,0% e al 45,1%, nel Centro è del 32,2%, mentre nelle regioni del Sud e delle Isole, la % è notevolmente inferiore, rispettivamente pari al 21,2% e al 16,5%.

Il primato dell'utilizzo del prodotto fondo (numero di sottoscrittori rispetto alla popolazione residente nella provincia) è da attribuire ai sottoscrittori residenti a Vercelli (42,2%), seguiti da quelli di Savona (27,8%) e di Lecco (27,4%).

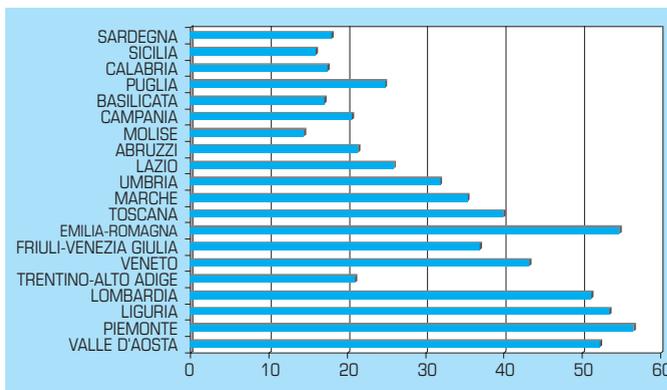


Fig 2: Famiglie che detengono quote di fondi comuni in % sul totale delle famiglie

L'età media dei sottoscrittori è 49,5 anni, per la prima volta rispetto agli anni passati è in leggera diminuzione (nel 1999 era 50,2). La classe più numerosa è composta dagli investitori con più di 65 anni che rappresentano il 21,7% dei sottoscrittori complessivi e il 31% del patrimonio analizzato. I sotto-

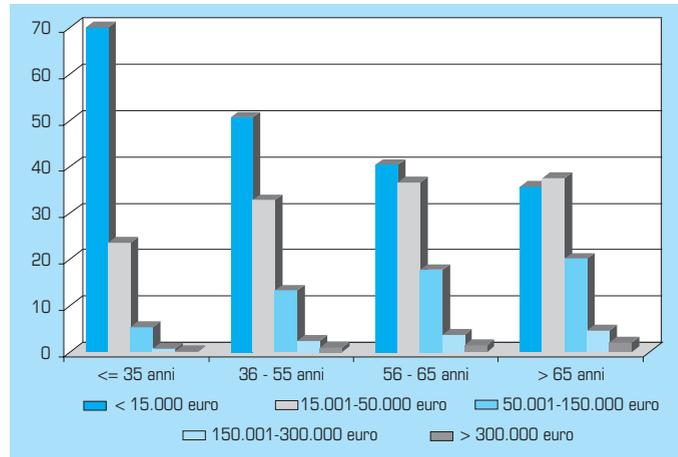
5 Che età hanno i sottoscrittori?

scrittori con più di 55 anni detengono oltre il 50% del patrimonio complessivo.

L'ammontare investito in fondi è correlato all'età dei sottoscrittori: per i sottoscrittori appartenenti alla fascia fino a 35 anni predominano gli investimenti inferiori a 15.000 euro, mentre per gli investitori più anziani gli importi investiti si collocano nelle fasce più alte (superiore ai 50.000 euro).

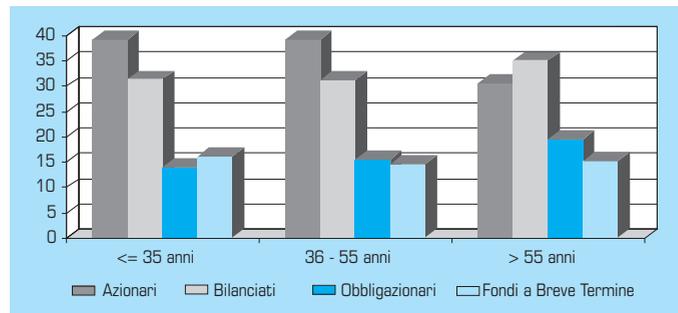
Come gli importi investiti, anche la diversificazione in fondi aumenta al crescere dell'età ad eccezione della classe dei sottoscrittori ultra 65-enni le cui preferenze sono molto simili a quella dei giovani: un unico fondo comune è infatti detenuto per entrambe le categorie da quasi il 50% dei sottoscrittori, mentre per le altre fasce d'età è pari al 46%.

Fig 3: Investimento in fondi comuni per età



Anche la tipologia di fondi detenuti è influenzata dall'età dei sottoscrittori: l'investimento nei fondi azionari tende ad aumentare fino a quando il risparmiatore ha meno di 55 anni. Nelle età superiori diminuisce la componente azionaria pura e crescono gli ammontari destinati ai fondi bilanciati e obbligazionari.

Fig 4: Caratteristiche degli investimenti prescelti



Dall'analisi territoriale si osservano ulteriori differenze. Nelle regioni del Nord-Ovest e del Centro predominano i sottoscrittori più maturi, circa il 40% degli investitori ha più di 55 anni, mentre nelle regioni del Sud e del Nord Est, i giovani

rappresentano oltre il 20%. Più dettagliatamente, in Liguria (e in provincia di Genova) il 51,4% dei sottoscrittori ha più di 55 anni. In Veneto il 25% dei sottoscrittori ha un'età inferiore a 35 anni. A Sondrio la % di giovani (27%) è la più alta tra le province italiane.

Gli impiegati (39,3%) e i pensionati (26,9%) sono le professioni principali dei sottoscrittori di quote di fondi comuni d'investimento. Queste due categorie detengono più del 60% del patrimonio complessivamente analizzato per questa variabile. (NB: La professione è rilevata per oltre 1.600.000 individui che rappresentano il 19,9% del campione complessivo).

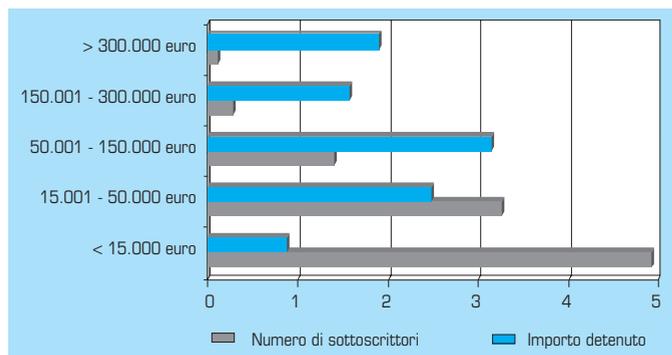
Osservando la tipologia di fondi prescelti e il patrimonio in essi destinato si possono suddividere i sottoscrittori in

- investitori con elevata propensione al rischio/rendimento: categoria principalmente rappresentata dai commercianti e dai liberi professionisti;
- investitori con media propensione al rischio/rendimento: categoria principalmente composta dagli impiegati;
- investitori con bassa propensione al rischio/rendimento: categoria principalmente composta dai pensionati.

A fine 2000 queste tre categorie investono rispettivamente il 50%, il 40% e il 30% del loro patrimonio in fondi azionari.

Rispetto al 1999 si osserva una diminuzione degli ammontari investiti nei fondi azionari (stimabile nel 6%) per i sottoscrittori più propensi al rischio e una sostanziale stabilità per le altre tipologie.

A fine 2000 la classe di sottoscrittori più numerosa è quella che investe importi inferiori ai 15.000 euro ma rappresenta solo 8,9% del patrimonio analizzato. È invece il 4% di sottoscrittori, rappresentanti gli investitori con investimenti superiori a 150.000 euro, a detenere il 34,8% del patrimonio complessivo. Rispetto al 1999 si rileva un incremento dei sottoscrittori che investono importi medio bassi e una diminuzione di quelli con importi elevati, forse per il diffondersi delle gestioni individuali tra i sottoscrittori con elevate risorse finanziarie.



6 Che attività svolgono i sottoscrittori?

7 Qual è l'importo detenuto dai sottoscrittori?

Fig 5: Distribuzione dei sottoscrittori per classi di importo detenuto

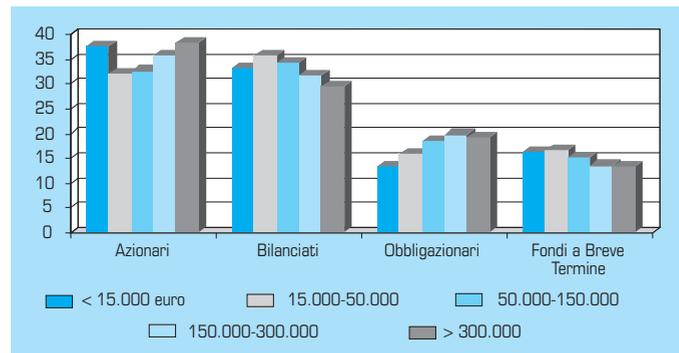
I sottoscrittori residenti in Lombardia e in Piemonte detengono il 40% del patrimonio complessivo, come nel 1999. Guardando invece l'ammontare medio detenuto dai singoli sottoscrittori il quadro geografico cambia. Il Lazio con 42.896 euro, seguito dalla Campania con 40.760 euro, è la regione con il più alto investimento medio pro capite; a livello di province primeggiano Roma (46.840 euro) e Torino (46.457 euro).

Nelle diverse fasce considerate di importo investito primeggiano le regioni indicate in Tab 2.

oltre i 150.000 euro	Lazio
tra i 150.000 e 50.001 euro	Valle d'Aosta
tra i 50.000 e 15.001 euro	Liguria
meno di 15.000 euro	Umbria

La tipologia di fondi detenuti varia in relazione all'importo investito, ad eccezione dei fondi con caratteristiche bilanciate (fondi bilanciati in senso stretto, fondi obbligazionari misti e fondi flessibili): questi prodotti pesano sempre in modo rilevante (intorno al 30%) nel portafoglio dei diversi investitori. I risparmiatori con investimenti inferiori ai 15.000 euro e quelli con investimenti superiori ai 150.000 euro possiedono in maggior misura fondi azionari, soprattutto quelli caratterizzati da una maggior specializzazione settoriale e per area geografica. Il peso dei fondi obbligazionari a breve termine e dei fondi di liquidità diminuisce invece al crescere del patrimonio complessivamente investito.

Fig 6: Importo detenuto e scelte di investimento



8 Quanti fondi detiene ogni sottoscrittore?

A fine 2000 è aumentata la diversificazione dell'investimento in fondi comuni. Il numero di sottoscrittori che detiene solamente un fondo è pari al 48,3% in diminuzione del 10% rispetto a quanto osservato a fine 1999.

I sottoscrittori che diversificano maggiormente i loro investimenti, detenendo più di 7 fondi, risiedono nelle Marche (12,8%), mentre quelli che hanno principalmente un solo fondo risiedono in Puglia (57,1%).

Il 58% dei nuovi sottoscrittori detiene un unico fondo, con

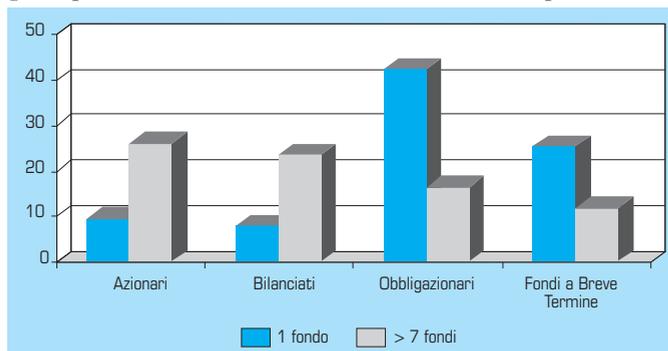
una diminuzione dell'11% rispetto a quanto avvenuto nel 1999. Si conferma un approccio ancora graduale alla diversificazione in un numero maggiore di fondi detenuti, che avviene in tempi successivi al primo investimento. Per esempio a fine 2000 solo il 47% dei nuovi sottoscrittori del 1999 detengono ancora un solo fondo.

Si conferma la graduale crescita di chi sottoscrive un fondo comune con versamenti rateali (solamente PAC o in contemporanea ad investimenti in un'unica soluzione). Si stima infatti che la quota di questi sottoscrittori è incrementata del 4% nell'ultimo anno. Il versamento in un'unica soluzione è a fine 2000 quello prescelto dal 85,2% degli investitori.

Le caratteristiche di medio-lungo termine e la rateizzazione degli investimenti effettuati attraverso i piani di accumulo consentono di individuare nei giovani la tipologia di clientela a cui è destinato principalmente questo servizio. I dati confermano infatti che per gli individui di età inferiore ai 35 anni il 15% acquista un fondo tramite PAC e il 10% tramite versamenti secondo una modalità mista (sia in un'unica soluzione sia in PAC). Al contrario i sottoscrittori di età superiore ai 56 anni sottoscrivono quasi esclusivamente (90%) con versamenti in un'unica soluzione.

A fine 2000 i fondi azionari sono i prodotti maggiormente detenuti, in termini di patrimonio in essi investito, seguiti dai fondi bilanciati, dai fondi obbligazionari e dai fondi a breve termine (fondi obbligazionari a breve termine e fondi di liquidità dell'area euro). I fondi azionari sono detenuti maggiormente dai sottoscrittori residenti nel Nord-Est, i fondi bilanciati da quelli delle Isole, i fondi obbligazionari da quelli del Nord-Ovest, mentre i fondi a breve termine da quelli del Sud. Escludendo i fondi bilanciati (che non consentono di evidenziare la componente domestica e internazionale degli investimenti), l'investimento in fondi a diversificazione internazionale è scelto, principalmente, sia dagli investitori residenti nel Nord-Est sia di quelli del Nord-Ovest.

I sottoscrittori che hanno investito in un solo fondo detengono per il 42,4% dei casi un fondo bilanciato e per il 25,2%



9 Come vengono sottoscritti i fondi?

10 Che tipo di fondi vengono sottoscritti?

Fig 7: Numero di fondi detenuti e tipologia di prodotti acquistati

un fondo a breve termine; la diversificazione aumenta al crescere del numero di prodotti (e dell'ammontare complessivamente investito).

Le scelte degli investitori di allocare le risorse nelle differenti 23 tipologie di fondi esistenti sul mercato italiano dipende dalla diversa propensione al rischio, dalla differente offerta di prodotti oltre che dall'interlocutore a cui si è rivolto il sottoscrittore per l'acquisto delle quote. In Tab 3 viene evidenziata per ogni categoria la denominazione della provincia che vi ha destinato la percentuale più alta di risorse (patrimonio investito nella singola categoria rispetto al patrimonio complessivo investito in fondi).

Tab 3: Le categorie più scelte

Categoria	Provincia	% di risorse destinato
Az. Italia	Nuoro	11
Az. Area Euro	Prato	5
Az. Europa	Rovigo	16
Az. America	Macerata	4
Az. Pacifico	Bolzano	7
Az. Paesi Emergenti	Pistoia	3
Az. Internazionale TS	Isernia	9
Az. Internazionale NTT	Verona	8
Az. Altre Specializzazioni	Lecco	8
Bil. Azionari	Enna	5
Bil.	Isernia	26
Bil. Obbligazionari	Enna	14
Ob. Misti	Sassari	22
Ob. Euro B/T	Vibo Valenzia	28
Ob. Euro ML/T	Vercelli	17
Ob. Area Europa	Verbano Cusio Ossola	4
Ob. Area Dollaro	Ancona	4
Ob. Area Yen	Diverse province	0,1
Ob. Paesi Emergenti	Macerata	2
Ob. Internazionali	Parma	11
Ob. Altre Specializzazioni	Vibo Valenzia	12
Fondi di Liquidità Area Euro	Firenze	11
Flessibili	Matera	5

11 Chi vende i fondi comuni?

A fine 2000 il 78,4% dei fondi risulta collocato attraverso il sistema distributivo bancario, circa il 2% in meno rispetto a quanto registrato a fine 1999. Il collocamento tramite reti è quindi cresciuto sia in termini di sottoscrizioni sia in termini di controvalore detenuto a fine periodo.

Il sistema distributivo bancario è comunque ancora preponderante in tutte le regioni, non si osservano infatti aree in cui le sottoscrizioni effettuate attraverso le reti di vendita o il sistema diretto siano prevalenti. Il Trentino-Alto Adige registra il più elevato contributo della distribuzione tramite reti di vendita (33,8% del patrimonio).

Gli ammontari medi detenuti dai sottoscrittori che hanno sottoscritto tramite gli sportelli bancari o tramite le reti sono a fine 2000 simili e pari a 36.000 euro. Rispetto al 1999 si os-

serva una diminuzione dell'ammontare medio investito tramite il canale bancario di 4.000 euro pro capite.

La clientela dei due canali è differente:

- per età. Le reti hanno rispetto alla banca clientela più giovane;
- per patrimonio complessivamente investito. Le reti hanno una clientela maggiore nelle due classi estreme degli investimenti e cioè per ammontari inferiori a 15.000 euro e per ammontari superiori a 150.000 euro;
- per propensione al rischio/rendimento. Il 38% della clientela delle reti ha una propensione al rischio alta, il 41% media, il 21% bassa; il 57% della clientela bancaria ha invece una propensione al rischio media, il 31% bassa e solo il 12% alta.

Ciò comporta una diversa allocazione delle risorse tra i diversi prodotti presenti sul mercato.

A fine 2000 i clienti del canale bancario detengono il 29% del loro patrimonio in fondi azionari, mentre quelli delle reti di vendita il 48%; nei fondi bilanciati invece i sottoscrittori "bancari" detengono il 31%, mentre quelli delle reti il 16,3%, valori simili si osservano per i fondi obbligazionari pari rispettivamente a 24% e 21%, mentre dati leggermente diversi sono infine per gli investimenti in fondi con durata media finanziaria inferiore a 2 anni: 19,4% per i clienti "bancari" e 14,6% per quelli delle reti.

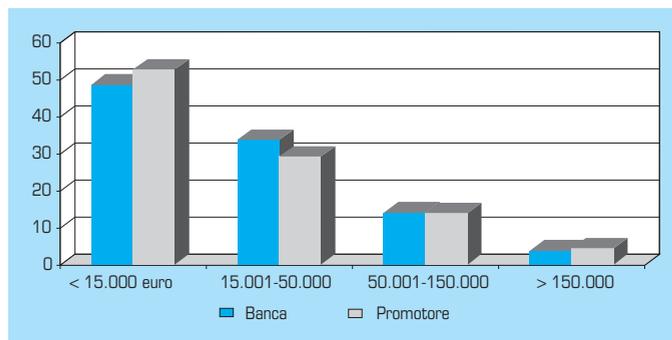


Fig 8: Canali di vendita e clientela per ammontare detenuto

La classificazione Assogestioni dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione

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

Da un lato le società di gestione hanno a disposizione uno strumento, la cui comprensione è ampiamente diffusa presso il pubblico degli investitori, per definire e caratterizzare l'offerta dei propri prodotti di investimento. Dall'altro, gli investitori hanno la possibilità di orientarsi, in modo generico ma immediato, tra i prodotti offerti sul mercato.

Il presente capitolo si articola in quattro parti. Nelle prime due parti sono descritte rispettivamente le caratteristiche della classificazione Assogestioni dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione (criteri, struttura e limiti di investimento). Nella terza parte vengono spiegate le procedure che le società di gestione devono seguire per attribuire o variare la categoria Assogestioni dei propri fondi. Infine la quarta parte è dedicata alle procedure che Assogestioni segue per controllare l'effettivo rispetto dei limiti di categoria.

La classificazione dei fondi comuni

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

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

Ogni macro categoria si contraddistingue per la percentuale minima e massima di investimento azionario, ossia identifica i parametri per l'asset allocation di base (azionaria-obbligazionaria). In particolare, le macro categorie possono essere poste in ordine crescente rispetto alla proporzione di azioni detenibili in portafoglio:

- **i fondi liquidità** non possono investire in azioni;
- **i fondi obbligazionari** non possono investire in azioni (con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni);
- **i fondi bilanciati** investono in azioni per importi che vanno dal 10% al 90% del portafoglio;

1 Asset allocation di base: le macro categorie

- **i fondi azionari** investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni;
- **i fondi flessibili** non hanno vincoli di asset allocation azionaria (0%-100%).

2 Fattori di rischio specifici: le categorie

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

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

3 Limiti di categoria e valorizzazione del portafoglio

Fondi azionari

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da:

- un investimento principale pari almeno al 70% del portafoglio in azioni con emittente oppure mercato di quotazione oppure specializzazione settoriale definita dalla categoria (esempio: i fondi appartenenti alla categoria Azionari Italia devono investire almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni quotate su un mercato italiano oppure di emittente italiano, a prescindere dal mercato di quotazione);
- un investimento residuale pari al massimo al 30% del portafoglio in titoli obbligazionari di qualunque emittente e liquidità nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.

Il tipo di investimento principale attribuisce il nome alla categoria. Le categorie azionarie sono:

- **Azionari Italia**
- **Azionari area euro**
- **Azionari Europa**
- **Azionari America**
- **Azionari Pacifico**
- **Azionari paesi emergenti**
- **Azionari paese**
- **Azionari internazionali**
- **Azionari settoriali**
- **Azionari altre specializzazioni**

Note:

- I fondi appartenenti alle categorie Azionari Italia, area euro, Europa, America, Pacifico e paesi emergenti inve-

stono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente oppure mercato di quotazione appartenenti alle rispettive aree geografiche di definizione. Le aree Europa, America e Pacifico sono costituite dai paesi sviluppati dei rispettivi continenti.

- I fondi azionari internazionali investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente/mercato di quotazione qualunque.
- I fondi azionari paese investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente oppure mercato di quotazione appartenente al paese (o, se del caso, gruppo ristretto di paesi) discrezionalmente definito dal regolamento.
- I fondi azionari settoriali investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente/mercato di quotazione qualunque e specializzate nel/nei settore/i discrezionalmente definiti dal regolamento.
- L'investimento principale dei fondi azionari altre specializzazioni, definito dai rispettivi regolamenti, non è nel suo complesso riconducibile alle altre categorie.
- Per tutti i fondi azionari l'eventuale copertura del rischio di cambio va effettuata esclusivamente nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.
- Le categorie azionari paese e azionari settoriali sono state attivate a partire dal 1 gennaio 2002 in concomitanza con la cessazione della categoria azionari internazionali nuove tecnologie e telecomunicazioni (NTT). I fondi appartenenti a quest'ultima categoria investivano almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente/mercato di quotazione qualunque ma appartenenti ad uno dei seguenti settori ("industry groups") congiuntamente definiti da MSCI e S&P nell'ambito del GICS (Global Industry Classification Standard): pharmaceuticals & biotechnology (GICS 3520), software & services (GICS 4510), technology hardware & equipment (GICS 4520), telecommunication services (GICS 5010).
- La categoria azionari internazionali TS ha assunto la denominazione azionari internazionali a partire dal 1 gennaio 2002.

Fondi bilanciati

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

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

Fondi obbligazionari

I fondi obbligazionari investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e liquidità (vige quindi il divieto di investire in azioni, con l'unica eccezione della categoria obbligazionari misti). Le categorie si differenziano in base alla valuta di denominazione dei titoli in portafoglio (si prescinde dal mercato dell'emittente, con l'eccezione della categoria obbligazionari paesi emergenti):

- **Obbligazionari misti**
- **Obbligazionari area euro a breve termine**
- **Obbligazionari area euro a medio/lungo termine**
- **Obbligazionari area Europa**
- **Obbligazionari area dollaro**
- **Obbligazionari area yen**
- **Obbligazionari paesi emergenti**
- **Obbligazionari internazionali**
- **Obbligazionari altre specializzazioni**

Note:

- I fondi obbligazionari misti possono detenere fino al 20% del portafoglio in azioni, inoltre, insieme ai fondi obbligazionari internazionali, non sono vincolati a specifiche aree valutarie.
- I fondi obbligazionari area euro si differenziano tra breve e medio/lungo termine sulla base della duration del rispettivo portafoglio (minore o uguale a due anni i primi, superiore i secondi).
- L'area valutaria dollaro comprende le divise di Stati Uniti d'America, Canada, Australia e Nuova Zelanda.
- I fondi obbligazionari area euro e Europa investono l'intero portafoglio in obbligazioni e liquidità denominate nella valuta di definizione (euro i primi, una qualunque divisa europea i secondi). Per i fondi obbligazionari delle altre aree valutarie si richiede che l'investimento nella valuta di definizione sia almeno pari al 90% (dollaro e yen) e al 70% (paesi emergenti) del portafoglio e che l'investimento residuale sia denominato in euro.
- I fondi obbligazionari altre specializzazioni si specializzano secondo quanto definito nel loro regolamento.
- I fondi obbligazionari paesi emergenti investono in obbligazioni e liquidità denominate in qualunque divisa di paesi emergenti oppure con emittente appartenenti a tali paesi (a prescindere quindi dalla divisa). Per tutte le altre categorie, per le quali vige solamente un vincolo valutario, il gestore valuta la rischiosità relativa dell'emittente in relazione al mercato di definizione.

- Per tutti i fondi obbligazionari l'eventuale copertura del rischio di cambio va effettuata esclusivamente in euro.

Fondi di liquidità

I fondi di liquidità investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e liquidità (vige quindi il divieto assoluto di investire in azioni). Gli emittenti dei titoli detenuti devono avere un merito di credito non inferiore a Baa1 (Moody's) oppure BBB+ (S&P). La duration del portafoglio deve essere inferiore a 6 mesi. Infine non è ammessa la copertura del rischio di cambio.

Se il titolo non ha né rating Moody's né S&P allora:

- a) se ha rating da parte di un'altra agenzia, lo si impiega avendo l'accortezza di identificare il livello minimo della scala di rating adottata corrispondente ai limiti Moody's (Baa1) e S&P (BBB+);
- b) se non ha rating di nessuna agenzia è responsabilità della società di gestione stabilire se ciò avviene
 - 1) perchè l'emittente è di standing troppo basso (nel qual caso va escluso dai titoli in cui un fondo di liquidità può investire),
 - 2) per altri motivi: in questo caso la società di gestione ha l'ulteriore onere di stabilire se l'emittente ha un merito creditizio compatibile con i limiti Assogestioni e in questo giudizio deve rientrare la considerazione degli "altri motivi" (ad esempio il difetto di volontà da parte dell'emittente potrebbe essere legato a problemi di solvibilità).

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

- **Fondi di liquidità area euro**
- **Fondi di liquidità area dollaro**
(istituita ma non attivata)
- **Fondi di liquidità area yen**
(istituita ma non attivata)

Di queste tre categorie solamente la prima risulta istituita e attivata. Le altre due non sono ancora state attivate per insufficienza del numero di fondi che hanno richiesto di collocarvisi.

Fondi flessibili

I fondi flessibili non hanno alcun vincolo sull'asset allocation di base (azioni-obbligazioni) e non condividono alcuno specifico fattore di rischio (ad esempio geografico, settoriale, valutario, ecc.) come invece avviene per tutte le altre categorie.

4 Limiti di categoria e valorizzazione del portafoglio

Il trattamento dei derivati

Tutte le categorie dei fondi comuni, con l'eccezione dei flessibili, prevedono limiti massimi e/o minimi per l'investimento in determinate classi di strumenti finanziari o per la duration complessiva del portafoglio. Tali limiti si riferiscono ad un portafoglio che include gli effetti che l'investimento in strumenti finanziari derivati ha sul rischio complessivo del fondo. Tale inclusione va effettuata calcolando per ogni derivato detenuto il corrispondente impegno virtuale nel titolo sottostante e compensando opportunamente le eventuali posizioni simmetriche rispetto al rischio su uno stesso strumento. Quindi i contratti futures vanno valorizzati al loro valore nominale con il segno algebrico opportuno (acquisti o vendite) mentre le opzioni e le note strutturate vanno valorizzate al valore corrente delle attività sottostanti moltiplicato per il delta. Ad esempio un'opzione call con sottostante una certa quantità di azioni x con valore corrente pari a 100 milioni di euro e delta pari a 0.7, va valutata alla stregua di un investimento diretto in azioni x per 70 milioni di euro. L'acquisto di futures sul titolo y per un prezzo pari a 50 milioni di euro vanno valutate alla stregua di un investimento diretto in azioni y di pari importo.

Il calcolo della duration

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

Con riferimento al calcolo della duration dei titoli a cedola variabile (floater) è stato deciso di attribuire loro una duration convenzionale pari alla vita della cedola (per un CCT, ad esempio, duration convenzionale di 6 mesi). Tale decisione riflette due punti problematici. Il primo è che una formula corretta di duration per un floater, oltre ad essere tuttora oggetto di analisi teorica, è troppo complessa per essere calcolata ai fini del rispetto dei principi di classificazione. Il secondo è che nonostante i floater possano avere vita residua anche molto lunga, non si ritiene di escluderli dai fondi di liquidità (per i quali il vincolo di duration massima è pari a 6 mesi) in quanto il mercato finanziario domestico non offre strumenti monetari diversificati e i CCT restano uno strumento imprescindibile anche con vita residua elevata.

5 Regole per l'istituzione e l'attivazione di nuove categorie

Il consiglio direttivo di Assogestioni può deliberare l'istituzione di nuove categorie. Una volta istituita, affinché la categoria diventi attiva è necessario che almeno 5 fondi chiedano di collocarvi. Le seguenti categorie risultano istituite ma non attivate:

- Fondi di liquidità area dollaro
- Fondi di liquidità area yen

Tab 1: Classificazione Assogestioni dei fondi comuni e delle SICAV

categorie	azioni (%)	tipologie degli investimenti
AZIONARI		
Az. Italia	≥ 70%	Emittente e/o mercato italiano
Az. area euro	≥ 70%	Emittenti e/o mercato area euro
Az. Europa	≥ 70%	Emittente e/o mercato area Europa
Az. America	≥ 70%	Emittente e/o mercato area America
Az. Pacifico	≥ 70%	Emittente e/o mercato area Pacifico
Az. paesi emergenti	≥ 70%	Emittente e/o mercato paesi emergenti
Az. paese	≥ 70%	Emittente e/o mercato appartenente al paese/ come da regolamento
Az. internazionali	≥ 70%	Emittente e/o mercato di ogni area geografica, nessuna specializzazione settoriale
Az. settoriali	≥ 70%	Emittente e/o mercato di ogni area geografica, specializzazione settoriale come da regolamento
Az. altre specializzazioni	≥ 70%	Specializzato come da regolamento
BILANCIATI		
Bilanciati azionari	50-90%	Obiettivi di investimento come da regolamento
Bilanciati	30-70%	Obiettivi di investimento come da regolamento
Bilanciati obbligazionari	10-50%	Obiettivi di investimento come da regolamento
OBBLIGAZIONARI		
Obbl. misti	≤ 20%	Specializzato come da regolamento
Obbl. area euro a breve termine	0%	100% obbligazioni e liquidità denominate in euro, duration ≤ 2 anni
Obbl. area euro a medio/lungo termine	0%	100% obbligazioni e liquidità denominate in euro, duration > 2 anni
Obbl. area Europa	0%	100% obbligazioni e liquidità denominate in qualunque divisa europea
Obbl. area dollaro	0%	90% obbligazioni e liquidità denominate in dollari (Usa, Canada, Australia, Nuova Zelanda)
Obbl. area yen	0%	90% obbligazioni e liquidità denominate in yen
Obbl. paesi emergenti	0%	70% obbligazioni e liquidità di emittenti (oppure denominate in valuta) di paesi emergenti
Obbl. internazionali	0%	Diversificato internazionalmente
Obbl. altre specializzazioni	0%	Specializzato come da regolamento
FONDI DI LIQUIDITÀ		
Fondi di liquidità area euro	0%	Obbligazioni e liquidità denominate in euro, duration ≤ 0,5, merito di credito minimale dell'emittente
FLESSIBILI		
Flessibili	0-100%	Obiettivo di investimento come da regolamento

La classificazione dei fondi pensione

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

- Azionari: azioni in portafoglio per almeno il 70%
- Bilanciati Azionari: azioni in portafoglio comprese tra 50% e 90%
- Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra 30% e 70%
- Bilanciati Obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra 0% e 50%
- Obbligazionari: nessun investimento azionario, duration minima di portafoglio pari a 1 anno

- Monetari: nessun investimento azionario, duration massima di portafoglio pari a 2 anni
- Flessibili: azioni in portafoglio da 0% a 100% come da regolamento del fondo.

Per ogni categoria sono state inoltre istituite ma non ancora attivate le sotto-categorie:

- con garanzia di capitale
- con garanzia di rendimento.

Per quanto riguarda le regole per la valorizzazione del portafoglio ai fini del rispetto dei limiti di categoria e quelle per l'istituzione e l'attivazione di nuove categorie, vale quanto stabilito per i fondi comuni.

Procedure di attribuzione e di modifica della categoria

Ogni società di gestione associata, che inizia il collocamento di un nuovo fondo comune oppure un nuovo fondo pensione, è tenuta a comunicare a Assogestioni la categoria in cui ha deciso di collocare il nuovo prodotto.

Le eventuali successive modifiche della categoria di appartenenza sono soggette a due differenti procedure sulla base del fatto che la categoria sia indicata o meno nel prospetto informativo.

Nel primo caso la variazione di categoria è soggetta all'istruttoria dell'autorità di vigilanza (Consob) e ha effetto a partire dalla data di validità del prospetto informativo contenente l'indicazione della nuova categoria.

Nel caso in cui la categoria di appartenenza non sia indicata nel prospetto informativo è possibile chiederne la modifica a Assogestioni in occasione di due sessioni annuali ordinarie:

- La prima coincide con la riunione del Consiglio Direttivo prevista nel mese di luglio durante la quale vengono esaminate le richieste di variazione di categoria pervenute entro il 30 giugno. In caso di accoglimento, le variazioni decorrono dal 1° luglio.
- La seconda coincide con la riunione del Consiglio Direttivo prevista a gennaio durante la quale vengono esaminate tutte le richieste di variazione di categoria pervenute entro il 31 dicembre. Se accolte, le variazioni decorrono dal 1° gennaio.

Va inoltre tenuto presente che:

- Oltre alle due sessioni annuali ordinarie, laddove se ne presenti la necessità, Assogestioni può stabilire una o più sessioni straordinarie.
- Salvo circostanze particolari, (ad esempio l'attivazione di una nuova categoria) un fondo non può modificare la categoria di appartenenza più di una volta all'anno.
- Nel caso in cui la politica di investimento prevista nel regolamento di un fondo venga modificata, la società di gestione può richiedere che il fondo sia collocato in

un'altra categoria. Tale variazione decorre al termine del periodo sospensivo stabilito dalla Banca d'Italia (o dalla rispettiva autorità competente nel caso di fondi esteri) per l'entrata in vigore della modifica del regolamento.

- Le procedure di controllo sul rispetto dei limiti di categoria possono in ogni momento dar luogo a variazioni di categoria d'ufficio.
- Nel caso di modifiche generali dei principi di classificazione, Assogestioni può stabilire procedure ad hoc per regolare il riposizionamento dei fondi nelle nuove categorie.

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.

I punti salienti di questa procedura sono di seguito illustrati:

- 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 azionari Italia investano esclusivamente in azioni italiane (con riferimento al mercato e/o all'emittente).
 - I fondi bilanciati, a seconda della categoria, detengano azioni in portafoglio in proporzioni che variano nell'intervallo 10-50% stabilito per la categoria bilanciati obbligazionari all'intervallo 50-90% previsto per i bilanciati azionari.
 - I fondi obbligazionari misti non detengano più del 20% di azioni in portafoglio.
 - I fondi obbligazionari diversi dai misti e i fondi di liquidità non detengano azioni in portafoglio.
- Una volta individuati quei fondi che non hanno rispettato i limiti di categoria nel trimestre 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 facessero 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 impone alle società di gestione di scegliere benchmark coerenti con i limiti di investimento delle categorie Assogestioni in cui collocano i propri fondi. 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

Il benchmark è il parametro oggettivo di riferimento che viene indicato nel prospetto informativo dei fondi. Lo scopo a cui assolve è quello di indicare al risparmiatore il profilo di rischio del fondo e i mercati in cui tipicamente il fondo investe.

Nell'indagine qui presentata, giunta alla terza edizione e riferita, come le precedenti, alla totalità dei fondi italiani armonizzati, riservati e dei fondi di fondi esistenti al 31 dicembre 2001 (Tab 1), si illustrano le scelte operate dai gestori riguardo a tale parametro.

Tab 1: Macrocategoria di appartenenza dei fondi

	Armonizzati e riservati		Fondi di fondi		Totale	
	Num.	Patr.	Num.	Patr.	Num.	Patr.
Azionari	495	110.718	39	1.643	534	112.360
Bilanciati	86	52.000	53	4.425	139	56.425
Obbligazionari	406	191.353	11	662	417	192.016
Liquidità	37	48.121	0	0	38	48.121
Flessibili	52	6.101	6	659	58	6.760
Totale	1.076	408.293	109	7.389	1.185	415.68

L'indagine si propone di sintetizzare gli aspetti di maggior interesse riguardo agli index provider più rappresentativi e ai benchmark più utilizzati; per i soli fondi armonizzati e riservati, poi, sono state svolte alcune valutazioni in tema di asset allocation dell'industria, implicitamente desunte dall'analisi della composizione dei singoli indici. Il capitolo si divide in due parti, la prima riferita ai fondi armonizzati e riservati e la seconda ai fondi di fondi.

Fondi italiani armonizzati e riservati

Gli index provider sono delle società, generalmente appartenenti a gruppi finanziari o a società di gestione di mercati regolamentati, o ancora a gruppi editoriali (Reuters, Bloomberg) che, sulla base di una metodologia indipendente, costruiscono, calcolano e diffondono i dati sull'andamento dei propri indici.

Nella Tab 2 sono evidenziati i primi 12 index provider ordinati in relazione al patrimonio gestito dai fondi che ne utilizzano gli indici. Come informazione aggiuntiva è riportato anche il valore risultante nella precedente indagine, aggiornato al 31 marzo 2001.

Nelle tabelle successive sono indicati i primi 8 index provider per ciascuna macrocategoria di fondi, ossia per i fondi azionari, bilanciati, obbligazionari, di liquidità e flessibili, e il numero di volte in cui gli indici di ciascun provider sono stati utilizzati.

1 I provider di indici

**Tab 2: Fondi italiani armonizzati e riservati
I provider di indici**

	31/12/2001		31/03/2001
	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Patr. gestito %
J.P. MORGAN	119.285	29,22	27,94
MSCI	88.831	21,76	24,90
MTS SPA	65.616	16,07	14,18
MERRILL LYNCH	59.419	14,55	12,79
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	13.406	3,28	4,07
SALOMON SMITH BARNEY	11.231	2,75	2,80
24 ORE - UNICREDITO	9.358	2,29	2,52
BORSA ITALIANA SPA	7.903	1,94	2,49
FTSE	6.164	1,51	1,69
ALTRO	5.265	1,29	0,81
STOXX LIMITED	4.963	1,22	1,48
STANDARD & POOR'S	4.721	1,16	1,35

**Tab 3: Fondi italiani armonizzati e riservati
Azionari**

Provider	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
MSCI	69.276	62,57	381
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	9.950	8,99	36
BORSA ITALIANA SPA	6.603	5,96	50
FTSE	5.570	5,03	36
MTS SPA	4.932	4,45	209
STANDARD & POOR'S	4.711	4,26	25
STOXX LIMITED	3.761	3,40	21
BORSE NON EUROPEE	1.905	1,72	17

**Tab 4: Fondi italiani armonizzati e riservati
Bilanciati**

Provider	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
J.P. MORGAN	17.734	34,10	59
MSCI	17.429	33,52	87
MERRILL LYNCH	5.407	10,40	26
MTS SPA	4.150	7,98	36
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	2.521	4,85	14
SALOMON SMITH BARNEY	1.869	3,59	8
BORSA ITALIANA SPA	985	1,89	7
STOXX LIMITED	915	1,76	4

**Tab 5: Fondi italiani armonizzati e riservati
Obbligazionari e di liquidità**

Provider	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
J.P. MORGAN	101.096	42,22	250
MTS SPA	56.422	23,56	150
MERRILL LYNCH	52.473	21,91	186
SALOMON SMITH BARNEY	9.056	3,78	51
24 ORE - UNICREDITO	8.859	3,70	21
ALTRO	4.572	1,91	11
MSCI	1.714	0,72	32
CREDIT - GOLDMAN SACHS	1.253	0,52	7

Tab 6: Fondi italiani armonizzati e riservati Flessibili

Provider	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
MSCI	412	6,76	13
J.P. MORGAN	208	3,41	4
BORSA ITALIANA SPA	197	3,23	1
MERRILL LYNCH	130	2,13	8
MTS SPA	112	1,84	4
STOXX LIMITED	87	1,43	2
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	48	0,79	2

Come nel periodo precedente, oltre l'80% del patrimonio dei fondi italiani armonizzati e riservati è gestito in riferimento agli indici di 4 index provider: J.P. Morgan, MSCI, MTS SpA e Merrill Lynch.

Essendo il patrimonio gestito dai fondi obbligazionari e di liquidità superiore al patrimonio gestito da altre categorie di fondi, appare comprensibile come i provider di indici obbligazionari siano mediamente più rappresentati rispetto ai provider di indici azionari. Limitando l'analisi ai soli fondi azionari risulta evidente l'elevato grado di concentrazione presente nel settore: infatti, oltre il 62% del patrimonio dei fondi azionari è gestito in riferimento agli indici del provider MSCI. I gestori dei fondi obbligazionari e di liquidità, invece, hanno diversificato gli impieghi utilizzando per oltre l'87% del patrimonio gestito gli indici di almeno tre provider (J.P. Morgan, MTS SpA, Merrill Lynch). Per 38 fondi flessibili (quasi l'80% del patrimonio investito in fondi flessibili) non è indicato alcun parametro di riferimento. I gestori di tali fondi, infatti, possono avvalersi della facoltà di non indicarlo, data l'impossibilità oggettiva di individuarne uno che riesca a rappresentarne la flessibilità della gestione. I gestori di fondi azionari e i gestori di fondi obbligazionari utilizzano, nella composizione del benchmark, indici di provider rispettivamente obbligazionari ed azionari: basta osservare il peso e il numero di impieghi degli indici del provider MTS SpA per i fondi azionari e del provider MSCI per i fondi obbligazionari. L'utilizzo di indici obbligazionari da parte dei fondi azionari è giustificato dalla consuetudine di tali fondi di indicare un benchmark composto azionario/liquidità in luogo di un solo indice azionario. L'utilizzo di indici azionari da parte dei fondi obbligazionari è, invece, riconducibile alla possibilità, per i fondi obbligazionari misti, di investire in azioni per una percentuale non superiore al 20% del patrimonio.

Nella Tab 7 sono indicati i primi 10 indici utilizzati dai fondi italiani e riservati, ordinati per patrimonio gestito dai fondi che li utilizzano. Come informazione aggiuntiva è indicato il numero di volte in cui ciascun indice è impiegato e il peso medio che ha nel portafoglio. Nelle tabelle successive sono rappresentate le stesse informazioni per ciascuna macrocategoria di fondi.

2 I benchmark

**Tab 7: Fondi italiani armonizzati e riservati
I primi 10 indici**

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	34.822	8,53	29	58,79
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	30.551	7,48	266	20,08
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	25.404	6,22	55	61,18
MSCI EUROPE	18.133	4,44	43	71,16
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	15.529	3,80	33	58,33
MSCI WORLD	15.104	3,70	116	63,53
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	14.328	3,51	84	58,04
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	13.551	3,32	20	62,50
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	12.302	3,01	21	58,57
J.P. MORGAN GBI +	10.264	2,51	20	63,25

**Tab 8: Fondi italiani armonizzati e riservati
Azionari**

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	16.444	14,85	29	92,24
MSCI WORLD	7.767	7,02	57	92,02
MSCI AC EUROPE	4.754	4,29	2	100,00
INDICE COMIT GLOBALE	4.475	4,04	25	85,80
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	3.882	3,51	161	9,38
INDICE COMIT GLOBALE R	3.752	3,39	10	88,50
S&P 500 INDEX	3.522	3,18	17	89,41
MSCI US	3.125	2,82	9	67,50
MSCI AC WORLD FREE	2.825	2,55	7	82,86
MSCI WORLD FREE	2.820	2,55	14	83,21

**Tab 9: Fondi italiani armonizzati e riservati
Bilanciati**

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	7.796	14,99	15	36,33
MSCI WORLD	6.715	12,91	43	39,30
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	4.095	7,88	29	35,86
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	3.490	6,71	6	37,50
MSCI WORLD ex EUROPE – dividendi reinvestiti	2.463	4,74	5	27,00
MSCI EUROPE - dividendi reinvestiti	2.463	4,74	5	27,00
MSCI WORLD FREE	2.456	4,72	11	30,00
J.P. MORGAN GBI +	2.448	4,71	6	55,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	2.087	4,01	10	40,50
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	2.072	3,98	2	47,50

In termini di patrimonio gestito, l'indice più utilizzato dai gestori di fondi per comporre il benchmark di portafoglio è costituito dall'indice J.P. Morgan EUR 3m Cash Index. Primo in termini di impieghi, e secondo in termini di patrimonio gestito, è l'Indice di Capitalizzazione lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT, che viene utilizzato ampiamente anche dai gestori di fondi azionari.

Tra gli indici più utilizzati dai fondi azionari, il primo in termini di patrimonio gestito è l'MSCI Europe, il cui peso

Tab 10: Fondi italiani armonizzati e riservati Obbligazionari e di liquidità

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	32.749	13,68	26	61,54
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	25.099	10,48	87	40,40
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	17.608	7,35	40	70,50
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	15.018	6,27	30	61,50
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	11.411	4,76	9	92,22
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	10.105	4,22	48	76,15
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	8.812	3,68	15	67,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	8.159	3,41	21	64,76
J.P. MORGAN GBI +	7.748	3,24	11	80,91
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - CTZ	6.205	2,59	4	87,50

Tab 11: Fondi italiani armonizzati e riservati Flessibili

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
MSCI WORLD	285	4,67	6	52,50
J.P. MORGAN US TRADED INDEX	199	3,27	1	40,00
MIBTEL	197	3,23	1	70,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	103	1,69	3	20,00
MSCI EUROPE	62	1,01	2	30,00
MORGAN STANLEY WORLD BOND INDEX	57	0,93	2	47,50
MERRILL LYNCH EURO LIBID 3 MONTHS INDEX	51	0,84	2	10,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	51	0,83	1	55,00
INDICE COMIT GLOBALE	48	0,79	2	67,50
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	44	0,72	1	40,00

medio all'interno del portafoglio è di poco superiore al 92%. In termini di numero di impieghi è, invece, l'indice obbligazionario "Indice di Capitalizzazione lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT", il cui peso medio all'interno del portafoglio è pari al 9,38%. Ciò conferma la consuetudine dei fondi azionari di utilizzare quale parametro di riferimento un indice composto azionario/liquidità.

Come prevedibile, il benchmark più utilizzato dai fondi obbligazionari e di liquidità è costituito dall'indice J.P. Morgan Eur 3m Cash Index. A differenza dei fondi azionari, dove tra i primi 10 benchmark ben 6 erano riferibili al solo provider MSCI, a conferma dell'elevata concentrazione in questo comparto, per i fondi obbligazionari e di liquidità sono ampiamente rappresentati gli indici di diversi provider (J.P. Morgan, MTS SpA e Merrill Lynch). Quasi l'80% (in termini di patrimonio gestito) dei fondi flessibili si è avvalso della facoltà di non indicare alcun benchmark.

Dopo aver analizzato le quote di composizione di ciascun indice in termini di aree di mercato e valutarie in cui essi investono, si è provveduto a svolgere un'analisi di asset allocation implicita, ossia a determinare quali sarebbero i reali investimenti effettuati dai gestori se operassero replicando i bench-

3 L'asset allocation

mark che hanno scelto per rappresentare la politica di investimento dei propri fondi.

In particolare, (Tab 12) si è provveduto dapprima a confrontare la ripartizione degli investimenti tra titoli azionari ed obbligazionari risultante dal flusso mensilmente comunicato dalla società di gestione con l'analoga ripartizione risultante dall'analisi dei benchmark.

Allo scopo di operare un confronto significativo è necessario precisare la diversa definizione dell'asset "Altro" nel caso in cui la fonte di informazioni sia il flusso mensile dei dati comunicati dalle Sgr oppure l'analisi dei benchmark. Nel primo caso, infatti, la voce "Altro" identifica una categoria residuale costituita dalla componente di liquidità del portafoglio e dagli strumenti derivati; nel secondo caso essa comprende anche la componente obbligazionaria di breve periodo non inclusa nella voce "Obbligazioni".

I benchmark prescelti dai gestori sembrano riflettere efficacemente la gestione di portafoglio dei fondi; ciò risulta più vero se, oviando alla differenze di significato dell'asset

**Tab 12: Fondi italiani armonizzati e riservati
L'asset allocation**

Fonte:	31/12/2001		31/03/2001	
	flusso mensile	benchmark	flusso mensile	benchmark
Azioni	31,79	32,27	35,90	37,43
Obbligazioni	61,98	44,01	56,65	44,39
Altro	6,23	23,72	7,44	18,17

Tab 13: Asset allocation nel comparto azionario

(mercato)	31/12/01		31/03/01	
	% patr. azionari	% sul totale	% patr. azionari	% sul totale
Azioni Nord America	23,56	7,60	20,10	6,08
Azioni area euro (ex Italia)	19,88	6,42	22,55	8,44
Azioni Italia	19,82	6,40	20,73	7,76
Azioni Europa (ex euro)	16,37	5,28	16,24	7,52
Azioni specializzate settorialmente	7,55	2,44	6,30	2,36
Azioni Giappone	7,08	2,29	8,74	3,27
Azioni Paesi Emergenti	3,16	1,02	2,97	1,11
Azioni area Pacifico (ex Giappone)	2,58	0,83	2,37	0,89
	100,00	32,27	100,00	37,43

Tab 14: Asset allocation nel comparto obbligazionario

(valuta)	31/12/01		31/03/01	
	% patr. obbligazionari	% sul totale	% patr. obbligazionari	% sul totale
Obbligazioni in euro	75,82	33,34	73,01	32,41
Obbligazioni in valute differenti (indici globali)	19,87	8,78	22,60	10,03
Obbligazioni in dollari	2,01	0,88	2,16	0,96
Obbligazioni in valute di paesi emergenti	1,21	0,53	1,50	0,67
Obbligazioni in valute europee (ex euro)	0,95	0,42	0,50	0,22
Obbligazioni in yen	0,15	0,06	0,20	0,09
Obbligazioni (categoria residuale)	-	-	0,03	0,02
	100,00	44,01	100,00	44,40%

“Altro” si confrontano i valori degli asset “Azioni” e della somma degli asset “Obbligazioni” e “Altro”.

Rispetto al mese di marzo scorso, gli investimenti in titoli azionari si sono ridotti: ciò risulta confermato sia dai dati del flusso mensile, sia dall’analisi dei benchmark.

L’esposizione da benchmark sui titoli azionari dei paesi del Nord America è passata dal 20,10% al 23,56% del patrimonio complessivamente gestito da tali fondi. Quasi il 20% è investito in azioni dei paesi aderenti all’Unione Monetaria Europea (ex Italia). Complessivamente, oltre il 56% degli investimenti azionari è concentrato nei paesi europei.

Come nel mese di marzo scorso, la maggioranza degli investimenti obbligazionari (quasi il 76%) è concentrata in titoli denominati in euro. Più del 20% del patrimonio dei fondi obbligazionari è investito in titoli denominati in valute diverse.

Fondi di fondi

Per i fondi di fondi, in quanto fondi che investono esclusivamente in parti di Oicr armonizzati, non appare significativo svolgere un’analisi di asset allocation implicita come quella svolta per i fondi italiani e riservati. Si presentano, perciò, esclusivamente le tabelle riepilogative degli index provider e dei benchmark più rappresentati, complessivamente e per macrocategorie. Dalla Tab 15 alla Tab 19 sono indicati, complessivamente e per macrocategoria, i provider di indici dei fondi di fondi.

Più dell’83% del patrimonio dei fondi di fondi è gestito con riferimento agli indici dei provider MSCI, Merrill Lynch e J.P. Morgan.

Come per i fondi italiani e riservati, il comparto dei fondi azionari appare caratterizzato da un’elevata concentrazione: gli indici del provider MSCI sono utilizzati per oltre il 72% del patrimonio complessivo. A differenza dei primi, invece, appare poco diversificato anche il comparto degli obbligazionari, dove gli indici del provider J.P. Morgan sono utilizzati per quasi il 50% del patrimonio complessivo.

Dalla Tab 20 alla Tab 24 sono indicati i primi 5 benchmark, ordinati per patrimonio gestito, utilizzati dai fondi di fondi, complessivamente e per macrocategoria, il numero

4 I provider di indici

Tab 15: Fondi di fondi - I primi 5 index provider

	31/12/01		31/03/01
	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Patr. gestito %
MSCI	2.856	38,66	42,13
MERRILL LYNCH	1.793	24,27	32,47
J.P. MORGAN	1.536	20,78	18,77
SALOMON SMITH BARNEY	180	2,44	0,92
DOW JONES	153	2,07	3,09

**Tab 16: Fondi di fondi azionari
I primi 5 index provider**

	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
MSCI	1.188	72,31	49
MERRILL LYNCH	218	13,29	7
STOXX LIMITED	58	3,51	2
STANDARD & POOR'S	26	1,56	2
MTS SPA	8	0,48	10

**Tab 17: Fondi di fondi bilanciati
I primi 5 index provider**

	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
MSCI	1.596	36,07	67
MERRILL LYNCH	1.543	34,67	35
J.P. MORGAN	759	17,14	32
SALOMON SMITH BARNEY	176	3,97	11
STOXX LIMITED	11	0,24	1

**Tab 18: Fondi di fondi obbligazionari
Gli index provider**

	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
J.P. MORGAN	325	49,05	3
MERRILL LYNCH	32	4,87	12
MSCI	16	2,42	1

**Tab 19: Fondi di fondi flessibili
Gli index provider**

Provider	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi
J.P. MORGAN	450	68,27	6
DOW JONES	153	23,17	3
MSCI	56	8,55	3

Tab 20: Fondi di fondi - I primi 5 indici

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
MSCI AC WORLD FREE	1.898	25,69	20	55,75
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	1.496	20,24	14	35,36
MSCI WORLD	558	7,55	31	59,03
J.P. MORGAN GBI +	493	6,68	13	53,85
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	395	5,34	4	76,25

Tab 21: Fondi di fondi azionari - I primi 5 indici

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
MSCI AC WORLD FREE	820	49,94	6	86,67
MSCI WORLD	249	15,14	11	95,00
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	212	12,89	3	15,00
DOW JONES STOXX INDEX (Europe)	53	3,25	1	95,00
MSCI WORLD FREE	35	2,15	1	90,00

Tab 22: Fondi di fondi bilanciati - I primi 5 indici

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	1.281	28,95	10	41,00
MSCI AC WORLD FREE	1.078	24,35	14	42,50
J.P. MORGAN GBI +	257	5,81	10	54,00
MSCI WORLD	238	5,37	17	40,00
J.P. MORGAN EMU AGGREGATE ALL MATURITIES	224	5,06	2	62,50

Tab 23: Fondi di fondi obbligazionari - I primi 5 indici

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI +	181	27,29	1	100,00
J.P. MORGAN EMU AGGREGATE ALL MATURITIES	112	16,92	1	70,00
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	32	4,84	1	20,00
MSCI WORLD	16	2,42	1	10,00
MERRILL LYNCH GLOBAL HIGH YIELD & EMERGING MARKET SOVEREIGN BOND	15	2,19	1	100,00

Tab 24: Fondi di fondi flessibili - I primi 5 indici

Benchmark	Patr. gestito mil	Patr. gestito %	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	395	59,94	4	76,25
DOW JONES GLOBAL INDEX (DJGI) WORLD	153	23,17	3	31,67
MSCI WORLD	55	8,42	2	47,50
J.P. MORGAN GBI +	54	8,22	1	50,00
MSCI EUROPE	1	0,13	1	30,00

di impieghi di ciascun indice e il peso medio che ha nel portafoglio.

Il benchmark maggiormente impiegato in termini di patrimonio è l'MSCI AC World Free (è gestito con riferimento a questo indice più del 25% del patrimonio complessivo). Osservando il peso medio che gli indici dei fondi di fondi azionari hanno in portafoglio appare confermata, come per i fondi italiani e riservati azionari, la consuetudine ad utilizzare benchmark composti azionari/liquidità.

Informazioni più dettagliate riguardo la metodologia di calcolo degli indici possono essere reperite nei siti web dei principali index provider (Tab 25).

Tab 25: Siti Web dei principali index provider

Banca Commerciale Italiana	http://www.bci.it/trend_mercati/database/indici.jsp
Bloomberg	http://www.bloomberg.com
Borsa italiana S.p.A.	http://www.borsaitalia.it
Dow Jones	http://www.djindexes.com/jsp/index.jsp
FTSE	http://www.ftse.com
Goldman Sachs	http://www.gs.com
J.P. Morgan	http://www.jpmorgan.com
Lehman Brothers	http://www.lehman.com
Merrill Lynch	http://www.ml.com
MSCI	http://www.msci.com
MTS S.p.A.	http://www.analysis.it
Salomon Smith Barney	https://www.ssbgei.com/ssbgei/index.html
Sole 24 ore - Unicredit	http://www.credit.it/finanza/emu6/welcome.htm
Standard & Poor's	http://www.standardandpoors.com
Stoxx Limited	http://www.stoxx.com

Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano

L'obiettivo del modello Assogestioni per il calcolo della quota lorda di un fondo italiano è quello di eliminare gli effetti che la fiscalità esercita sulla sua quota netta e di ottenere un indice di performance (la quota lorda) che rifletta esclusivamente i risultati della gestione. Tale indice risulta pertanto utilizzabile per operare confronti in ambito internazionale su un piano di parità tra fondi italiani e fondi lordisti di altre giurisdizioni.

I fondi di diritto italiano sono soggetti a una ritenuta d'imposta del 12,5%, calcolata sulla differenza tra valore iniziale e valore finale degli investimenti effettuati nel corso dell'anno. La tassazione colpisce l'incremento del patrimonio netto, cioè la sommatoria di tutte le variazioni positive e negative realizzate dal fondo durante l'anno (tassazione sul risultato netto di gestione). Se, al contrario, il risultato di gestione dovesse risultare negativo, le minusvalenze possono essere portate in detrazione d'imposta per i successivi quattro anni.

La tassazione è imputata giornalmente sulla quota del fondo e viene accantonata a riserva fino al regolamento previsto nell'anno successivo. La quota risulta pertanto al netto del prelievo fiscale.

Il sottoscrittore è quindi esentato dalla dichiarazione ai fini fiscali di eventuali guadagni ottenuti, perché l'imposta è stata già pagata in via sostitutiva dalla società di gestione.

Il fondo a sua volta è un soggetto "lordista", ciò significa che riceve redditi di capitale, interessi e dividendi al lordo delle imposte sostitutive normalmente previste. Il principio della tassazione sul risultato netto di gestione conosce almeno tre eccezioni degne di nota. La prima riguarda alcuni proventi che esso riceve al netto di un'imposta sostitutiva del 27%. La seconda riguarda i proventi esenti da imposte. Entrambi sfuggono a ulteriori prelievi fiscali e vengono esclusi dalla base per il calcolo del risultato netto di gestione cui applicare l'imposta sostitutiva del 12,5%. Una terza eccezione è costituita da una particolare categoria di proventi che il fondo riceve al lordo e su cui è obbligato ad applicare un'imposta sostitutiva del 27%.

La maggior parte dei paesi, ad eccezione dell'Italia, non prevede la tassazione dei risultati di gestione in capo al fondo ma rimanda calcolo e prelievo fiscale al momento della dichiarazione individuale dei redditi.

A prescindere da considerazioni di opportunità circa le scelte del legislatore italiano, si può intuire che questa differenza nel sistema impositivo dei proventi dei fondi, a parità di altre condizioni, influenza i meccanismi di determinazione della quota netta e quindi delle misure di performance su di essa

1 Introduzione

calcolate. Come mostriamo in seguito, la quota di un fondo italiano può essere divisa in due parti: una riconducibile all'azione del gestore, l'altra attribuibile all'operare degli effetti fiscali.

Tenuto conto di queste considerazioni, ai fini della presente analisi *assumeremo come definizione di quota lorda di un fondo aperto italiano semplicemente la quotazione che questo avrebbe se si eliminassero tutti gli effetti delle imposte sui proventi che esso riceve al lordo.*

Si osservi che questa definizione esclude intenzionalmente la "lordizzazione" delle imposte che il fondo subisce alla fonte. In quest'ottica la determinazione della quota lorda consiste nel calcolo di un indice di performance del fondo depurato completamente degli effetti distorsivi della fiscalità (*intesa nel senso della definizione appena fornita*) ed in grado quindi di riflettere esclusivamente gli effetti della gestione.

2 Il modello

In questa sezione presentiamo i 4 differenti regimi fiscali cui possono essere soggetti i proventi percepiti dai fondi comuni aperti. Tale premessa si rende indispensabile al fine di individuare in maniera esauriente tutti i modi in cui la fiscalità italiana influenza la determinazione dei risultati dei fondi.

Proventi di tipo A: sono quelli che il fondo riceve al lordo dell'imposta e per i quali accantona giornalmente un'imposta sostitutiva del 12,5% che poi liquida in un'unica soluzione il 16 febbraio dell'anno successivo (*dal 2001 il versamento può essere rateizzato, tuttavia tale opzione non altera i risultati del modello*). Questi proventi rappresentano la maggior parte di quelli percepiti dai fondi e ricomprendono, a titolo esemplificativo: plusvalenze e minusvalenze su azioni e obbligazioni, dividendi azionari, interessi su obbligazioni emesse da società aventi sede in Italia con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani aventi una scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni pubbliche italiane, interessi su obbligazioni emesse da banche aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni estere aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, proventi e minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad oicvm esteri (diversi dai fondi lussemburghesi storici), interessi su conti correnti bancari a condizione che la giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo medio gestito.

Proventi di tipo B: sono quelli che il fondo riceve già al netto dell'imposta del 27%. Sono costituiti, tra gli altri, dalle cedole di obbligazioni italiane con scadenza inferiore ai 18 mesi, dagli interessi su c/c con giacenza media superiore al 5% dell'attivo medio gestito e, fino al luglio 2000, dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

Proventi di tipo C: sono quelli che il fondo riceve al lordo delle tasse e per i quali accantona giornalmente un'imposta del 27% che poi liquida alla fine del mese in cui il provento ha avuto la sua manifestazione finanziaria. A partire dal luglio

2000, questa classe sarà composta dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

Proventi di tipo D: sono tutti i proventi che per qualsiasi motivo sono esenti da imposte in capo al fondo. Ad esempio tutti i proventi derivanti dalla partecipazione a OICR soggetti ad imposta sostitutiva oppure le cedole di obbligazioni BEI, BIRS, CECA ed EURATOM emesse prima del 9 settembre 1992 (*le plusvalenze e le minusvalenze su questi titoli sono proventi di tipo A*).

Alla luce di questa ripartizione dei proventi e con riferimento alla definizione di quota lorda fornita più sopra, *l'obiettivo del nostro modello è determinare un indice di performance del fondo sterilizzato degli effetti della tassazione dei proventi di tipo A e C.*

Si consideri un generico fondo di investimento aperto italiano ad accumulazione dei proventi con le seguenti proprietà. Il fondo è quotato giornalmente ed è gravato dei soli oneri fiscali; assumiamo quindi che non esistano commissioni di alcun genere. Ipotizziamo inoltre che il fondo non possa prendere denaro in prestito. Come argomentiamo più avanti queste due ipotesi (zero commissioni e nessun indebitamento diverso da quello fiscale) non sono restrittive nel senso che i risultati del modello che andiamo a sviluppare sono indipendenti sia dal regime commissionale che da eventuali operazioni di indebitamento.

Ogni giorno si procede al calcolo e all'accantonamento delle imposte maturate sui proventi di tipo A e di tipo C. Con riferimento ai proventi del primo tipo, quanto complessivamente maturato tra il primo e l'ultimo giorno dell'anno, se a debito verrà versato e se a credito verrà riscosso il 16 febbraio dell'anno successivo. Per quanto riguarda i proventi di tipo C la liquidazione delle imposte maturate avverrà invece l'ultimo giorno del mese durante il quale il provento si è manifestato (stacco cedola).

Sia N_i il valore della quota netta e x_i il numero delle quote in essere al giorno i . N_i e x_i sono indicati nel prospetto di calcolo del valore della quota che la SGR è tenuta a redigere giornalmente. Per inciso si osservi che x_i è il numero di quote in essere *durante* il giorno i e non include quindi quelle che verranno emesse/rimborsate a fine giornata *dopo* la fissazione della quota.

Inoltre, sia T_i l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e di tipo C durante il giorno i . Si osservi che T_i sono imposte accantonate ma ancora a disposizione del gestore fino al giorno in cui vengono liquidate.

Per nostra comodità ora definiamo la variabile $F_i = N_{i-1}(x_i - x_{i-1})$ che rappresenta il flusso della raccolta netta del fondo all'inizio del giorno i . Si osservi che F_i è il flusso di quei sottoscrittori che hanno chiesto di entrare o di uscire dal fondo durante il giorno $i-1$ la cui richiesta può però venire

2.1 Definizioni e ipotesi

soddisfatta *solo* a fine giornata e *dopo* il calcolo della quota. Quindi è come se questo movimento avesse luogo la mattina del giorno i *prima* della riapertura delle contrattazioni. Evidentemente chiamare il flusso in questione F_i (perché ha effetti finanziari solo a partire dalla mattina del giorno i) oppure F_{i-1} (perché è il risultato delle richieste di entrata e uscita pervenute durante il giorno $i-1$) è solo una questione nominalistica e non ha alcun effetto sui risultati che otterremo. Si indichi infine con L_i la quota lorda del fondo al tempo i . Obiettivo del nostro modello è determinare L_i in funzione di L_{i-1}, N_i, x_i e T_i .

Per motivi di comodità definiamo anche la variabile ST_i come la somma delle imposte maturate su proventi di tipo A e C ma non ancora liquidate al termine del giorno i .

Per definizione $ST_{i+1} = ST_i + T_{i+1} - TL_{i+1}$ dove TL_{i+1} sono le imposte liquidate al termine del giorno $i+1$.

Se questo giorno è l'ultimo del mese TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo C manifestatisi nel corso del mese che si chiude, mentre se $i+1$ è il 16 febbraio TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo A accantonate durante l'anno precedente.

2.2 Calcolo della quota lorda: dal giorno 0 al giorno 1

Per come è stato definito nell'introduzione, L_i è un indice di performance depurato degli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C. Più in particolare, se ci poniamo al termine del primo giorno di vita del fondo, avremo la seguente situazione. Alla fine del giorno 0 (coincidente con il primo istante del giorno 1) il patrimonio effettivamente disponibile è pari all'ammontare delle quote $x_0 N_0$ più le imposte su proventi di tipo A e C accantonate ma non ancora versate fino al tempo 0 ($ST_0=0$) più il flusso in entrata tra il giorno 0 e il giorno 1 pari $(x_1 - x_0) N_0$. Questo patrimonio va confrontato con quello detenuto alla fine del giorno 1 pari a $x_1 N_1 + ST_0 + T_1$. Si noti che senza perdita di generalità possiamo porre $L_0 = N_0$. In altre parole, all'inizio del giorno 1 il gestore riceve $x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0$ e alla fine dello stesso giorno ha $x_1 N_1 + T_1$. Si noti che per come sono state costruite queste due quantità la loro differenza misura esclusivamente l'operato del gestore e non anche gli effetti del prelievo fiscale sui proventi di tipo A e C.

Di conseguenza il tasso di crescita g_1 della quota lorda, misura dell'*effetto gestore*, è pari a:

$$\frac{L_1}{L_0} = 1 + g_1 = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0} = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} \quad (1)$$

da cui si ottiene immediatamente:

$$L_1 = L_0 \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} = N_0 \frac{x_1 N_1 + ST_1}{x_1 N_0}$$

Si noti che $ST_0=0$ implica $T_1=ST_1$.

Considerando il passaggio dal generico giorno $i-1$ al successivo giorno i , dalla definizione del tasso di incremento della quota lorda

$$\frac{L_i}{L_{i-1}} = \frac{x_i N_i + T_1 + \dots + T_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + T_1 + \dots + T_{i-1}} \quad (2)$$

si ottiene:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (3)$$

Al 31 dicembre di ogni anno si procede all'ultima valorizzazione della quota e al definitivo accantonamento delle imposte dovute sui proventi di tipo A in apposita voce del passivo (se a credito nell'attivo).

Ora, dal momento che debiti e crediti d'imposta su questo tipo di proventi vengono liquidati solo successivamente (a metà febbraio), nel primo mese e mezzo dell'anno successivo il gestore continua effettivamente a disporre, come prima, anche della somma dovuta al fisco (e continua a non disporre dell'eventuale credito d'imposta). Di conseguenza le formule presentate nel paragrafo precedente continuano a valere. Ad esempio il 15 gennaio dell'anno 2 il calcolo della quota lorda è il seguente:

$$L_{15/1/2} = L_{14/1/2} \frac{x_{15/1/2} N_{15/1/2} + ST_{14/1/2} + T_{15/1/2}}{x_{15/1/2} N_{14/1/2} + ST_{14/1/2}}$$

Si osservi che in questo caso $ST_{14/1/2}$ è pari alla somma delle imposte su proventi di tipo A dell'esercizio precedente (quindi non ancora liquidate), di quelle già maturate nell'anno in corso e di quelle su proventi di tipo C non ancora liquidate.

Se il giorno j (che per noi, sarà il 16 febbraio se si liquidano le imposte sui proventi di tipo A e l'ultimo giorno di ogni mese se si liquidano quelle sui proventi di tipo C) si liquidano le imposte allora all'inizio del giorno $j+1$ il patrimonio effettivamente disponibile sarà pari a $x_j N_j + ST_j + (x_{j+1} - x_j) N_j$ dove ST_j è pari all'importo delle imposte maturate ma non liquidate al giorno j mentre al termine dello stesso giorno il patrimonio disponibile sarà diventato $x_{j+1} N_{j+1} + ST_j + T_{j+1}$. Di conseguenza l'incremento di patrimonio conseguito dal gestore il giorno $j+1$ sul giorno j potrà essere calcolato con le formule già presentate in precedenza. Si abbia solo l'accortezza di osservare che mentre ST_{j-1} contiene anche il debito d'imposta da liquidare il giorno j , ST_j non lo comprende più. Le relazioni appena presentate possono essere facilmente estese a qualunque momento della vita del fondo. Concludiamo quindi che la quota lorda di un qualunque giorno i di un qualunque anno a è così determinata:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (4)$$

2.3 Dal giorno $i-1$ al giorno i

2.4 Quando finisce l'anno

2.5 Liquidazione delle imposte e formula generale

2.6 Se il fondo paga commissioni

Il modello sviluppato finora prevede che il fondo sia gravato dei soli oneri fiscali. Se si rilassa questa ipotesi e si consente che il fondo paghi anche altri tipi di oneri (ad esempio, le commissioni) i risultati ottenuti in precedenza non variano nel senso che, *posto che l'obiettivo della formula di lordizzazione è quello di eliminare solamente gli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C sulla quota netta*, tutti gli altri effetti sulla stessa generati da altri tipi di oneri devono essere ignorati. Non è quindi necessario conoscere se e quanto il fondo paga in commissioni; tali oneri attraverso la loro azione sulla quota netta andranno a modificare la quota lorda e questo effetto, coerentemente con le ipotesi del modello originale, non dovrà essere rimosso. Si osservi che ciò implica che due fondi gestiti effettuando le medesime scelte di investimento ma contraddistinti da due regimi commissionali differenti avranno giocoforza due diverse serie storiche della quota lorda (più bassa quella del fondo che paga maggiori commissioni).

3 Osservazioni: versione analitica della quota

Se si ipotizza che il fondo percepisca esclusivamente redditi di tipo A (soggetti ad imposta sostitutiva $\tau=12,5\%$) si dimostra agevolmente che i risultati ottenuti nella sezione precedente possono essere riscritti secondo la seguente formulazione (che chiameremo “analitica”):

$$L_i = L_{i-1} \frac{\tau x_{1/b} (N_{1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i1} (N_{i1} - N_{i2}) + x_i (N_i - \tau N_{i1})}{\tau x_{1/b} (N_{1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i1} (N_{i1} - N_{i2}) + x_i (N_{i1} - \tau N_{i1})} \quad (5)$$

dove:

$$\begin{cases} b = a - 1 & i \leq 16/2 \\ b = a & i > 16/2 \end{cases}$$

In termini di flussi:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i - \tau (x_{31/12/b-1} N_{31/12/b-1} + F_{1/b} + \dots + F_i)}{x_i N_{i-1} - \tau (x_{31/12/b-1} N_{31/12/b-1} + F_{1/b} + \dots + F_i)} \quad (6)$$

inoltre:

$$T_i = \frac{\tau}{1 - \tau} x_i (N_i - N_{i-1}) \quad (7)$$

Si osservi che secondo questa formulazione il calcolo della quota lorda può essere effettuato semplicemente sulla base della conoscenza delle serie storiche delle quote nette e del numero delle quote in essere. Tenuto conto del fatto che questi due dati sono agevolmente rintracciabili nel prospetto giornaliero del calcolo della quota (documento di libera consultazione) e considerato che la maggior parte dei redditi percepiti dai fondi italiani sono di tipo A, la formulazione analitica permette di determinare con una buona approssimazione la quota lorda “reale” anche a coloro (ad esempio i sottoscrittori) che non dispongono di informazioni precise sull’esatto ammontare della variabile ST_i la cui conoscenza è necessaria per l’applicazione della formula “ufficiale” della quota lorda.

3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

Riprendendo un tema anticipato nell'introduzione, utilizziamo il modello appena presentato per mettere in luce l'esatta influenza che la fiscalità ha sul meccanismo di determinazione della quota netta e per chiarire il principio che governa il modello di determinazione della quota lorda.

Più precisamente, in questa sezione mostriamo che a causa della tassazione la quota netta di un fondo aperto italiano è determinata anche dal numero delle quote in essere. In altre parole la quota netta non è una misura *time-weighted* della performance del gestore ma dipende, sia pure solo in parte, anche dalle decisioni in termini di sottoscrizione e rimborsi da parte dei risparmiatori.

Questa osservazione apre la strada ad un analogo interrogativo circa le proprietà della quota lorda appena determinata. Nella sezione successiva mostreremo che questa, a differenza della quota netta (dalla quale peraltro dipende) è indipendente dal numero di quote del fondo e costituisce così un'effettiva misura *time-weighted* della performance del gestore. Facile concludere che queste due osservazioni rappresentano altrettanti buoni motivi per optare per la quota lorda quando si intenda costruire un indice che misuri le capacità del gestore di un fondo.

Tornando alla quota netta, per la (4) e per la (7) e sotto l'ipotesi analitica (*Tutte le argomentazioni che seguono sono sviluppate sotto l'ipotesi che il fondo percepisca solamente redditi di tipo A. Si dimostra che indebolendo questa ipotesi si ottengono risultati del tutto analoghi nel loro significato (anche se leggermente diversi e meno significativi nella loro formulazione analitica)*) sappiamo che:

$$\begin{cases} \frac{L_i}{L_{i-1}} = 1 + g_i = \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \\ T_i = \frac{\tau}{1-\tau} x_i (N_i - N_{i-1}) \end{cases}$$

risolvendo in N_i si ottiene:

$$N_i(x_i) = \underbrace{N_{i-1}(1+g_i)}_{\text{eff. gestore}} - \underbrace{N_{i-1}g_i\tau}_{\text{eff. fiscale diretto}} + \underbrace{\frac{g_i ST_{i-1}(1-\tau)}{x_i}}_{\text{eff. fiscale indiretto}} \quad (8)$$

che in termini di tasso di variazione $N_i/N_{i-1} = 1 + \pi_i$ diventa:

$$\pi_i = g_i - g_i\tau + \frac{g_i ST_{i-1}(1-\tau)}{N_{i-1} x_i} \quad (9)$$

La (8) dimostra che la quota netta del giorno i è il risultato della quota netta del giorno precedente rivalutata al tasso di crescita imputabile al gestore $N_{i-1}(1+g_i)$ meno l'*effetto diretto* della tassazione sul risultato di gestione $N_{i-1}g_i\tau$ più la quantità

$$\frac{g_i ST_{i-1}(1-\tau)}{x_i}$$

che può essere interpretata come l'effetto indiretto della fiscalità operante attraverso le imposte già maturate ma non ancora liquidate fino al giorno $i-1$. Proprio l'esistenza di questa componente dimostra che la quota netta dipende anche da x_i . A commento di questo risultato alcune osservazioni risultano doverose.

Primo: la quota netta dipende da x_i in maniera inversamente proporzionale, quindi, a parità di altre condizioni, più alto è il numero delle quote meno importante è l'effetto che una sua variazione genera su N_i .

Al contrario, l'effetto del flusso di raccolta sulla quota netta è massimo quando x_i si avvicina velocemente a 0 e la quantità ST_{i-1} non si riduce in maniera adeguata.

Secondo: la dipendenza di N_i da x_i è regolata dal fattore di proporzionalità $g_i ST_{i-1} (1-\tau)$. Da ciò si deduce che in assenza di tassazione ($\tau=0$ e $ST_{i-1}=0$) x_i non è in grado di esercitare alcuna influenza sulla quota netta.

Per inciso si noti che in questo caso la (8) si riduce a $N_{i-1}(1+g_i)$, cioè come ci si poteva ragionevolmente aspettare, la quota netta varia esattamente al tasso g_i e costituisce quindi una misura time-weighted della performance del fondo attribuibile alla capacità del gestore.

Terzo: quello che abbiamo definito effetto fiscale indiretto, a parità di x_i e se $g_i > 0$, cresce al crescere del debito d'imposta già accantonato. Intuitivamente, a parità di altre condizioni, più l'imposta accantonata e non ancora versata risulta consistente, maggiori risultano le risorse a disposizione del gestore rispetto al solo patrimonio netto disponibile all'inizio del giorno i $x_i N_{i-1}$.

A titolo di esempio, si ipotizzi che $x_i N_{i-1} = 10$ con $x_i = 1$ e che $ST_{i-1} = 1000$. In questo caso il gestore avrà a disposizione un patrimonio complessivo pari a 1010 e un suo incremento sia pur piccolo (ad esempio $g_i = +1\%$) si rifletterebbe a livello di quota netta in un incremento $\pi_i = +88,3\%$.

Da ultimo si osservi che quando ST_{i-1}/x_i è particolarmente elevato il fatto che g_i sia positivo o negativo, anche se solo di poco, fa una grande differenza sulla quota netta (nell'esempio appena fatto se fosse stato $g_i = -1\%$ avremmo avuto $\pi_i = -88,3\%$).

3.2 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

Come anticipato nella sezione precedente, la quota lorda, al contrario di quella netta, non dipende dal numero delle quote in essere; in altri termini rappresenta una misura time-weighted della performance del fondo.

Infatti nell'ipotesi che il fondo percepisca solamente proventi di tipo A, dalla (4) e dalla (7):

$$L_i(x_i) = L_{i-1} \frac{x_i N_i(x_i) + ST_{i-1} + \frac{\tau}{1-\tau} x_i (N_i(x_i) - N_{i-1})}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}}$$

tenuto conto della (8) si ottiene semplicemente:

$$L_i(x_i) = L_i = L_{i-1} (1 + g_i)$$

quindi

$$\frac{dL_i}{dx_i} = 0$$

A parole: la quota lorda L_i è insensibile a variazioni nel numero delle quote in essere x_i . Analogo risultato vale sotto l'ipotesi più generale che il fondo percepisca redditi di qualunque tipo.

In questa sezione mostriamo alcuni esempi in cui sono state calcolate le quote lorde e quelle nette di un fondo aperto italiano ideale. L'intento è quello di evidenziare gli effetti dei risultati ottenuti nelle ultime due sezioni (la quota lorda è time-weighted, quella netta non lo è). In particolare si vuole sottolineare l'estrema variabilità della quota netta (rispetto alla quota lorda) in situazioni critiche (forti deflussi) che potrebbero trovare effettivo riscontro nella vita reale di un fondo e che per questo motivo meritano estrema attenzione al fine di distinguere in maniera sicura tra le responsabilità del gestore e gli effetti distorsivi della tassazione.

3.3 Alcuni esempi

i	g_i	x_i	N_i	Δ_N	L_i	Δ_L
0	-	1	100	-	100	-
1	10%	10	108,75	+8,75%	110	+10%
2	10%	20	118,32	+8,80%	121	+10%
3	10%	30	128,79	+8,85%	133,1	+10%
4	10%	40	140,24	+8,89%	146,41	+10%
5	65,9%	50	222,82	+58,80%	242,86	+65,9%
6	10%	80	243,12	+9,11%	267,15	+10%
7	-5%	1	189,96	-21,80%	253,79	-5%

In questa prima tabella abbiamo simulato l'andamento di quota netta e quota lorda di un fondo ai suoi primi giorni di vita. Per come è stata definita, la quota lorda varia al tasso g_i che misura la capacità del gestore di produrre reddito (e solo quella). Come visto in precedenza questo tasso è indipendente dal numero delle quote in essere.

La quota netta, invece, mostra un andamento più variegato a causa della sua parziale dipendenza da x_i . In particolare si noti che il giorno 7, a fronte di un consistente deflusso di risorse dal fondo (le quote passano di colpo da 80 a una sola), mentre $g_i = -5\%$, la variazione della quota netta è di ben 4 volte superiore. La stessa cosa si sarebbe verificata se fosse stato $g_i = 5\%$ (nel qual caso avremmo avuto ovviamente $\Delta_N = +21,8\%$). Come illustrato analiticamente in precedenza questo fenomeno di amplificazione è sintomo dell'operare dell'effetto fiscale indiretto e può essere misurato dal rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$.

Dal momento che questo fatto costituisce una fonte di distorsione del rapporto quota netta/quota lorda che, in particola-

ri circostanze, può diventare anche molto consistente, è opportuno ribadire l'opportunità che in sede di valutazione delle capacità di un gestore (oltre che nei confronti internazionali) si utilizzi la quota lorda e non quella netta. A rafforzare questo suggerimento, valga quest'ultimo esempio illustrato nella successiva tabella.

i	g_i	x_i	N_i	Δ_N	L_i	Δ_L	$ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$
0	-	1	100	-	100	-	
1	20%	1000	117,5	+17,5%	120	+20%	0
2	20%	2000	138,28	+17,69%	144	+20%	0,01
3	20%	3000	162,97	+17,86%	172,8	+20%	0,02
4	20%	4000	192,32	+18,01%	207,36	+20%	0,02
5	20%	100	288,62	+50,07%	248,83	+20%	1,86

Quando il giorno 5 si verifica un drastico movimento in uscita di sottoscrittori (-97.5%), il gestore ottiene una performance sempre pari al 20% ma l'elevato rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$ (misura dell'effetto fiscale indiretto) fa fare alla quota netta un balzo del 50%. Se avessimo valutato le capacità di un gestore guardando l'andamento della quota netta saremmo caduti in un grave errore di sopravvalutazione. In maniera del tutto speculare, nel caso $g_i = -20\%$ avremmo avuto $\Delta_N = -50\%$.

3.4 Lordizzazione delle commissioni e indebitamento

Grazie alla sua flessibilità il modello per la determinazione della quota lorda che abbiamo presentato in queste pagine si presta anche ad affrontare il problema di "lordizzare", oltre alle imposte gravanti sul fondo, anche le commissioni che il gestore preleva in capo ad esso.

La nuova definizione di quota lorda che si ottiene permette di calcolare indici di performance sterilizzati sia degli effetti fiscali che degli effetti del regime commissionale. Questo diverso tipo di indice è particolarmente adatto ai clienti istituzionali che nell'ambito del processo di scelta tra diversi fondi sono in grado di contrattare il livello delle commissioni (cosa normalmente preclusa al privato sottoscrittore).

Per sterilizzare gli effetti del regime commissionale all'interno del nostro modello si osservi che nell'ambito della sua logica costruttiva non è importante tanto distinguere le spese gravanti sul fondo in base alla loro natura specifica (imposte piuttosto che commissioni) quanto precisare quali di queste vengono addebitate al fondo in un determinato giorno ma rimangono accantonate per un certo periodo di tempo (quindi nella disponibilità del gestore). Abbiamo infatti visto che questo tipo di spesa, essendo dedotto immediatamente dalla quota netta ma solo più tardi dalla disponibilità del gestore, genera un "effetto leva", nel senso che tutti gli eventuali incrementi/decrementi di valore su di esso ottenuti si "scaricano" sulla quota netta.

In quest'ottica, analogamente a quanto accade per le imposte su proventi di tipo A e C, le commissioni di gestione vengono in genere calcolate quotidianamente sul valore complessivo

netto del fondo, accantonate e liquidate in un periodo successivo (ad esempio ogni primo giorno del mese).

Si definisca quindi T_i come l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e C durante il giorno i più le commissioni accantonate durante lo stesso giorno.

ST'_i indica invece la somma delle imposte su proventi di tipo A e C e delle commissioni maturate ma non ancora liquidate al termine del giorno i .

Tenuto conto di questi aggiustamenti e replicando l'analisi svolta per pervenire alla (4) si giunge facilmente alla seguente formula della quota lorda "modificata"

Ancora più in generale, se si estende l'interpretazione della

$$L'_i = L'_{i-1} \frac{x_i N_i + ST'_{i-1} + T'_i}{x_i N_{i-1} + ST'_{i-1}} \quad (10)$$

variabile ST'_i fino a farla coincidere con la somma di tutti i debiti del fondo (tra cui oltre a quelli verso l'erario e verso il gestore troveremo quelli legati ai prestiti concessi da terzi) la (10) risulta in grado di depurare da qualsiasi effetto leva (fiscale, commissionale e leva "classica") il risultato della gestione complessiva del fondo.

La leva fiscale e quella commissionale, come già è stato spiegato, operano attraverso un differimento temporale tra l'istante in cui la quota netta subisce il prelievo fiscale/commissionale e quello in cui il fondo paga effettivamente questi oneri ai relativi creditori; tale differimento genera un debito in capo al fondo e il debito a sua volta genera un effetto leva sui rendimenti netti.

Per converso, la leva "classica" opera quando il gestore prende intenzionalmente a prestito denaro da terzi. Stiamo ovviamente ipotizzando che il fondo possa indebitarsi. Si ricorda che nell'ambito della normativa italiana (ed europea) ciò è permesso solo per determinate finalità e con precisi limiti quantitativi.

Nonostante l'interesse teorico che questa estensione del modello originale di lordizzazione può eventualmente suscitare, si ritiene utile sottolineare che la formula "ufficiale" di lordizzazione (la (4)) prevede la sterilizzazione dei soli effetti fiscali dal momento che l'obiettivo del modello è quello di ripristinare adeguate condizioni di confrontabilità tra fondi soggetti alla fiscalità italiana e non.

Il modello per il calcolo della quota lorda può essere facilmente esteso anche ai fondi che prevedono la distribuzione dei proventi.

La distribuzione dei proventi deliberata dalla SGR ha luogo alla chiusura del giorno j e consiste nella decurtazione del patrimonio netto dell'importo P_j pro-quota che si desidera mettere in pagamento. Quindi al termine del giorno j il patri-

3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

monio netto è pari a $x_j N_j$ mentre il totale dei proventi messi in pagamento ammonta a $x_j P_j$.

Durante questo giorno le risorse complessive a disposizione del gestore passano da $x_j N_{j-1} + ST_{j-1}$ a $x_j (N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j$. Ne segue che la formula modificata per tener conto della distribuzione dei proventi diventa:

$$L_j = L_{j-1} \frac{x_j (N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j}{x_j N_{j-1} + ST_{j-1}}$$

Si osservi che quando $P_j=0$ essa si riduce alla formula usuale. Vale inoltre la pena osservare che la distribuzione dei proventi avviene senza alterare il numero delle quote in essere al giorno j . L'eventuale gruppo di sottoscrittori che rinuncia alla distribuzione dei proventi a favore del loro reinvestimento fa semplicemente aumentare il numero delle quote in essere all'inizio del giorno $j+1$.

La valutazione della performance dei prodotti dell'industria del risparmio gestito

L'interesse principale di chi ha sottoscritto un fondo d'investimento è quello di conoscere di quanto sia cresciuta la propria ricchezza, o meglio quale sia la performance complessiva prodotta dal proprio money manager in un certo intervallo temporale. Le valutazioni dei portafogli gestiti, per rispondere adeguatamente alle necessità dell'investitore, devono essere condotte avendo quale oggetto di studio la *performance*. L'obiettivo che s'intende perseguire in questa trattazione è dunque quello di presentare e analizzare le metodologie basilari che permettono di valutare ex-post in maniera complessiva le scelte e i risultati conseguiti dai gestori di fondi comuni d'investimento. Anteriormente al processo di valutazione è però necessario predisporre una procedura di misurazione della performance che permetta di determinare elementi quantitativi e statistiche indispensabili allo svolgimento dell'analisi. Si evidenzia inoltre l'esigenza di disporre di una procedura di misurazione conforme all'obiettivo che si desidera perseguire, cioè di una metodologia che risponda in maniera efficiente alle necessità conoscitive dell'investitore.

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

Markowitz, che negli anni cinquanta diede origine alla teoria del portafoglio, analizzò il problema della selezione e valutazione delle attività finanziarie basandosi su due parametri, uno di rendimento ed uno di rischio. Tali indicatori sintetizzano molte delle informazioni e caratteristiche di cui deve disporre l'investitore per effettuare una valutazione del proprio fondo d'investimento. È necessario analizzare un fondo in quest'ottica bidimensionale poiché tra rendimento e rischio esiste una relazione diretta, vale a dire che il gestore può ottenere rendimenti via via più elevati incrementando progressivamente il livello di rischiosità del portafoglio gestito, ma

aumentando d'altra parte anche la possibilità di incorrere in perdite sempre più consistenti. Emerge, dunque, un trade-off tra queste due misure, dato che il rendimento rappresenta una componente che il risparmiatore cerca di massimizzare mentre il rischio all'opposto è un elemento che gli agenti economici cercano di minimizzare.

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

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

1 La misurazione del rendimento dei fondi di investimento

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

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

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

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

periodo di investimento, per cui non è corretto impiegarlo per confrontare, ad esempio, la redditività di un impiego semestrale del capitale con quella di un impiego annuale. La questione della confrontabilità degli indici calcolati per periodi di investimento di durata diversa si risolve semplicemente convertendone il valore a una base temporale comune, che in genere è uguale all'anno. Quest'operazione può essere effettuata in due modi, a seconda che si preferisca avvalersi del regime di capitalizzazione semplice o di quello di capitalizzazione composta degli investimenti in considerati. Indicando con τ la durata dell'investimento espressa in frazioni di anno, nel primo caso la correzione necessaria per riportare il rendimento alla base annuale consiste nel moltiplicare la (1) per la medesima frazione, cioè:

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

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

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

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

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

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

La soluzione appropriata è il cosiddetto *Time Weighted Rate of Return (TWR)*, che si calcola come illustrato di seguito. Si consideri un generico periodo di valutazione del gestore $[t_0, T]$, caratterizzato da flussi di cassa in occasione delle scadenze successive t_0, t_1, \dots, t_{n-1} , cioè:

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

Supponiamo che flusso i -esimo $F(t_i)$ abbia effetti finanziari, cioè alteri il capitale investito dal fondo, a partire dall'inizio

1.1 Il metodo Time Weighted

del sottoperiodo $[t_{i-1}, t_i]$: allora, il rendimento realizzato nel sottoperiodo è:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sostituendo queste due identità nella (2) si ottiene:

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

che è quanto si voleva mostrare.

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

1.2 Il metodo Money Weighted

Dal punto di vista del singolo cliente del fondo, il *TWRR* non è un indice appropriato qualora egli sia interessato a valutare il rendimento effettivo del proprio investimento in un fondo comune. In tal caso, infatti, è necessario che si impieghi un indice che tenga adeguatamente conto degli apporti o delle sottra-

zioni di capitale che egli effettua nel corso del periodo di investimento. Il *Money Weighted Rate of Return (MWRR)* è l'indice appropriato in questo caso, poiché misura non solo l'effetto del contributo apportato dal gestore, ma anche quello delle decisioni di investimento (o disinvestimento) del cliente in ragione della scadenza in cui hanno avuto luogo. Con riferimento alle grandezze definite nel paragrafo precedente, siano:

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

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

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

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

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

Diversamente dal *TWRR*, l'indice *money weighted*, che presuppone il regime di capitalizzazione semplice, non richiede che siano noti i valori del portafoglio gestito alle scadenze intermedie. Pertanto, è intuitivo che i risultati che si ottengono applicando il primo piuttosto che il secondo indice siano tanto più diversi quanto più eterogenei sono i tassi di rendimento realizzati dal fondo nei vari sottoperiodi. Inoltre, la discrepanza aumenta con la misura in cui i flussi di cassa intermedi sono di entità disomogenea.

L'Ufficio Studi Mediobanca (*USM*) redige annualmente un rapporto sui bilanci di un nutrito campione di organismi di gestione del risparmio operanti in Italia. Sulla base di elaborazioni effettuate sui dati raccolti, viene proposta una valutazione sintetica della redditività realizzata dai gestori, aggregati per carattere del servizio offerto (fondi comuni aperti e chiusi, fondi pensione) e per ampi obiettivi di investimento (fondi azionari, obbligazionari, ecc.). I risultati sono posti a confronto con i tassi di rendimento di alcuni noti indici di mercato azionari e obbligazionari. L'indice di redditività proposto, calcolato sui dati di bilancio aggregati, è costruito come il rapporto tra l'utile netto (*UN*) aggregato dell'anno di riferimento e il patrimonio medio, calcolato come media aritmetica del patrimonio (*V*) a inizio e fine anno, quest'ultimo depurato dell'utile netto, ovvero:

$$R(t_0, T) = \frac{UN(T)}{1/2[V(t_0) + V(T) - UN(T)]} \quad (6)$$

1.3 Il metodo contabile

L'utile (o risultato) netto è definito come il risultato netto della gestione titoli meno le imposte, gli oneri di gestione e le altre spese a carico dei fondi nel corso dell'anno.

Per chiarire meglio la natura di questo indicatore, si consideri la relazione tra patrimonio a inizio e a fine anno per un generico fondo (o aggregato di fondi):

$$V(T) = V(t_0) + [RN(T) - D(T)] + UN(T)$$

dove RN e D sono, rispettivamente, la raccolta netta totale e il cumulo dei proventi distribuiti nel corso dell'anno. Sostituendo questa relazione nella (6) si ottiene:

$$R(t_0, T) = \frac{V(T) - V(t_0) - [RN(T) - D(T)]}{V(t_0) + 1/2[RN(T) - D(T)]} \quad (7)$$

da cui risulta chiaro che l'indice proposto è del tipo *money weighted*. Si noti peraltro che, in mancanza di dati su raccolta netta e distribuzione alle scadenze infra-annuali, USM calcola il patrimonio medio investito come se i flussi di cassa relativi si riducessero ad un'unica soluzione alla fine del primo semestre. Per questa ragione, la (6) deve essere considerata semplicemente come un'approssimazione del *MWRR* che si otterrebbe usando la formula (5) se i dati necessari fossero disponibili.

1.4 I tre indici a confronto

Per comprendere meglio le procedure di calcolo degli indici finora illustrati è utile avvalersi di un semplice esempio. La Tabella 1 rappresenta schematicamente la storia di un ipotetico investimento in un fondo comune nel corso del 1999. Per semplicità, l'anno è suddiviso in quattro trimestri; si assume che le scadenze dei flussi di cassa coincidano con l'inizio di ciascun trimestre.

Ogni colonna della tabella riporta, dall'alto verso il basso, il valore dell'investimento a fine periodo, il flusso di cassa e il capitale investito a inizio periodo; nell'ultima riga compare il tasso di rendimento realizzato. La prima colonna, intestata $i = 0$, contiene *pro memoria* il patrimonio $V(t_0)$ alla fine del 1998, che è pari a 1.000 Euro.

Il capitale investito nel primo periodo, che si legge nella seconda colonna, ammonta a $V(t_0) + F(t_1) = 1.000 + 1.000 = 2.000$ Euro in quanto all'inizio del 1999 vengono acquistate quote per mille Euro. Il primo trimestre si conclude con un guadagno di 400 Euro sul capitale investito, corri-

Tab 1: Schema dell'investimento in un fondo comune

i	0	1	2	3	4
t_i	31/12/98	31/03/99	30/06/99	31/09/99	31/12/99
$V(t_i)$	1.000	2.400	1.260	1.386	2.400
$F(t_i)$		1000	-1000	0	214
$V(t_{i-1}) + F(t_i)$		2.000	1.400	1.260	1.600
$r(i-1, i)$		20,0%	-10,0%	10,0%	50,0%

spondente a un tasso di rendimento di periodo del 20%. La lettura della tavola per i periodi rimanenti è analoga.

Sulla base dei dati riportati si possono calcolare gli indici di rendimento *time weighted*, *money weighted* e l'indice di redditività di *USM* per l'intero anno 1999.

Il *TWRR* si ricava immediatamente dall'ultima riga della tavola come:

$$R_{TWRR} = (1+0,2) \times (1-0,1) \times (1+0,1) \times (1+0,5) - 1 = 78,2\%$$

Per quanto riguarda il *MWRR*, è necessario innanzitutto calcolare il totale dei flussi di cassa e la giacenza media dell'anno:

$$F = 1000 - 1000 + 214 = 214$$

$$V = 1000 + 1000 - 3/4 * 1000 + 1/4 * 214 = 1303,5$$

Applicando la (5) si ottiene:

$$R_{MWRR} = \frac{2400 - 1000 - 214}{1303,5} = 91,0\%$$

Infine, assumendo che la differenza fra la raccolta netta e i proventi distribuiti nel corso del 1999 sia pari alla somma dei flussi di cassa $F = 214$ l'indice di redditività di *USM* è pari a :

$$R_{USM} = \frac{2400 - 1000 - 214}{1000 + 1/2 \times 214} = 107,1\%$$

I risultati ottenuti mostrano come, adottando diverse procedure, sia possibile pervenire a valutazioni marcatamente diverse del rendimento annuale. In primo luogo, l'indice *money weighted* supera quello *time weighted* di oltre dieci punti percentuali. Ciò è dovuto principalmente al disinvestimento di 1.000 Euro all'inizio del secondo periodo, in cui il rendimento del fondo è negativo, che riduce l'impatto sul capitale della perdita subita dal gestore. È opportuno sottolineare che la differenza tra i risultati prodotti dai due indici non è dovuta a un errore nell'uno o nell'altro. Di fatti, come si è spiegato in precedenza, il *TWRR* e il *MWRR* sono intesi per misurare il rendimento da due prospettive differenti: nel primo caso isolando l'attività del gestore del fondo, nel secondo comprendendo anche gli effetti degli apporti (o delle sottrazioni) di capitale decisi dal quotista alle diverse scadenze. La discrepanza fra i due, quindi, non deve sorprendere.

La seconda indicazione che si trae dall'esempio è che l'indice *USM* non consente una buona approssimazione del *MWRR*. L'errore di quindici punti percentuali (in eccesso) che si commette adottando il primo piuttosto che il secondo è imputabile al fatto che la giacenza media, che compare al denominatore di entrambi gli indici, così come approssimata secondo il metodo *USM* è marcatamente diversa da quella esatta dell'indice *money weighted*.

Si noti che questo tipo di errore non è peculiare all'esempio

considerato. Confrontando il denominatore della (7) con la (5), è facile constatare che lo scarto fra i due indici sarà tanto maggiore quanto più sono consistenti (in termini relativi) i flussi di cassa distanti dalla metà del periodo di valutazione. Inoltre, la direzione dell'errore, cioè se sia in eccesso o in difetto, dipenderà dal fatto che tali flussi abbiano scadenza anticipata o posticipata rispetto alla metà del periodo di valutazione.

2 La comparazione dei fondi di investimento

Parallelamente al processo di determinazione della redditività di un fondo di investimento è necessario procedere ad una misurazione del rischio di tale prodotto finanziario, altra caratteristica fondamentale di un portafoglio gestito.

Il rischio di un fondo d'investimento è concepibile come l'incertezza legata alla realizzazione di un dato rendimento e l'incertezza è generalmente collegata al concetto di variabilità o volatilità. I fondi comuni rappresentano uno strumento finanziario rischioso, in quanto il valore delle loro quote è soggetto a variazioni e proprio l'ordine di grandezza di tali variazioni determina il livello di rischiosità dello strumento finanziario. Esistono, tuttavia, delle tipologie di strumenti finanziari che non sono soggetti a rischi, cioè l'investitore è in grado di conoscere con certezza quanto riceverà al termine del periodo d'investimento. Tali strumenti sono denominati risk-free asset, cioè strumenti finanziari privi di rischio e sono costituiti dai titoli di stato con scadenza a breve (ad esempio BOT a tre mesi). I fondi d'investimento, essendo strumenti finanziari rischiosi, dovrebbero offrire rendimenti tali da compensare il risparmiatore per il livello di rischiosità che assume investendo in essi e proprio in base al livello della redditività prodotta in relazione alla loro rischiosità è possibile effettuare una valutazione e classificazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito.

L'analisi di tale relazione deve avvenire su orizzonti temporali di una certa lunghezza, in quanto solo nel medio/lungo periodo gli effetti di possibili eventi casuali vengono neutralizzati. Gli studi sulla performance dei fondi che vengono effettuati su periodi brevi, come ad esempio un mese o un anno, non sono in grado di fornire indicazioni utili per effettuare una valutazione.

L'obiettivo che un gestore di portafogli deve quindi perseguire, e sulla cui base deve essere valutato, è quello di raggiungere il rendimento più elevato dato un determinato livello di rischio del suo portafoglio, o viceversa di minimizzare il proprio rischio dato un certo rendimento assunto come target. Analizzare i fondi di investimento considerando esclusivamente il loro rendimento non permette di ricavare indicazioni esaustive sulla bontà del prodotto, dato che, il rendimento è funzione del rischio e quindi degli obiettivi e delle attività sulle quali il fondo investe. Tali elementi rappresentano un vincolo più o meno stringente per il gestore e devono ser-

vire per raffrontare fondi e gestori che presentino caratteristiche omogenee in termini di rischiosità implicita e stile di gestione. Il rischio dei diversi fondi dipende dunque prevalentemente dai propri obiettivi di investimento, cioè da quegli elementi individuabili all'interno del prospetto informativo che caratterizzano il prodotto finanziario e lo distinguono da altri. Fondi che detengono attività più rischiose hanno storicamente una volatilità maggiore ed un rendimento maggiore.

Si è sottolineato che il gestore non è libero di assumere qualsiasi livello di rischio che ritenga opportuno, infatti, nel prospetto di ogni fondo da Luglio di quest'anno è indicato un parametro oggettivo di riferimento o benchmark, il quale *“individua il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe”* (Assogestioni, *Benchmark e fondi comuni*, 1999).

Il benchmark è costituito da un indice o da un paniere di indici di mercato (ad esempio: MIB30, S&P500, NASDAQ100) e caratterizza o meglio condiziona l'operatività del gestore in termini di rischio. La comunicazione del benchmark consente all'investitore di conoscere ex-ante il livello di rischiosità tipico del mercato sul quale il fondo investe. Se ad esempio il parametro oggettivo di riferimento di un portafoglio è rappresentato dal MIB30 significa che il gestore seleziona i titoli sui quali investire all'interno di quelli che compongono tale indice di mercato e quindi fornisce al risparmiatore un'indicazione della rischiosità del prodotto.

Il benchmark fornisce dunque indicazioni sulla rischiosità del prodotto gestito, dato che fondi con benchmark azionari, investendo in azioni, risulteranno più volatili rispetto a quei fondi caratterizzati da un parametro oggettivo di riferimento rappresentato da un indice obbligazionario.

In realtà il livello di rischiosità del benchmark non si mantiene costante nel tempo, ma è soggetto a cambiamenti a causa dei mutamenti macroeconomici che i vari mercati registrano. Nella Tab 2 è rappresentata la volatilità di tre indici di mercato utilizzati diffusamente dagli operati come benchmark. Su archi temporali differenti la volatilità degli indici non rimane costante ma si modifica.

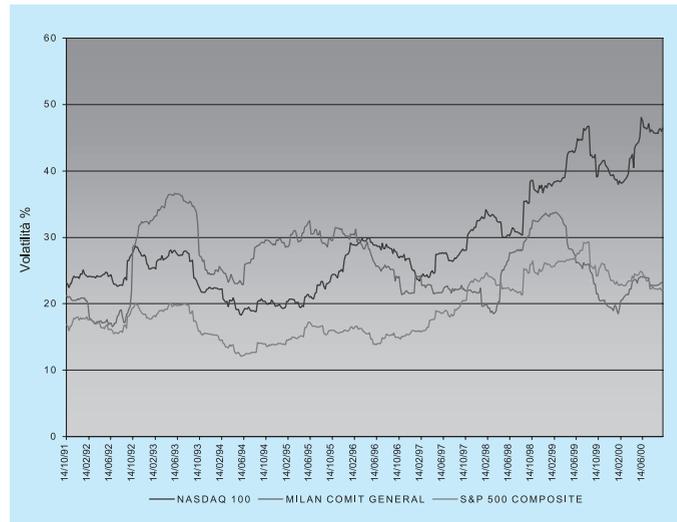
Ciò dimostra che il medesimo mercato non mantiene stabile il proprio livello di rischio e che quindi l'investitore può ritrovarsi con una rischiosità diversa a quella preventivata, dato

Tab 2: Volatilità del benchmark sui diversi orizzonti temporali

	NASDAQ 100	COMIT GENERALE	S&P COMPOSITE
1 anno	46,42%	23,08%	22,09%
3 anni	41,74%	25,68%	24,24%
5 anni	36,75%	24,72%	21,97%
10 anni	31,08%	26,30%	19,53%

Elaborazione su dati Thomson Financial Datastream.

Fig 1: variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark



che il benchmark, come qualsiasi attività finanziaria, è caratterizzato da una varianza che nel tempo si modifica.

La Fig 1 conferma come nell'ultimo decennio il rischio dei tre benchmark si sia modificato. Tale grafico è stato costruito considerando periodi rolling della lunghezza di un anno, sempre con dati a frequenza settimanali.

Il benchmark vincola quindi il gestore ad investire su particolari mercati più che ad assumere un determinato livello di rischio. Fondi con medesimo benchmark possono essere caratterizzati da stili di gestione diversi: lo stile di gestione è rappresentato tanto dalle particolari asset class sulle quali il gestore alloca le risorse (small caps, titoli growth o value, ecc..) quanto dalla traduzione operativa della sua filosofia di investimento (top-down, bottom-up), dei suoi strumenti di lavoro (analisi fondamentale, analisi tecnica), delle sue abilità (selezione titoli, market timing).

Il risparmiatore, che tipicamente deve prendere una decisione di investimento ex-ante, non riesce ad avere informazioni sullo stile di gestione se non nel caso in cui questo venga dichiarato dal gestore. Al fine di valutare a posteriori la performance dei fondi di investimento è necessario conoscere, oltre al benchmark utilizzato e alla tipologia di strategia seguita, anche lo stile di gestione che ha adottato il gestore in un certo *evaluation period*.

Se in un'ottica ex-ante lo stile di gestione è individuabile solamente qualora venga dichiarato dal money manager, a posteriori è possibile utilizzare la metodologia della style analysis sviluppata da Sharpe per determinare su quali asset class il fondo ha diversificato il proprio patrimonio.

Dalle diverse considerazioni svolte emerge che per compiere delle valutazioni metodologicamente corrette della performance è estremamente importante effettuare confronti tra fondi di investimento il più possibile omogenei. Le suddivi-

sioni dei prodotti gestiti che vengono svolte sulla base del benchmark dichiarato possono condurre alla creazione di classi troppo eterogenee al proprio interno e quindi non adeguate per lo svolgimento di analisi comparate.

La classificazione dei fondi di investimento all'interno di categorie omogenee rappresenta una questione controversa e oggetto di continuo studio, in quanto non risulta di semplice soluzione. A tal riguardo la letteratura specializzata propone di raggruppare i prodotti gestiti in gruppi, denominati *peer groups*, in modo tale da creare insieme il più possibile omogenei al loro interno ed eterogenei tra loro. L'omogeneità all'interno dei gruppi è conseguita sulla base della composizione di portafoglio effettiva del prodotto gestito. Tale composizione è ricavabile, con un buon livello di approssimazione, attraverso l'analisi dello stile di gestione. Ogni *peer group* conterrà quindi quei fondi caratterizzati da stili di gestione affini. In tal modo i prodotti all'interno del gruppo risultano direttamente confrontabili dato che presentano profili di rischio-rendimento simili.

L'Ufficio Studi di Mediobanca aggrega i prodotti dell'industria del risparmio gestito in ampie classi (azionari, obbligazionari, ecc..) contenenti fondi caratterizzati da obiettivi e rischiosità differenti, impedendo quindi di effettuare confronti significativi tra la performance dei fondi.

Si è espressa diverse volte la necessità di effettuare classificazioni dei fondi di investimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Oltre ad analizzare un prodotto dell'industria del risparmio gestito in un determinato *evaluation period* è estremamente importante valutare come cambi la performance del fondo nel tempo. Emerge dunque che le classificazioni non possono basarsi sulla valutazione esclusiva delle abilità del gestore in un dato tempo, ma devono anche prendere in considerazione la persistenza della performance, cioè la permanenza nel tempo delle diverse componenti della performance. I risparmiatori, infatti, sono interessati ad investire in fondi che mantengano i propri risultati nel tempo e non a quei prodotti che appaiano nelle migliori posizioni di una classifica solo per brevi periodi.

La valutazione dei fondi di investimento deve essere effettuata considerando congiuntamente sia il rendimento sia il rischio. Le analisi devono essere poi condotte su basi relative, vale a dire che si devono valutare i fondi alla luce del benchmark dichiarato. Inoltre, sono possibili confronti solo tra prodotti omogenei e con livello di rischiosità simile, cioè che adottano il medesimo parametro oggettivo di riferimento o stile di gestione.

In questo paragrafo si presentano una serie di indicatori denominati *risk-adjusted performance (RAP)* i quali sintetizzano in un indice sia una misura di rendimento sia una di rischio. La particolarità di queste misure è dunque quella di

3 Misure Risk-adjusted performance

fornire una misura di rendimento rettificata per il livello di rischio che è stato assunto per ottenere tale risultato. Tale opera di rettifica avviene rapportando il rendimento del fondo alla sua rischiosità.

Attraverso l'utilizzo delle misure RAP il confronto tra i vari prodotti risulta semplificato, dato che tutta l'informazione necessaria a valutare in base al trade-off rendimento-rischio il fondo di investimento è racchiusa in un numero. Il fondo con la misura RAP più elevata risulta il migliore, dato che si è collocato sulla migliore posizione nell'ambito della relazione esistente tra rendimento e rischio.

Prima di analizzare le singole misure RAP si mostrano le metodologie da utilizzare per quantificare la rischiosità di un prodotto dell'industria del risparmio gestito.

Nel secondo paragrafo si è affermato che il rischio di un fondo di investimento dipende dalla variabilità dei rendimenti o dal loro livello di dispersione intorno al rendimento medio. La misura usualmente utilizzata per quantificare tale dispersione è la deviazione standard (o standard deviation) la quale viene determinata tramite la seguente espressione:

$$DS = \sigma(R_t) = \sqrt{\frac{1}{T} * \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2} \quad (8)$$

in cui:

$\sigma(R_t)$: volatilità o deviazione standard del fondo;

\bar{R} : rendimento medio del fondo durante l'evaluation period;

R_t : rendimento sottoperiodale;

T : numero di sottoperiodi all'interno dell'evaluation period.

Il radicante dell'espressione (8) viene denominato varianza e spesso è utilizzato come misura di rischio in modo analogo alla deviazione standard. La moderna teoria del portafoglio sostiene che il rischio rilevante che deve essere considerato e per il quale l'investitore viene compensato non è quello misurato tramite la standard deviation, ma quello rappresentato dal beta. È possibile, infatti, considerare due componenti di rischio di un portafoglio:

- Il rischio complessivo
- Il rischio sistematico o di mercato

Il primo è quello misurato dalla standard deviation e rappresenta la variabilità totale dei rendimenti; il secondo invece evidenzia la sensibilità del fondo rispetto ai movimenti di mercato. Il rischio sistematico inoltre costituisce quella parte di rischio non diversificabile di un portafoglio e quindi rappresenta la componente principale di rischiosità di un fondo comune dato che quest'ultimo non è altro che un portafoglio ben diversificato. Inoltre, qualora l'investitore possedesse un portafoglio di attività finanziarie composto da fondi sarebbe più interessato a conoscere il rischio sistematico dei fondi in portafoglio piuttosto che il loro rischio complessivo.

Il beta viene utilizzato per misurare la sensibilità dei rendimenti di un fondo in relazione al mercato (o ad un bench-

mark) e mira a determinare se il fondo sia più o meno rischioso rispetto al mercato. Il beta misura dunque il rischio rispetto al mercato, rischio che deriva dalle variazioni dell'intero mercato. Il beta di un portafoglio viene espresso dalla seguente formula:

$$\beta_P = \frac{\sigma_{PM}}{\sigma_M^2} \quad (9)$$

nella quale:

σ_{PM} : rappresenta la covarianza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del mercato;

σ_M^2 : costituisce la varianza dei rendimenti del mercato. Come si è detto può anche essere calcolato un beta nei confronti non del mercato ma di un appropriato benchmark. In tal caso si dovrà utilizzare una misura della covarianza tra i rendimenti del fondo e del benchmark e una della varianza del benchmark. Analogamente a quanto avviene con la deviazione standard, maggiore risulta il beta di un fondo maggiore è il rischio sopportato.

La misura RAP più nota e più utilizzata dalle società di gestione e dalla stampa è l'indice di Sharpe. Tale misura venne introdotta originariamente nel 1966 dal premio Nobel William F. Sharpe con il termine *reward to variability ratio*. Ai fini del calcolo di questo indicatore è necessario conoscere il premio per rischio del fondo e la sua deviazione standard. Se indichiamo con la misura di Sharpe otteniamo:

$$S = \frac{\overline{R} - \overline{R}_f}{\sigma(R_f)} = \frac{\overline{ER}}{\sigma(R_f)} \quad (10)$$

in cui:

\overline{R} : rendimento medio del fondo durante l'evaluation period;

\overline{R}_f : rendimento medio dell'attività risk-free durante il medesimo periodo;

$\sigma(R_f)$: deviazione standard o rischio del fondo durante il periodo di valutazione;

\overline{ER} : excess return o premio per il rischio medio.

L'indice di Sharpe rappresenta una misura del premio per il rischio calcolata su base unitaria, cioè su ogni unità di rischio. Emerge quindi che il fondo con l'indicatore più elevato è quello che è riuscito a creare il maggior valore per unità di rischio e si è dunque collocato nella migliore posizione nell'ambito del trade-off rischio-rendimento.

Attraverso l'indice di Sharpe è possibile confrontare e classificare fondi omogenei per benchmark. Infatti, essendo la misura basata sulla relazione esistente tra rischio e rendimento, risulta che il fondo con il più alto indice di Sharpe è anche quello che ha prodotto il rendimento più alto in base al proprio livello di volatilità.

Se all'espressione (10) sostituiamo le informazioni inerenti al fondo con quelle del benchmark che viene seguito

3.1 Indice di Sharpe

dalla gestione, cioè se al rendimento medio e alla volatilità del prodotto poniamo le rispettive misure del parametro oggettivo di riferimento, determiniamo l'indice di Sharpe del benchmark:

$$S_B = \frac{\overline{R}_B - \overline{R}_f}{\sigma(R_{Bt})} = \frac{\overline{ER}_B}{\sigma(R_{Bt})} \quad (11)$$

Al fine di determinare le qualità del fondo di investimento che si desidera valutare si può confrontare l'indice di Sharpe del benchmark con quello del portafoglio gestito. Se l'indice di Sharpe risulta superiore a quello del benchmark significa che il gestore del fondo ha ottenuto risultati superiori, nell'ambito del trade-off rischio-rendimento, rispetto a quelli del parametro oggettivo di riferimento, vale a dire che ha prodotto maggior rendimento per unità di rischio rispetto al benchmark. La scelta del fondo migliore all'interno di un insieme omogeneo, quindi di strumenti caratterizzati da benchmark equivalenti può essere svolta anche graficamente. Se nello spazio rischio-rendimento collochiamo i prodotti gestiti e l'attività priva di rischio, ed in seguito uniamo tramite una semiretta ogni punto indicante il fondo con l'attività risk-free, il fondo migliore risulterà quello sulla linea con maggiore pendenza.

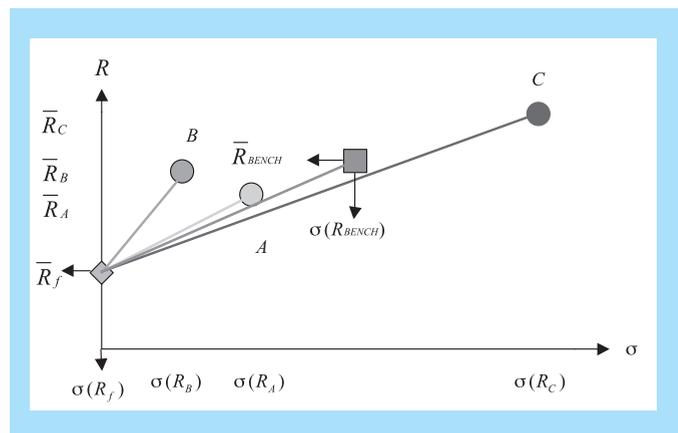
Nella figura 2 sono rappresentati nello spazio cartesiano rischio-rendimento tre fondi che adottano come benchmark il MIB30. È evidenziata anche la collocazione dell'attività priva di rischio e del benchmark.

Dall'analisi del grafico emerge che i tre fondi si trovano su semirette con diversa pendenza, e quindi con differenti indici di Sharpe. Dalla rappresentazione si ricava, infatti, che:

$$S_B > S_A > SBENCH > S_C$$

Emerge quindi che il fondo B ha raggiunto risultati, in termini di rischio e rendimento, superiori rispetto agli altri due prodotti ed al benchmark e risulta quindi il migliore. Se avessimo

Fig 2: Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe



simo classificato i gestori solo sulla base del rendimento da questi prodotto saremmo arrivati a valutazioni errate dato che avremmo collocato al primo posto il fondo C. Tale fondo ha ottenuto rendimenti superiori perché il suo gestore si è posizionato su livelli di rischio più elevati rispetto agli altri fondi o al benchmark e non quindi perché dispone di particolari abilità. Si ribadisce dunque l'importanza di non redigere classificazioni dei prodotti gestiti considerando esclusivamente il loro rendimento, ma effettuare analisi attraverso misure che, per costruzione, considerino oltre al rendimento anche il rischio.

Modigliani e Modigliani nel 1997 proposero una misura alternativa di risk-adjusted performance. L'obiettivo perseguito era quello di costruire una misura di facile comprensione dato che l'indice di Sharpe potrebbe risultare di difficile interpretazione per l'investitore medio.

L'idea sottostante a tale misura RAP è quella di confrontare i fondi con medesimi obiettivi di investimento (medesimo benchmark) portandoli ad un uguale livello di rischio, cioè variare la loro rischio fino a farla coincidere con quella del benchmark ed in seguito misurare il rendimento di questi fondi *modificati*. In pratica, per ciascun fondo di investimento con un dato rendimento e rischio, la misura di Modigliani determina il rendimento che il fondo avrebbe ottenuto se avesse assunto lo stesso livello di rischio del benchmark. La particolarità di tale misura risiede nel fatto che è espressa, coerentemente al rendimento prodotto dal fondo, in percentuale e risulta quindi di facile interpretazione. Inoltre, l'investitore può confrontare il rendimento *modificato* del fondo direttamente con quello offerto dal benchmark o da altri fondi e può anche valutare facilmente i risultati del gestore attraverso la determinazione della redditività differenziale, vale a dire calcolando la differenza tra rendimento *modificato* del fondo e benchmark. Emerge chiaramente che il fondo con la più alta misura di Modigliani risulta il migliore esattamente come il fondo avente la misura di Sharpe più elevata. Al fine di determinare la misura RAP di Modigliani si applica l'espressione seguente:

$$RAP_M = (\bar{R} - \bar{R}_f) * \frac{\sigma_B}{\sigma_F} + \bar{R}_f \quad (12)$$

RAP_M : misura di Modigliani;

R : rendimento medio del fondo di investimento durante l'evaluation period;

\bar{R}_f : rendimento medio dell'attività priva di rischio nell'evaluation period;

σ_B : deviazione standard del benchmark nell'evaluation period;

σ_F : deviazione standard del fondo durante l'evaluation period.

3.2 Indice di Modigliani

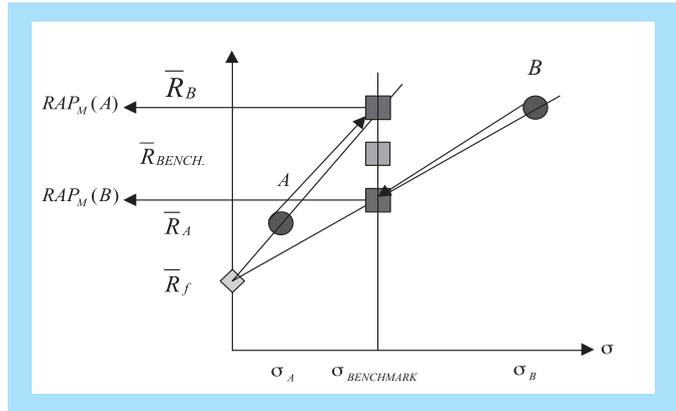


Fig 3: Interpretazione grafica dell'indice di Modigliani

La figura 3, costruita in un piano cartesiano rischio-rendimento presenta un'illustrazione grafica della misura di Modigliani. Dopo aver collocato nel piano il fondo A, il fondo B ed il benchmark si sono determinati i rendimenti "modificati" o misure RAP dei due fondi.

Tale operazione è stata eseguita trascinando i fondi sulle semirette che li uniscono all'attività priva di rischio fino al punto in cui questi presentano un livello di rischio pari a quello del benchmark.

Tali punti sono rappresentati dai due quadrati grigi. In corrispondenza di tali punti si può leggere sull'asse delle ordinate il rendimento *modificato*. Questo rendimento rappresenta la misura risk-adjusted performance di Modigliani.

L'analisi grafica mostra che il fondo A è preferibile al fondo B in quanto caratterizzato da una misura di Modigliani più elevata. Se avessimo valutato i due fondi solo sulla base del rendimento avremmo effettuato un'analisi errata dato che avremmo selezionato il fondo B il quale presenta una redditività superiore al fondo A.

Tuttavia le misure $RAP_M(A)$ e $RAP_M(B)$ indicano che il fondo B ha ottenuto un rendimento superiore perché ha assunto un rischio superiore e non quindi perché il suo gestore dispone di particolari abilità, mentre il fondo A, sebbene abbia reso meno del benchmark, ha prodotto un rendimento rettificato per il rischio (RAP) più elevato di B e del parametro oggettivo di riferimento. Se determiniamo la differenza tra il rendimento del benchmark e la misura RAP di Modigliani dei fondi otteniamo il rendimento (rettificato per il rischio) differenziale (positivo o negativo) dei due prodotti gestiti.

È interessante rilevare che stilare una classifica dei fondi di investimento tramite la misura di Modigliani o l'indice di Sharpe è identico. Infatti, utilizzando il medesimo benchmark, le due misure non possono che fornire le medesime risposte dato che la misura di Modigliani non è altro che l'indice di Sharpe moltiplicato per la deviazione standard del benchmark. Tuttavia la misura di Modigliani è rappresentata da un valore percentuale mentre l'indice di Sharpe da un coefficiente angolare.

3.3 L'information ratio

Il benchmark oltre ad essere ex-ante un indicatore del profilo di rischio di un fondo può essere utilizzato ex-post come termine di valutazione della performance.

Al fine di valutare la performance di un fondo di investimento è dunque necessario far riferimento al benchmark dichiarato dal fondo, il quale abbia auspicabilmente le medesime caratteristiche del fondo in termini di rischio e rendimento. Nell'effettuare il confronto si deve tuttavia considerare che il benchmark è costituito da un portafoglio virtuale, che quindi non tiene conto di una serie di elementi che impattano sulla redditività del fondo ma non su quella del parametro oggettivo di riferimento.

Si pensi ai costi di gestione, agli oneri fiscali, ai costi di liquidità: oneri che il gestore di un fondo sostiene mentre un benchmark, quale ad esempio un indice di mercato, per costruzione non prende in considerazione. Inoltre, al fine di redigere delle valutazioni efficienti, è estremamente importante effettuare il confronto tra benchmark e fondo di investimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Assogestioni (1999) prescrive che tanto più il fondo che si analizza è rischioso tanto più deve essere lungo l'arco temporale da considerare. Valutazioni su periodi inferiori all'anno risultano comunque inaccettabili dato che le differenze tra benchmark e fondo possono risultare del tutto casuali.

Per confrontare i risultati di diversi portafogli gestiti, in termini di rendimento e di rischio, è quindi necessario disporre di misure ex-post che mostrino le abilità relative del gestore rispetto al parametro di riferimento. Una misura risk-adjusted performance che può essere utilizzata a tal proposito è l'information ratio, il quale è definito come segue:

$$IR = \frac{\overline{TE}}{\sigma(TE_t)} \quad (13)$$

in cui:

\overline{TE} : tracking error medio del fondo;

$\sigma(TE_t)$: deviazione standard del tracking error.

Il tracking error rappresenta la differenza tra il rendimento del fondo e quello del benchmark e viene determinato tramite la seguente espressione:

$$TE_t = R_t - R_{Bt}$$

dove:

TE_t : tracking error del fondo in t ;

R_{Bt} : rendimento offerto dal benchmark in t ;

R_t : rendimento del fondo in t .

Il tracking error rappresenta il valore aggiunto che il fondo ha prodotto rispetto al benchmark e costituisce quindi una misura della bontà del prodotto. Tale rendimento ha la proprietà di essere un differenziale determinato su basi relative, dato che ogni fondo viene confrontato con i propri obiettivi e non con un riferimento generico come l'attività risk-free. Il denominatore dell'espressione (13) rappresenta invece una

misura di rischio relativa, infatti, la deviazione standard del tracking error misura la volatilità di tale premio prodotto dal fondo rispetto al benchmark di riferimento. La volatilità del tracking error fornisce indicazioni sulla rischiosità differenziale che si sopporta investendo nel fondo rispetto all'alternativa virtuale di detenere direttamente il benchmark. Tale misura mostra quindi quanto rischio aggiuntivo, rispetto al benchmark, il gestore ha assunto al fine di produrre un determinato differenziale di rendimento.

L'analisi del tracking error e della sua volatilità fornisce un'indicazione migliore delle qualità del fondo rispetto al rendimento medio o alla deviazione standard, dato che tali misure sono costruite parametrando il risultato di ogni fondo al proprio benchmark. Qualora si prenda in considerazione l'andamento del tracking error di un fondo o la sua volatilità si può analizzare se questo sia simile o si discosti significativamente dal benchmark. Da tale analisi è possibile stabilire se il gestore del fondo adotti un tipo di strategia passiva oppure attiva. Con il termine gestione passiva ci si riferisce a quei fondi che tendono a replicare un predefinito benchmark o indice di mercato. I gestori di tali fondi acquistano ciascuna attività nella medesima proporzione in cui questa è presente nell'indice. L'obiettivo perseguito da tali fondi è dunque quello di ottenere un rendimento il più simile possibile a quello del benchmark e vengono quindi valutati proprio in base al livello di accuratezza raggiunto in tale opera di duplicazione. I fondi di investimento che adottano tale politica di investimento vengono anche denominati index fund.

Un gestore attivo, invece, è colui che costruisce il proprio fondo sulla base delle proprie aspettative sul futuro. Tale gestore non detiene le attività nella medesima proporzione in cui queste sono presenti nel benchmark ma, in base alle proprie previsioni e analisi, attribuisce maggior peso a quei settori o titoli che prevede otterranno risultati migliori rispetto al resto del mercato.

L'indicatore rappresentato dall'espressione (13) appare simile nella sua formulazione all'indice di Sharpe, in quanto l'extra-rendimento del fondo viene determinato in un caso considerando l'attività priva di rischio (indice di Sharpe), mentre nell'altro prendendo come riferimento il benchmark (information ratio). L'indice di Sharpe potrebbe essere pensato quindi come un caso particolare dell'information ratio in cui la funzione del benchmark viene svolta dall'attività risk-free. L'information ratio, benché molto meno utilizzato dagli operatori e dai media, fornisce delle informazioni sulla qualità del prodotto gestito più approfondite dell'indice di Sharpe, dato che il maggior rendimento e rischio del fondo viene determinato sulla base del benchmark e non dell'attività priva di rischio. L'information ratio ha quindi la proprietà di sintetizzare sia una misura di extra-rendimento sia una di extra-rischio del fondo rispetto al benchmark. Dato che tale indica-

tore viene costruito sulla base del parametro oggettivo di riferimento, esso può essere interpretato come la capacità del gestore di produrre extra-rendimento per unità di rischio rispetto al benchmark di riferimento.

In base alla costruzione dell'indice emerge che un fondo di investimento che opera seguendo una strategia di gestione attiva sarà tanto migliore quanto più sarà stato in grado di massimizzare il proprio rendimento differenziale rispetto al benchmark e minimizzare la rischiosità sempre su base differenziale. Infine si evidenzia che, a parte la simile rappresentazione analitica tra indice di Sharpe e information ratio, le classificazioni dei fondi condotte tramite i due indicatori risultano generalmente differenti.

Nel 1968 l'economista Michael Jensen sviluppò una misura risk-adjusted performance al fine di analizzare l'abilità del gestore di un fondo di investimento di prevedere i prezzi futuri delle attività finanziarie e quindi che consentisse di determinare la capacità di quest'ultimo di selezionare i titoli sottovalutati.

Tale misura, comunemente denominata alfa di Jensen (α), è infatti definita come il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistematico.

La misura in esame è costruita su un modello di asset pricing, il Capital Asset Pricing Model, (CAPM), il quale definisce il rendimento atteso delle attività finanziarie (quindi anche di un fondo di investimento) sulla base dell'indicatore di rischio beta (β).

Il beta, come esposto in precedenza, quantifica il rischio di mercato o rischio sistematico di un'attività finanziaria, cioè misura la correlazione esistente tra il rendimento di un fondo di investimento e il rendimento del mercato o del benchmark. I prodotti gestiti che presentano valori significativamente positivi nel tempo dell'alfa di Jensen sono riusciti a *battere il mercato*, cioè hanno prodotto un rendimento superiore a quello atteso in base al rischio sistematico assunto. Tale extrarendimento è stato determinato dalla capacità del money manager di posizionarsi con maggior peso sui titoli sottovalutati che compongono il benchmark da un lato, e dall'altro di ridurre l'esposizione verso le attività sopravvalutate.

I fondi di investimento caratterizzati da valori significativamente negativi nel tempo dell'alfa non sono invece riusciti a *battere il mercato*, hanno selezionato i titoli meno performanti e quindi hanno prodotto un rendimento inferiore rispetto a quello che avrebbero dovuto produrre sulla base della loro rischiosità. I gestori di tali fondi non mostrano possedere quindi particolari abilità nell'individuare le attività finanziarie maggiormente promettenti. Analiticamente l'alfa di Jensen può essere determinata come segue:

3.4 L'alfa di Jensen

$$\alpha_p = \bar{R} - \bar{R}_{CAPM} \quad (14)$$

in cui:

α_p : alfa di Jensen del fondo, o extra-rendimento;

\bar{R} : rendimento medio del fondo;

\bar{R}_{CAPM} : rendimento che il fondo avrebbe dovuto offrire sulla base del CAPM ovvero in base al proprio livello di rischio di mercato (β_p).

Il tasso di rendimento determinato sulla base del CAPM può essere ricavato ricorrendo alla classica espressione del modello:

$$\bar{R}_{CAPM} = \bar{R}_f + \beta_p * (\bar{R}_B - \bar{R}_f) \quad (15)$$

dove:

\bar{R}_{CAPM} : rendimento medio determinato applicando il CAPM;

\bar{R}_f : rendimento medio dell'attività priva di rischio;

\bar{R}_B : rendimento medio del benchmark;

β_p : misura di rischio sistematico del fondo di investimento.

Si noti che l'alfa di Jensen è un indicatore risk-adjusted performance espresso in termini percentuali e risulta quindi di semplice comprensione. È inoltre importante evidenziare che le espressioni (14) e (15) devono essere applicate considerando orizzonti temporali medio-lunghi, e che quindi nel breve periodo possono fornire informazioni poco significative.

3.5 Il sistema di rating di Morningstar e Micropal

La Morningstar, società americana indipendente di informazione e valutazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito, ha sviluppato un sistema di rating per classificare i fondi di investimento basato su una misura RAP denominata risk-adjusted rating (RAR).

La Morningstar utilizza due sistemi di rating:

- 1 Star rating
- 2 Category rating

L'impostazione metodologica di determinazione risulta simile per ambedue i sistemi, tuttavia sono riscontrabili differenze nei parametri informativi che vengono implementati.

Ogni fondo di investimento viene collocato e valutato all'interno di un gruppo o categoria la quale svolge la funzione di benchmark. Tale categoria viene costruita in modo tale da includere fondi con medesimo stile di gestione. Le categorie quindi non vengono redatte sulla base di benchmark generici, come quelli dichiarati nei prospetti, ma in base alla specifica composizione dei portafogli gestiti.

Il risk-adjusted rating di un fondo (RAR) appartenente ad una determinata categoria è determinato sottraendo una misura di rischio relativo (RRisk) ad una di rendimento relativo (RRet):

$$RAR = RRet - RRisk \quad (16)$$

Ciascuna misura relativa è calcolata rapportando la corrispondente misura del fondo (Ret, Risk) per quella del relati-

vo gruppo di appartenenza. Se $g(P)$ rappresenta il gruppo di appartenenza del fondo si ha:

$$\begin{aligned} RRet &= \frac{Ret}{BRet_{g(P)}} \\ RRisk &= \frac{Risk}{BRisk_{g(P)}} \end{aligned} \quad (17)$$

in cui $BRet_{g(P)}$ e $BRisk_{g(P)}$ costituiscono le basi relative al gruppo di appartenenza del fondo.

Sulla base della misura RAR risultante dal procedimento descritto la Morningstar stila la propria classifica dei fondi all'interno del gruppo di appartenenza assegnando delle stelle come segue:

★★★★:fondi che si collocano nel primo decile della classifica;

★★★:fondi che si collocano nel 22,5% delle posizioni successive;

★★:fondi che si collocano nel 35% delle posizioni seguenti;

★:fondi che si collocano nel seguente 22,5%;

○:fondi che si collocano nell'ultimo decile della classifica.

Lo star rating della Micropal, altra società di valutazione dei fondi comuni, è invece costruito sulla base della seguente misura risk-adjusted performance:

$$MI = \frac{\bar{R} - \bar{R}_{cat}}{\sigma(R_t - \bar{R}_{cat})} \quad (18)$$

dove:

MI : indice Micropal;

\bar{R} : rendimento medio del fondo;

\bar{R}_{cat} : rendimento medio della categoria di appartenenza del fondo;

$\sigma(R_t - \bar{R}_{cat})$: deviazione standard della differenza di rendimento tra il fondo e la media di categoria di appartenenza del prodotto.

L'indice Micropal risulta simile a quello sviluppato da Sharpe, dato che entrambi rapportano una misura di excess return ad una di rischio.

La particolarità dell'indice Micropal è quella di determinare sia rendimento differenziale sia rischio differenziale rispetto ad una misura media di categoria. Micropal, dopo aver redatto una classifica in base al risultato dell'indice per ciascuna categoria, attribuisce a ogni fondo un punteggio, costituito da stelle, simile a quello della Morningstar:

★★★★:fondi che si collocano nel primo decile della classifica;

★★★:fondi che si collocano nel 20% delle posizioni successive;

★★:fondi che si collocano nel 20% delle posizioni seguenti;

⊛⊛:fondi che si collocano nel seguente 25%;
 ⊛: fondi che si collocano nell'ultimo 25% delle posizioni della classifica.
 Dall'analisi dei due sistemi di rating emergono differenze nelle modalità con cui vengono redatte le classifiche e nel modo in cui vengono attribuiti i punteggi.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AIMR, Performance Presentation Standards 1993, 1993.
- Assogestioni, "Standard di presentazione della performance: Manuale AIMR", Quaderni di documentazione e ricerca, n.17, Roma, 1997.
- _____, Benchmark e fondi comuni: Le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento, 1999.
- Elton E.J., Gruber M.J., Modern Portfolio Theory and Investment analysis, 5th edition, Wiley & Sons, New York, 1995.
- GIPS, Standard globali di presentazione della performance degli investimenti, Comitato italiano per gli Standard di Presentazione delle Performance, Giugno 1999.
- Jensen M.C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", Journal of Finance, May 1968.
- Markowitz H.M., "Portfolio Selection" in Journal of Finance, 7: 77-91, marzo 1952.
- Markowitz H.M., Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Wiley & Sons, New York, 1959
- Modigliani F., Modigliani L., "Risk-Adjusted Performance", The Journal of Portfolio Management, Winter 1997.
- Sharpe W.F., "Mutual Fund Performance", Journal of Business, 39, n°1 January 1966.
- _____, "Determining a Fund's Effective Asset Mix", Investment Management Review, Dec. 1988.
- _____, "Asset allocation: management style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Vol. 18 n°1, 1992.
- _____, "The Sharpe ratio", Journal of Portfolio Management, Fall 1994.
- _____, Morningstar's Risk-adjusted Ratings, Stanford University, Jan. 1998.
- Sharpe W.F., Gordon J.A., Bailey J.V., Investments, 5th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1995.
- Simon K. "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds" New England Economic Review, FRB of Boston, Sept.-Oct. 1998.

Dati e statistiche

Evoluzione del patrimonio dei prodotti istituiti da intermediari italiani (milioni di euro)

	FONDI ITALIANI			FONDI ESTERI		TOTALE	
	Fondi armonizzati	Fondi riservati	Fondi di fondi*	Totale	Fondi lussemburghesi storici		Altri fondi esteri
1984	597			597	2.186		2.783
1985	10.217			10.217	3.902		14.119
1986	33.609			33.609	5.511		39.121
1987	30.703			30.703	4.535		35.238
1988	26.630			26.630	4.465		31.095
1989	25.393			25.393	4.420		29.814
1990	24.471			24.471	3.187		27.657
1991	29.025			29.025	2.838		31.863
1992	31.327			31.327	2.562		33.889
1993	56.858			56.858	2.676		59.535
1994	67.226			67.226	2.769		69.994
1995	65.482			65.482	3.521		69.003
1996	101.720			101.720	6.996		108.716
1997	189.740			189.740	12.603		202.342
1998	372.274			372.274	19.748	3.080	395.102
1999	472.450	2.849		475.298	30.385	31.722	537.405
2000	449.931	3.293	5.016	453.224	34.345	60.425	547.994
2001	403.868	5.355	7.389	409.223	30.919	74.160	514.302

* Fondi di fondi non inclusi nei totali

Patrimonio dei fondi comuni italiani* e esteri promossi da gruppi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	211.044	191.127	180.393	191.740	192.883	185.959	178.532	167.499	140.646	146.190	153.799	156.972
Italia	35.251	31.622	29.852	30.767	29.851	28.444	27.403	26.289	21.729	21.729	22.361	22.385
Area Euro	18.537	16.523	15.399	16.409	15.598	14.816	14.066	13.313	11.165	11.614	11.881	12.219
Europa	56.879	51.499	48.506	51.290	50.015	47.646	45.795	43.066	36.583	37.868	39.498	40.688
América	22.554	20.736	19.985	20.599	22.366	22.789	22.884	21.010	17.480	18.463	20.701	21.640
Pacifico	19.299	17.999	16.906	17.904	18.492	17.426	16.094	15.217	12.954	13.216	13.543	13.189
Paesi Emergenti	7.906	7.058	6.422	6.676	6.912	6.613	6.049	5.676	4.669	4.823	5.208	5.455
Internazionali - TS	20.968	19.099	18.208	19.313	19.942	19.575	18.912	17.669	15.929	16.523	17.497	17.943
Internazionali - NIT	8.884	6.955	6.945	8.400	8.652	8.191	7.798	6.632	5.407	6.061	6.759	6.846
Altre Specializzazioni	20.767	19.696	18.370	20.382	21.155	20.459	19.592	18.627	15.534	15.895	16.351	16.607
BILANCIATI	82.075	77.296	74.036	75.306	75.565	74.204	72.095	69.118	60.192	60.206	60.461	59.872
Bilanciati/Azionari	5.332	4.853	4.537	4.738	4.802	4.680	4.487	4.188	3.514	3.556	3.682	3.781
Bilanciati	56.984	53.214	50.817	51.867	51.957	50.811	49.275	47.080	40.787	40.684	40.943	40.521
Bilanciati/Obligazionari	19.759	19.228	18.682	18.700	18.806	18.713	18.333	17.850	15.891	15.985	15.836	15.620
OBBLIGAZIONARI	228.101	228.586	231.424	230.615	229.645	230.731	230.221	232.178	234.570	240.652	241.118	238.813
Misti	36.252	35.492	34.969	34.631	34.263	33.991	33.566	32.949	31.656	31.373	30.826	30.169
Area Euro a B Termine	55.599	56.007	58.042	59.344	61.678	63.724	65.845	68.771	75.736	81.068	84.507	85.745
Area Euro a M/L Termine	78.368	78.314	78.884	77.797	73.522	73.068	72.143	72.567	72.360	73.311	71.632	69.677
Area Europa	8.059	8.232	8.156	7.898	7.694	7.555	6.782	6.735	6.821	6.737	6.591	6.569
Area Dollaro	5.811	5.808	5.741	5.581	6.007	6.190	5.834	5.621	5.288	5.366	5.278	5.311
Area Yen	746	794	685	626	708	727	715	699	617	609	606	584
Paesi Emergenti	3.445	3.439	3.449	3.430	3.705	3.753	3.407	3.337	3.014	2.939	2.915	2.886
Internazionali	27.641	27.660	28.066	27.628	27.953	27.650	27.464	26.988	24.958	25.019	24.694	23.896
Altre Specializzazioni	12.177	12.900	13.432	13.679	14.096	14.073	14.445	14.713	14.118	14.230	14.070	13.977
FONDI DI LIQUIDITA'	25.564	27.514	30.278	31.455	33.185	34.186	36.007	38.299	43.793	46.357	48.092	51.465
Area Euro	25.564	27.514	30.278	31.455	33.185	34.186	36.007	38.299	43.793	46.357	48.092	51.465
FLESSIBILI	8.013	7.367	6.666	6.874	6.912	6.987	6.939	6.721	6.275	6.476	6.666	7.180
TOTALE	554.798	531.890	522.796	535.989	538.190	532.067	523.794	513.816	485.474	499.921	510.336	514.302

* Fondi di fondi esclusi

Raccolta netta dei fondi comuni italiani* e esteri promossi da gruppi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	1.129	-2.094	-4.005	1.103	713	-101	49	-130	-10.222	303	125	753	-12.416
Italia	140	-639	-931	-194	81	-256	-602	-83	-1.710	-65	-274	-76	-4.609
Area Euro	298	-328	-443	68	-617	-105	-308	-40	-630	-24	-189	-8	-2.327
Europa	392	-739	-1.134	70	-785	-443	-459	-354	-2.819	82	132	189	-5.868
America	863	184	85	-694	996	905	983	89	-1.776	411	820	552	3.420
Pacifico	-872	-512	-829	116	21	-209	183	65	-958	-105	-49	-49	-3.199
Paesi Emergenti	-49	-265	-259	-11	-61	-152	-53	-28	-277	-136	-64	-56	-1.410
Internazionali - TS	49	-194	-347	50	351	177	175	91	-415	168	97	191	393
Internazionali - NIT	195	-125	511	608	355	-94	84	-168	-443	168	28	46	1.166
Altre Specializzazioni	112	583	-659	1.092	371	76	-53	298	-1.194	-195	-377	-36	17
BILANCIATI	-584	-1.744	-2.384	-315	-121	-372	-1.000	-787	-6.030	-1.323	-947	-836	-16.443
Bilanciati Azionari	-53	-128	-200	-4	11	9	-20	-28	-386	-51	-11	-6	-868
Bilanciati	-291	-1.412	-1.688	-182	-102	-375	-691	-540	-4.010	-1.068	-672	-624	-11.664
Bilanciati Obbligazionari	-241	-204	-485	-129	-30	-6	-289	-219	-1.635	-205	-264	-205	-3.912
OBBLIGAZIONARI	-1.357	193	1.404	396	-2.686	389	-667	1.060	2.233	2.837	807	-1.164	3.445
Misti	-227	-511	-572	-375	-445	-299	-281	-615	-1.053	-771	-600	-550	-6.299
Area Euro a BT	154	272	1.784	1.348	2.078	1.778	1.853	2.607	6.648	4.868	3.397	1.258	28.045
Area Euro a ML T	-618	-251	83	-293	-4.333	-969	-1.170	-396	-267	-375	-1.344	-1.208	-11.142
Area Europa	238	174	-122	-207	-224	-183	-426	-156	79	-222	-123	-126	-1.298
Area Dollaro	-143	-75	-257	-106	212	151	-271	-81	-361	-69	-69	8	-1.061
Area Yen	-27	-19	-35	-53	35	42	10	-17	-81	3	-2	5	-141
Paesi Emergenti	-176	9	-52	-9	119	-8	-164	-97	-220	-112	-83	-74	-867
Internazionali	-545	-134	89	-232	-438	-192	-561	-379	-2.055	-353	-205	-449	-5.454
Altre Specializzazioni	-12	728	485	324	310	69	343	195	-456	-132	-164	-28	1.661
FONDI DI LIQUIDITA'	369	1.878	2.677	1.114	1.591	887	1.692	2.145	5.378	2.409	1.614	3.108	24.863
Area Euro	369	1.878	2.677	1.114	1.591	887	1.692	2.145	5.378	2.409	1.614	3.108	24.863
FLESSIBILI	-202	-26	-439	-39	86	218	30	25	-133	71	217	160	-32
TOTALE	-646	-1.733	-2.747	2.259	-417	1.021	6	2.312	-8.775	4.297	1.816	2.022	-584

* Fondi di fondi esclusi

Sottoscrizioni dei fondi comuni italiani* e esteri promossi da gruppi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	9.392	8.993	8.716	8.612	11.374	8.429	7.679	4.609	4.071	9.295	7.658	5.189	94.018
Italia	1.414	1.086	1.041	841	1.291	819	810	498	440	1.019	733	590	10.581
Area Euro	741	876	694	708	879	697	632	478	378	763	451	250	7.547
Europa	2.137	1.959	1.959	1.217	1.692	2.286	1.330	644	834	1.766	1.673	1.243	18.348
América	1.771	2.220	1.696	1.301	2.762	1.955	2.050	1.136	668	1.592	1.805	1.118	20.033
Pacifico	576	566	773	576	831	490	775	349	207	542	434	330	6.450
Paesi Emergenti	315	252	194	147	455	209	351	95	72	179	143	75	2.487
Internazionali - TS	784	549	664	688	1.186	653	702	370	874	2.201	1.467	694	10.832
Internazionali - NIT	565	396	860	809	655	384	392	223	137	423	324	340	5.389
Altre Specializzazioni	1.091	1.542	894	2.326	1.624	937	697	815	461	850	628	548	12.352
BILANCIATI	1.571	1.331	1.800	960	1.214	1.071	771	436	502	964	646	491	11.757
Bilanciati/Azionari	72	46	60	64	80	78	85	38	37	69	70	45	743
Bilanciati	1.047	800	1.236	617	733	587	422	256	281	450	397	314	7.141
Bilanciati/Obligazionari	452	485	504	279	402	406	264	142	183	445	180	132	3.873
OBBLIGAZIONARI	11.544	12.827	16.296	9.956	12.486	11.119	10.057	8.625	18.790	14.906	14.456	9.353	150.415
Misti	998	689	1.601	393	390	537	548	198	723	423	355	333	7.188
Area Euro a Breve Termine	3.918	3.606	4.808	3.745	5.503	4.717	4.499	4.319	10.380	8.691	7.591	4.879	66.656
Area Euro a ML Termine	3.776	4.713	5.626	3.511	3.860	3.562	2.602	2.377	5.089	3.752	4.175	2.518	45.561
Area Europa	608	877	704	300	218	183	244	197	818	364	337	311	5.161
Area Dollaro	337	244	316	172	511	354	288	173	195	180	391	272	3.434
Area Yen	33	16	34	16	53	59	53	14	12	27	18	67	402
Paesi Emergenti	108	214	161	103	283	220	167	108	87	74	93	51	1.670
Internazionali	1.179	1.380	2.128	828	825	975	884	747	911	887	954	616	12.313
Altre Specializzazioni	587	1.088	918	889	842	511	772	492	576	507	540	306	8.030
FONDI DI LIQUIDITA'	3.478	4.002	4.772	3.378	4.077	3.586	4.004	3.571	8.238	6.274	5.044	6.148	56.572
Area Euro	4.002	4.002	4.772	3.378	4.077	3.586	4.004	3.571	8.238	6.274	5.044	6.148	56.572
FLESSIBILI	256	302	256	174	232	347	171	119	272	232	360	298	3.018
TOTALE	26.241	27.455	31.840	23.079	29.384	24.553	22.682	17.360	31.873	31.670	28.163	21.478	315.779

* Fondi di fondi esclusi

Riscatti dei fondi comuni italiani* e esteri promossi da gruppi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	8.264	11.027	12.721	7.509	10.661	8.531	7.728	4.739	14.293	8.992	7.533	4.436	106.434
Italia	1.274	1.725	1.972	1.035	1.209	1.075	1.411	581	2.150	1.084	1.007	667	15.189
Area Euro	443	1.204	1.138	640	1.496	802	940	519	1.008	786	640	258	9.874
Europa	1.745	2.306	3.092	1.147	2.477	2.729	1.789	999	3.653	1.684	1.541	1.054	24.216
America	907	2.035	1.611	1.995	1.766	1.051	1.067	1.047	2.444	1.141	985	566	16.614
Pacifico	1.448	1.078	1.603	460	810	698	592	285	1.165	647	483	379	9.649
Paesi Emergenti	364	516	452	158	516	361	404	123	349	315	207	131	3.897
Internazionali - TS	735	742	1.011	638	835	477	526	279	1.289	2.034	1.369	503	10.438
Internazionali - NTT	370	461	350	201	300	477	248	390	580	256	296	294	4.223
Altre Specializzazioni	979	959	1.493	1.235	1.253	861	749	517	1.655	1.045	1.004	585	12.335
BILANCIATI	2.156	3.075	4.184	1.275	1.335	1.442	1.772	1.222	6.532	2.287	1.594	1.326	28.200
Bilanciati Azionari	125	174	260	68	69	69	104	66	423	120	81	52	1.610
Bilanciati	1.338	2.212	2.934	799	835	962	1.114	796	4.291	1.518	1.068	938	18.805
Bilanciati Obbligazionari	693	689	989	408	431	412	553	361	1.818	650	444	337	7.785
OBBLIGAZIONARI	12.901	12.634	14.892	9.560	15.172	10.730	10.724	7.565	16.557	12.069	13.649	10.516	146.970
Misti	1.225	1.200	2.173	768	836	837	828	813	1.776	1.194	955	883	13.487
Area Euro a Breve Termine	3.764	3.334	3.023	2.397	3.426	2.939	2.647	1.712	3.732	3.823	4.194	3.620	38.611
Area Euro a ML Termine	4.393	4.964	5.543	3.804	8.194	4.531	3.772	2.774	5.355	4.127	5.519	3.726	56.703
Area Europa	370	702	826	507	442	366	670	353	739	587	460	437	6.459
Area Dollaro	480	319	573	278	299	203	559	255	557	248	460	263	4.495
Area Yen	60	35	69	69	18	17	43	31	94	24	20	62	542
Paesi Emergenti	284	205	213	113	164	228	331	205	307	186	176	125	2.538
Internazionali	1.723	1.514	2.039	1.050	1.262	1.168	1.445	1.125	2.966	1.241	1.159	1.065	17.767
Altre Specializzazioni	600	960	434	565	532	442	429	297	1.032	639	705	334	6.368
FONDI DI LIQUIDITA'	3.109	2.124	2.095	2.264	2.486	2.699	2.313	1.427	2.860	3.865	3.429	3.039	31.709
Area Euro	3.109	2.124	2.095	2.264	2.486	2.699	2.313	1.427	2.860	3.865	3.429	3.039	31.709
FLESSIBILI	458	329	695	213	146	129	140	94	406	160	143	137	3.050
TOTALE	26.887	29.189	34.587	20.820	29.801	23.532	22.676	15.047	40.647	27.373	26.348	19.456	316.363

* Fondi di fondi esclusi

Numero di fondi comuni italiani* e esteri promossi da gruppi italiani nel 2001

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	661	663	671	710	731	744	758	762	776	821	821	828
Italia	88	88	88	91	93	94	96	97	97	98	99	100
Area Euro	28	28	28	33	34	36	40	41	43	48	47	49
Europa	87	87	89	92	95	98	99	100	102	105	105	105
América	59	60	62	68	70	72	73	74	76	87	87	88
Pacifico	65	66	68	68	70	70	71	71	72	78	79	80
Paesi Emergenti	54	54	54	56	57	58	59	59	59	59	58	58
Internazionali - TS	94	94	94	97	99	101	102	102	105	109	109	110
Internazionali - NIT	45	45	45	51	52	52	53	53	53	54	54	54
Altre Specializzazioni	141	141	143	154	161	163	165	165	169	183	183	184
BILANCIATI	103	103	103	108	108	110	113	113	113	116	116	118
Bilanciati/Azionari	11	11	11	12	12	13	14	14	14	14	14	14
Bilanciati	74	74	74	76	76	77	77	77	77	79	79	81
Bilanciati/Obligazionari	18	18	18	20	20	20	22	22	22	23	23	23
OBBLIGAZIONARI	542	547	548	561	580	578	577	574	578	585	588	594
Misti	59	63	63	64	64	63	63	63	63	63	63	64
Area Euro a Breve Termine	106	106	106	106	108	108	108	108	108	109	110	111
Area Euro a ML Termine	120	120	120	125	133	133	130	129	131	135	135	136
Area Europa	27	27	27	26	26	26	26	27	27	27	28	29
Area Dollaro	46	46	46	47	52	52	51	51	51	51	51	52
Area Yen	14	14	14	13	15	15	15	15	15	15	15	15
Paesi Emergenti	24	24	24	27	27	27	27	27	27	27	28	28
Internazionali	76	77	77	80	81	81	82	82	83	82	82	83
Altre Specializzazioni	70	70	71	73	74	73	75	72	73	76	76	76
FONDI DI LIQUIDITA'	40	40	40	41	43	43	44	45	45	45	46	47
Area Euro	40	40	40	41	43	43	44	45	45	45	46	47
FLESSIBILI	39	39	39	47	47	52	54	54	61	66	75	80
TOTALE	1.385	1.392	1.401	1.467	1.509	1.527	1.546	1.548	1.573	1.633	1.646	1.667

* Fondi di fondi esclusi

Patrimonio dei fondi comuni italiani* nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	159.369	143.073	133.784	141.808	141.374	135.578	129.423	120.706	101.748	104.363	109.059	110.868
Italia	27.739	24.733	22.919	24.034	23.228	22.009	21.416	20.519	16.306	16.771	17.271	17.244
Area Euro	8.397	7.453	6.877	7.397	7.217	6.843	6.149	6.144	5.269	5.523	5.851	5.980
Europa	48.763	43.909	41.093	43.314	41.636	39.297	37.607	35.260	30.043	30.614	31.405	32.040
America	14.578	13.510	12.787	13.649	14.286	14.466	14.281	12.934	10.779	11.011	11.920	12.489
Pacifico	14.699	13.555	12.534	13.231	13.657	12.941	11.832	11.143	9.501	9.575	9.772	9.568
Paesi Emergenti	4.496	4.105	3.784	3.957	4.105	4.307	3.714	3.483	2.885	2.901	3.128	3.271
Internazionali - TS	19.159	17.302	16.516	17.515	18.061	17.753	17.072	15.898	13.967	14.433	15.275	15.668
Internazionali - NTT	7.575	6.001	5.637	6.418	6.503	6.100	5.678	4.969	4.113	4.480	5.028	5.130
Altre Specializzazioni	13.964	12.505	11.637	12.295	12.478	12.038	11.246	10.356	8.886	9.055	9.408	9.496
BILANCIATI	72.953	68.444	64.991	65.781	65.634	64.059	62.097	59.511	52.128	52.292	52.595	52.000
Bilanciati Azionari	3.847	3.507	3.287	3.404	3.442	3.345	3.189	2.974	2.545	2.580	2.673	2.695
Bilanciati	50.292	46.831	44.376	45.163	45.063	43.887	42.556	40.686	35.500	35.538	35.866	35.468
Bilanciati Obbligazionari	18.813	18.105	17.329	17.213	17.129	16.827	16.352	15.851	14.082	14.175	14.056	13.836
OBBLIGAZIONARI	192.624	192.368	193.673	192.843	192.412	191.507	190.629	191.090	191.209	195.089	194.204	191.353
Misti	35.685	34.939	34.425	34.086	33.724	33.425	33.039	32.409	31.118	30.854	30.312	29.636
Area Euro a BT	49.321	49.511	50.978	52.095	52.575	53.547	55.223	57.351	62.817	67.108	69.337	70.161
Area Euro a ML T	56.188	55.988	55.826	54.786	53.492	52.508	51.588	51.170	50.063	50.077	47.993	46.138
Area Europa	7.138	7.262	7.111	6.872	6.659	6.498	5.716	5.594	5.674	5.565	5.431	5.269
Area Dollaro	4.487	4.447	4.325	4.180	4.270	4.278	4.173	3.981	3.733	3.795	3.973	3.946
Area Yen	415	404	361	310	331	323	319	305	245	247	244	240
Paesi Emergenti	3.126	3.113	3.132	3.103	3.218	3.219	2.890	2.805	2.530	2.459	2.411	2.384
Internazionali	25.120	25.070	25.426	24.945	25.149	24.678	24.569	24.104	22.157	22.013	21.679	20.911
Altre Specializzazioni	11.145	11.654	12.089	12.466	12.995	13.032	13.111	13.371	12.873	12.971	12.825	12.668
FONDI DI LIQUIDITA'	24.518	26.498	28.938	29.964	30.819	31.564	33.334	35.502	40.326	43.136	45.023	48.121
Area Euro	24.518	26.498	28.938	29.964	30.819	31.564	33.334	35.502	40.326	43.136	45.023	48.121
FLESSIBILI	7.692	7.071	6.491	6.695	6.729	6.804	6.763	6.556	6.120	6.317	6.704	6.861
TOTALE FONDI ITALIANI	457.157	437.454	427.878	437.091	436.989	429.513	422.247	413.565	391.531	401.198	407.583	409.293

* Fondi non armonizzati inclusi ad esclusione dei fondi di fondi

Raccolta netta dei fondi comuni italiani* nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	-201	-2.528	-4.309	372	-321	-1.120	-989	-551	-7.819	-765	-476	25	-18.682
Italia	-17	-679	-1.016	80	3	-398	-278	-70	-1.504	-161	-172	-204	-4.418
Area Euro	49	-151	-270	78	-4	-92	-60	-13	-199	90	132	-2	-440
Europa	299	-817	-1.229	-82	-1.207	-767	-567	-350	-2.327	-352	-403	-134	-7.936
América	461	299	-271	34	156	504	371	-99	-1.194	-98	93	316	633
Pacifico	-882	-470	-830	91	34	-194	-27	10	-744	-168	-110	-80	-3.370
Paesi Emergenti	-53	-67	-96	12	156	-98	-112	-22	-188	-148	-31	-37	-686
Internazionali - TS	4	-299	-276	29	281	178	42	78	-750	92	66	166	-388
Internazionali - NIT	146	-70	96	114	223	-142	-22	18	-280	13	46	51	193
Altre Specializzazioni	-208	-274	-417	16	36	-111	-337	-104	-633	-92	-97	-51	-2.271
BILANCIATI	-728	-1.867	-2.688	-494	-450	-732	-1.086	-756	-4.980	-959	-761	-772	-16.271
Bilanciati/Azionari	-57	-100	-140	-15	-8	-3	-47	-26	-249	-23	-9	-13	-690
Bilanciati	-337	-1.372	-1.830	-227	-228	-510	-648	-482	-3.250	-789	-503	-553	-10.729
Bilanciati/Obligazionari	-334	-394	-718	-253	-214	-218	-391	-248	-1.480	-147	-249	-206	-4.852
OBBLIGAZIONARI	-967	-426	234	7	-1.920	-1.410	-919	-71	39	1.419	-678	-1.933	-6.626
Misti	-199	-500	-573	-372	-465	-307	-259	-612	-1.054	-750	-597	-548	-6.237
Area Euro a Breve Termine	98	56	1.254	1.141	258	761	1.463	1.867	5.214	3.925	2.207	844	19.087
Area Euro a ML Termine	-159	-343	-409	-563	-1.360	-1.306	-1.012	-782	-1.253	-804	-1.921	-1.455	-11.367
Area Europa	181	129	-192	-179	-230	-199	-425	-161	70	-208	-118	-125	-1.458
Area Dollaro	-193	-89	-266	-99	-58	-6	-30	-106	-284	-35	203	-25	-988
Area Yen	-30	-12	-38	-53	-3	3	8	-16	-59	5	-3	5	-193
Paesi Emergenti	-189	4	-36	-15	-22	-49	-170	-105	-196	-97	-94	-64	-1.034
Internazionali	-619	-188	65	-291	-495	-377	-508	-358	-1.969	-510	-227	-470	-5.947
Altre Specializzazioni	142	515	430	439	457	70	15	203	-430	-106	-128	-97	1.511
FONDI DI LIQUIDITA'	255	1.912	2.344	967	741	644	1.647	2.055	4.715	2.689	1.812	3.024	22.807
Area Euro	255	1.912	2.344	967	741	644	1.647	2.055	4.715	2.689	1.812	3.024	22.807
FLESSIBILI	-203	-24	-331	-39	85	218	92	29	-131	72	217	146	71
TOTALE FONDI ITALIANI	-1.844	-2.934	-4.749	813	-1.864	-2.399	-1.316	706	-8.175	2.456	115	490	-18.701

* Fondi non armonizzati inclusi ad esclusione dei fondi di fondi

Sottoscrizioni dei fondi comuni italiani* nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	6.612	4.495	4.730	4.169	5.674	4.841	3.814	2.029	2.487	4.195	3.309	3.080	49.436
Italia	1.082	651	574	617	639	347	490	321	232	590	472	332	6.346
Area Euro	265	184	131	237	157	88	148	74	265	373	246	133	2.301
Europa	1.829	1.236	1.343	899	952	1.692	893	387	638	897	765	726	12.256
America	1.141	992	781	598	1.163	1.218	1.010	390	467	673	581	699	9.712
Pacifico	403	309	440	452	488	233	332	225	149	264	234	205	3.735
Paesi Emergenti	200	102	105	101	266	52	91	42	53	60	73	45	1.190
Internazionali - TS	712	409	610	647	1.064	579	535	329	445	782	500	639	7.262
Internazionali - NTT	481	279	379	230	386	220	140	140	78	199	217	162	2.912
Altre Specializzazioni	499	333	368	389	558	413	174	121	160	348	221	138	3.722
BILANCIATI	1.266	894	1.025	637	730	570	462	285	333	759	473	370	7.804
Bilanciati Azionari	45	27	39	36	41	48	26	18	17	41	36	20	393
Bilanciati	884	602	767	477	510	354	315	190	204	318	318	261	5.201
Bilanciati Obbligazionari	338	264	219	125	178	168	121	78	112	401	119	88	2.210
OBBLIGAZIONARI	9.595	10.083	11.770	7.308	7.211	6.866	6.747	6.028	14.048	10.796	9.604	6.621	106.677
Misti	994	680	1.588	390	367	525	544	197	717	421	354	332	7.119
Area Euro a Breve Termine	3.427	2.849	3.780	3.263	2.803	3.192	3.425	3.297	8.310	6.908	5.700	3.796	50.749
Area Euro a ML Termine	2.802	3.313	3.000	1.831	2.087	1.626	1.228	1.119	2.760	1.905	1.657	1.337	24.664
Area Europa	535	809	601	267	187	145	216	171	780	334	299	275	4.621
Area Dollaro	238	180	169	120	180	120	135	112	162	124	349	197	2.086
Area Yen	17	7	7	3	4	12	14	6	4	14	6	62	156
Paesi Emergenti	84	197	131	80	122	121	117	80	67	61	44	42	1.147
Internazionali	1.007	1.242	1.705	694	672	712	706	618	761	576	762	383	9.837
Altre Specializzazioni	492	807	777	661	789	413	363	428	489	452	433	198	6.300
FONDI DI LIQUIDITA'	3.140	3.889	4.299	2.729	3.068	3.261	3.873	3.403	7.330	5.861	4.905	5.922	51.681
Area Euro	3.140	3.889	4.299	2.729	3.068	3.261	3.873	3.403	7.330	5.861	4.905	5.922	51.681
FLESSIBILI	253	302	254	173	230	347	171	119	272	231	359	279	2.990
TOTALE FONDI ITALIANI	20.666	19.663	22.079	15.017	16.913	15.985	15.067	11.864	24.470	21.843	18.650	16.272	218.588

* Fondi non armonizzati inclusi ad esclusione dei fondi di fondi

Riscatti dei fondi comuni italiani* nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	6.813	7.024	9.039	3.797	5.995	5.961	4.803	2.660	10.306	4.960	3.785	3.055	68.117
Italia	1.099	1.330	1.590	537	636	745	768	391	1.737	751	645	536	10.764
Area Euro	215	334	400	159	161	180	208	87	465	283	113	135	2.741
Europa	1.530	2.053	2.572	981	2.159	2.459	1.460	737	2.965	1.249	1.168	860	20.192
América	680	693	1.051	565	1.007	713	638	489	1.661	710	489	382	9.079
Pacifico	1.285	778	1.270	361	454	427	359	215	893	433	344	286	7.105
Paesi Emergenti	254	169	202	89	110	150	203	64	240	208	104	82	1.875
Internazionali - TS	708	708	886	618	783	401	493	250	1.195	701	434	473	7.649
Internazionali - NIT	335	349	283	116	164	362	182	122	357	186	170	111	2.719
Altre Specializzazioni	706	607	785	373	522	524	511	225	793	439	318	189	5.993
BILANCIATI	1.994	2.761	3.713	1.131	1.179	1.302	1.548	1.041	5.313	1.718	1.233	1.141	24.075
Bilanciati/Azionari	102	127	179	50	49	51	73	44	266	63	46	33	1.063
Bilanciati	1.221	1.974	2.597	704	738	865	963	672	3.454	1.108	820	814	15.930
Bilanciati/Obligazionari	671	659	997	378	392	387	513	326	1.592	547	367	294	7.063
OBBLIGAZIONARI	10.563	10.509	11.536	7.301	9.131	8.275	7.666	6.099	14.009	9.377	10.282	8.555	113.304
Misti	1.193	1.180	2.171	762	832	832	804	810	1.770	1.171	951	880	13.356
Area Euro a Breve Termine	3.329	2.792	2.527	2.122	2.545	2.431	1.992	1.430	3.096	2.963	3.493	2.951	31.663
Area Euro a ML Termine	2.961	3.655	3.410	2.993	3.447	2.931	2.240	1.901	4.013	2.709	3.578	2.791	36.031
Area Europa	354	680	794	446	417	345	641	332	710	543	417	400	6.079
Area Dollaro	430	269	435	219	239	125	165	218	446	159	146	222	3.074
Area Yen	47	18	45	57	7	8	7	22	63	9	9	56	349
Paesi Emergenti	273	193	167	95	145	171	287	185	263	158	138	106	2.180
Internazionali	1.626	1.430	1.640	985	1.167	1.089	1.214	976	2.729	1.066	989	853	15.784
Altre Specializzazioni	350	291	347	222	332	342	348	225	918	558	561	295	4.790
FONDI DI LIQUIDITA'	2.885	1.977	1.955	1.762	2.327	2.617	2.226	1.347	2.615	3.172	3.093	2.897	28.874
Area Euro	2.885	1.977	1.955	1.762	2.327	2.617	2.226	1.347	2.615	3.172	3.093	2.897	28.874
FLESSIBILI	455	326	585	212	146	128	139	90	403	160	142	134	2.919
TOTALE FONDI ITALIANI	22.710	22.597	26.828	14.204	18.777	18.284	16.383	11.158	32.546	19.387	18.535	15.782	237.289

* Fondi non armonizzati inclusi ad esclusione dei fondi di fondi

Numero di fondi comuni italiani* nel 2001

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	443	443	445	453	459	462	470	470	484	491	496	496
Italia	73	73	73	75	75	75	76	76	76	75	76	76
Area Euro	16	16	16	17	17	17	19	19	21	23	23	23
Europa	57	57	57	58	58	59	60	60	62	62	63	63
America	41	41	41	43	43	43	44	44	46	48	49	49
Pacifico	47	47	47	47	47	47	48	48	49	49	50	50
Paesi Emergenti	29	29	29	29	29	29	30	30	30	30	30	30
Internazionali - TS	72	72	72	74	76	77	77	77	80	79	79	79
Internazionali - NIT	28	28	28	28	29	29	30	30	30	30	31	31
Altre Specializzazioni	80	80	82	82	85	86	86	86	90	95	95	95
BILANCIATI	83	83	83	83	83	85	85	85	85	86	86	86
Bilanciati Azionari	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9
Bilanciati	61	61	61	61	61	62	62	62	62	62	62	62
Bilanciati Obbligazionari	14	14	14	14	14	14	14	14	14	15	15	15
OBBLIGAZIONARI	394	397	398	401	404	402	400	400	404	402	406	406
Misti	49	52	52	53	53	52	52	52	52	52	52	52
Area Euro a Breve Termine	88	88	88	88	89	89	89	89	89	89	90	90
Area Euro a M/L Termine	78	78	78	79	80	80	77	77	79	78	78	78
Area Europa	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	18	18
Area Dollaro	31	31	31	31	31	31	30	30	30	30	30	30
Area Yen	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Paesi Emergenti	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	18	18
Internazionali	63	63	63	64	64	64	65	65	66	65	66	66
Altre Specializzazioni	44	44	45	45	46	45	46	46	47	47	47	47
FONDI DI LIQUIDITA'	36	36	36	36	36	36	37	37	37	37	37	37
Area Euro	36	36	36	36	36	36	37	37	37	37	37	37
FLESSIBILI	34	34	34	41	41	46	48	48	55	60	69	72
TOTALE FONDI ITALIANI	990	993	996	1.014	1.023	1.031	1.040	1.040	1.065	1.076	1.094	1.097

* Fondi non armonizzati inclusi ad esclusione dei fondi di fondi

Patrimonio dei fondi comuni esteri promossi da operatori italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	31.467	29.147	28.243	30.423	32.058	31.256	30.688	29.421	24.100	26.491	28.804	29.906
Italia	3.258	2.956	2.920	2.756	2.751	2.631	2.599	2.534	2.020	2.335	2.564	2.613
Area Euro	3.177	2.495	2.112	2.176	2.276	2.210	2.186	2.227	1.714	1.837	1.935	2.064
Europa	7.533	7.048	6.887	7.428	7.573	7.458	7.309	6.954	5.774	6.466	7.285	7.821
América	6.804	5.921	5.764	5.367	5.841	5.856	5.783	5.439	4.359	4.827	5.527	5.790
Pacifico	2.228	2.120	2.159	2.287	2.425	2.293	2.146	2.054	1.686	1.840	1.934	1.872
Paesi Emergenti	1.128	1.035	973	1.025	1.060	1.068	1.009	956	773	868	969	1.013
Internazionali - TS	1.121	1.154	1.068	1.152	1.198	1.160	1.130	1.111	1.372	1.509	1.633	1.673
Internazionali - NIT	894	606	973	1.586	1.739	1.680	1.665	1.313	985	1.235	1.347	1.317
Altre Specializzazioni	5.325	5.811	5.387	6.645	7.175	6.899	6.841	6.832	5.417	5.573	5.609	5.743
BILANCIATI	9.122	8.652	9.044	9.525	9.931	10.145	9.998	9.607	8.064	7.914	7.866	7.872
Bilanciati/Azionari	1.485	1.346	1.250	1.334	1.360	1.335	1.298	1.214	969	976	1.010	1.035
Bilanciati	6.692	6.383	6.441	6.704	6.894	6.925	6.719	6.394	5.286	5.147	5.077	5.063
Bilanciati/Obligazionari	945	1.123	1.353	1.487	1.677	1.886	1.981	1.999	1.809	1.791	1.780	1.784
OBBLIGAZIONARI	20.806	21.584	22.692	22.976	23.066	24.882	25.360	26.673	26.607	30.555	32.033	32.719
Misti	568	553	544	545	560	566	547	540	538	519	515	533
Area Euro a Breve Termine	2.188	2.194	2.366	2.522	2.682	3.016	3.217	3.794	4.825	5.654	6.571	6.929
Area Euro a ML Termine	11.998	12.399	13.133	13.360	13.047	14.267	14.640	15.335	16.547	17.436	18.031	18.116
Area Europa	780	836	910	900	910	933	942	1.017	1.025	1.049	1.039	1.180
Area Dollaro	1.170	1.210	1.258	1.247	1.365	1.458	1.194	1.180	1.103	1.132	1.117	1.185
Area Yen	313	312	307	306	368	396	388	386	365	354	353	395
Paesi Emergenti	309	315	307	308	337	329	299	294	257	249	246	245
Internazionali	2.486	2.555	2.604	2.649	2.769	2.941	2.866	2.855	2.772	2.978	2.988	2.958
Altre Specializzazioni	994	1.191	1.264	1.140	1.028	974	1.268	1.272	1.174	1.185	1.171	1.238
FONDI DI LIQUIDITA'	1.046	1.016	1.339	1.490	2.365	2.623	2.674	2.798	3.466	3.261	3.069	3.344
Area Euro	1.046	1.016	1.339	1.490	2.365	2.623	2.674	2.798	3.466	3.261	3.069	3.344
FLESSIBILI	321	296	175	180	183	182	176	165	155	159	163	318
TOTALE	62.763	60.875	61.493	64.594	67.602	69.088	68.876	68.664	64.392	68.380	71.934	74.160

Raccolta netta dei fondi comuni esteri promossi da operatori italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	1.377	296	258	652	1.032	671	825	368	-1.621	1.078	654	651	6.242
Italia	155	16	84	-292	61	69	8	13	-48	183	115	147	511
Area Euro	245	-351	-309	-45	94	75	55	6	-180	-8	3	18	-398
Europa	97	81	102	153	167	210	94	-17	-461	437	530	323	1.716
America	415	-333	201	-767	228	143	151	114	-474	241	247	156	323
Pacifico	40	-25	60	31	36	7	73	33	-131	43	29	19	213
Paesi Emergenti	12	0	0	0	-3	16	36	-1	-33	27	-4	-7	42
Internazionali - TS	51	111	-61	23	43	3	64	26	360	101	45	16	781
Internazionali - NTT	44	-57	411	481	109	34	96	-192	-158	135	-35	-26	841
Altre Specializzazioni	318	653	-231	1.069	297	115	248	387	-496	-80	-277	7	2.213
BILANCIATI	143	123	304	179	329	360	86	-31	-1.051	-365	-187	-64	-173
Bilanciati Azionari	4	-28	-60	11	18	12	27	-2	-137	-28	-2	6	-178
Bilanciati	46	-40	132	45	126	136	44	-58	-760	-278	-169	-71	-935
Bilanciati Obbligazionari	93	191	232	123	184	212	102	29	-154	-58	-15	1	941
OBBLIGAZIONARI	-436	693	856	452	-101	1.699	492	1.045	1.909	1.448	1.492	796	10.334
Misti	-28	-11	1	-3	20	8	-21	-3	1	-21	-4	-2	-63
Area Euro a Breve Termine	3	15	156	152	148	304	181	569	1.014	798	863	341	4.543
Area Euro a ML Termine	-472	365	578	383	-307	1.078	313	493	1.115	577	679	334	5.137
Area Europa	59	53	70	-27	8	19	0	5	10	-12	-3	0	181
Area Dollaro	60	20	9	-5	64	76	-258	21	-65	-8	-21	40	-67
Area Yen	4	-6	3	0	40	39	2	-2	-22	-2	0	0	55
Paesi Emergenti	13	5	-15	3	11	-15	-11	-6	-25	-16	-10	-9	-75
Internazionali	77	57	25	60	58	189	-52	-21	-86	157	23	21	508
Altre Specializzazioni	-152	196	29	-111	-144	1	327	-13	-31	-25	-35	71	114
FONDI DI LIQUIDITA'	114	-34	333	147	850	243	45	90	663	-280	-198	84	2.056
Area Euro	114	-34	333	147	850	243	45	90	663	-280	-198	84	2.056
FLESSIBILI	1	-2	-108	0	1	0	-1	-4	-3	-1	-1	15	-104
TOTALE	1.199	1.076	1.643	1.430	2.110	2.973	1.437	1.467	-102	1.881	1.760	1.482	18.356

Sottoscrizioni dei fondi comuni esteri promossi da operatori italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	2.348	3.354	2.931	4.030	3.535	1.879	2.466	2.163	1.415	4.553	3.400	1.756	33.830
Italia	235	225	260	138	286	137	201	117	183	374	194	224	2.570
Area Euro	321	284	147	328	344	122	292	304	72	311	121	55	2.702
Europa	296	313	602	310	468	458	387	234	188	862	867	506	5.482
América	600	957	695	636	861	359	489	635	162	616	678	303	6.990
Pacifico	118	121	222	78	167	108	219	70	38	216	108	84	1.550
Paesi Emergenti	70	97	45	24	83	51	147	28	9	101	23	17	694
Internazionali - TS	64	132	45	35	82	65	87	37	422	1.400	957	39	3.367
Internazionali - NTT	72	48	471	562	239	143	176	73	53	198	80	150	2.265
Altre Specializzazioni	571	1.177	444	1.920	1.005	435	468	666	288	484	373	380	8.210
BILANCIATI	305	437	776	322	485	500	309	150	169	204	174	121	3.953
Bilanciati/Azionari	27	18	21	28	39	30	59	20	20	28	33	25	350
Bilanciati	163	198	470	140	223	233	107	66	77	132	79	52	1.940
Bilanciati/Obligazionari	114	221	285	154	223	237	143	64	71	44	62	44	1.653
OBBLIGAZIONARI	1.379	1.723	3.182	2.188	2.027	2.468	2.359	2.077	3.725	3.430	3.775	2.310	30.643
Misti	4	9	3	3	24	12	4	1	6	2	1	1	69
Area Euro a Breve Termine	243	284	367	256	370	402	488	693	1.275	1.286	1.190	769	7.623
Area Euro a ML Termine	663	885	1.983	1.458	1.209	1.434	1.095	1.119	2.153	1.690	2.194	1.086	16.970
Area Europa	71	66	100	31	31	37	27	26	37	29	37	34	526
Area Dollaro	97	60	140	50	116	139	106	46	21	46	36	70	928
Area Yen	16	8	25	12	49	47	38	7	8	12	11	6	240
Paesi Emergenti	23	16	29	20	26	37	17	7	5	3	8	4	197
Internazionali	171	138	422	134	152	263	178	128	149	311	193	233	2.472
Altre Specializzazioni	90	256	113	223	51	96	406	49	71	50	105	107	1.618
FONDI DI LIQUIDITA'	338	113	473	649	1.009	325	131	169	907	413	138	226	4.891
Area Euro	338	113	473	649	1.009	325	131	169	907	413	138	226	4.891
FLESSIBILI	4	0	2	1	1	1	0	0	0	0	0	19	28
TOTALE	4.373	5.627	7.363	7.190	7.057	5.174	5.266	4.559	6.216	8.600	7.486	4.432	73.344

Riscatti dei fondi comuni esteri promossi da operatori italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	971	3.058	2.672	3.378	2.503	1.208	1.641	1.795	3.036	3.475	2.746	1.105	27.588
Italia	79	208	176	430	225	68	193	103	231	191	79	77	2.060
Area Euro	76	635	456	373	250	47	237	298	262	319	118	37	3.099
Europa	199	233	500	157	300	248	293	252	649	416	338	183	3.766
America	185	1.289	494	1.403	633	216	338	521	636	375	430	147	6.667
Pacifico	79	146	161	47	132	101	146	37	169	174	79	65	1.337
Paesi Emergenti	58	96	44	23	86	35	111	29	43	74	26	24	652
Internazionali - TS	14	22	107	13	38	63	23	11	62	1.299	911	23	2.566
Internazionali - NTT	28	106	60	81	131	110	80	265	211	63	114	176	1.424
Altre Specializzazioni	252	323	675	851	708	319	220	279	784	565	650	373	5.997
BILANCIATI	162	314	471	143	156	141	223	181	1.219	569	360	185	4.125
Bilanciati Azionari	23	47	81	18	20	18	32	22	157	96	35	19	528
Bilanciati	117	238	338	95	97	97	151	124	837	410	248	123	2.875
Bilanciati Obbligazionari	22	30	52	30	39	25	41	35	225	102	77	43	722
OBBLIGAZIONARI	1.815	1.030	2.327	1.736	2.128	769	1.877	1.032	1.816	1.981	2.283	1.514	20.308
Misti	32	20	2	6	4	4	25	4	6	22	4	3	131
Area Euro a Breve Termine	240	270	212	104	222	98	307	124	261	489	326	428	3.080
Area Euro a ML Termine	1.135	520	1.405	1.075	1.515	357	782	626	1.038	1.114	1.515	752	11.834
Area Europa	12	14	30	59	23	18	27	20	27	41	40	34	345
Area Dollaro	37	40	131	55	52	63	364	25	85	54	57	31	995
Area Yen	12	14	22	12	9	8	36	9	31	15	11	6	185
Paesi Emergenti	10	11	44	17	15	52	27	14	30	19	19	13	271
Internazionali	95	81	397	74	95	74	230	149	235	154	170	211	1.965
Altre Specializzazioni	241	60	84	334	195	95	78	62	103	74	141	37	1.504
FONDI DI LIQUIDITA'	224	147	140	502	159	82	86	79	245	693	336	142	2.835
Area Euro	224	147	140	502	159	82	86	79	245	693	336	142	2.835
FLESSIBILI	3	2	110	1	1	1	1	4	3	1	1	4	131
TOTALE FONDI ITALIANI	3.174	4.552	5.720	5.760	4.947	2.201	3.829	3.092	6.319	6.719	5.726	2.950	54.988

Numero di fondi comuni esteri promossi da operatori italiani nel 2001

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	179	181	187	207	220	230	236	240	240	278	277	284
Italia	11	11	11	12	14	15	16	16	17	17	19	19
Area Euro	8	8	8	9	10	12	14	14	15	15	18	17
Europa	25	25	27	28	31	33	33	34	34	34	37	37
América	13	14	16	17	19	21	21	22	22	22	31	31
Pacifico	15	16	18	18	20	20	20	20	20	20	26	26
Paesi Emergenti	19	19	19	20	21	22	22	22	22	22	22	22
Internazionali - TS	18	18	18	19	19	20	21	21	21	21	26	26
Internazionali - NIT	16	16	16	19	19	19	19	19	19	19	20	20
Altre Specializzazioni	54	54	54	65	67	68	70	70	70	70	79	79
BILANCIATI	20	20	20	25	25	25	28	28	28	28	30	30
Bilanciati/Azionari	3	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5	5
Bilanciati	13	13	13	15	15	15	15	15	15	15	17	17
Bilanciati/Obligazionari	4	4	4	6	6	6	8	8	8	8	8	8
OBBLIGAZIONARI	116	118	118	129	145	145	146	143	143	143	152	152
Misti	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12
Area Euro a Breve Termine	10	10	10	11	12	12	12	12	12	12	13	14
Area Euro a ML Termine	36	36	36	40	47	47	47	46	46	46	51	52
Area Europa	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	6	7
Area Dollaro	11	11	11	12	17	17	17	17	17	17	17	18
Area Yen	4	4	4	4	6	6	6	6	6	6	6	6
Paesi Emergenti	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Internazionali	12	13	13	14	15	15	15	15	15	15	15	16
Altre Specializzazioni	23	23	23	25	25	25	26	23	23	23	26	26
FONDI DI LIQUIDITA'	4	4	4	5	7	7	7	8	8	8	8	10
Area Euro	4	4	4	5	7	7	7	8	8	8	8	10
FLESSIBILI	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	8
TOTALE	324	328	334	372	403	413	423	425	425	425	474	492

Patrimonio dei fondi comuni lussemburghesi storici nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	20.208	18.908	18.365	19.509	19.452	19.124	18.440	17.372	14.797	15.335	15.937	16.178
Italia	4.255	3.934	3.813	3.978	3.873	3.804	3.388	3.236	2.598	2.623	2.525	2.527
Area Euro	6.962	6.575	6.410	6.836	6.045	5.763	5.302	4.942	4.182	4.253	4.095	4.175
Europa	583	542	526	549	806	891	878	852	766	787	808	826
America	1.172	1.304	1.433	1.583	2.259	2.467	2.821	2.636	2.343	2.625	3.254	3.361
Pacifico	2.373	2.265	2.213	2.385	2.350	2.192	2.116	2.020	1.767	1.801	1.837	1.749
Paesi Emergenti	2.282	1.918	1.665	1.694	1.525	1.413	1.326	1.237	1.011	1.054	1.112	1.171
Internazionali - TS	688	643	623	645	682	662	710	660	590	560	588	601
Internazionali - NTT	415	347	335	396	410	410	395	350	309	345	384	399
Altre Specializzazioni	1.478	1.380	1.347	1.443	1.501	1.522	1.505	1.439	1.230	1.267	1.334	1.367
BILANCIATI												
Bilanciati Azionari												
Bilanciati												
Bilanciati Obbligazionari												
OBBLIGAZIONARI	14.671	14.653	15.059	14.795	14.167	14.343	14.231	14.415	14.754	15.007	14.881	14.741
Misti												
Area Euro a Breve Termine	4.090	4.302	4.698	4.727	6.420	7.161	7.406	7.626	8.094	8.306	8.599	8.654
Area Euro a ML Termine	10.182	9.947	9.925	9.651	6.982	6.293	5.914	5.862	5.750	5.798	5.607	5.424
Area Europa	141	134	136	126	126	124	123	123	122	124	121	119
Area Dollaro	155	151	158	153	373	455	467	460	452	438	187	181
Area Yen	18	17	17	10	9	8	8	8	8	8	9	8
Paesi Emergenti	11	11	10	20	150	205	218	237	227	231	257	257
Internazionali	35	35	35	35	35	30	29	29	29	28	28	27
Altre Specializzazioni	39	55	79	74	73	67	66	70	72	73	74	72
FONDI DI LIQUIDITA'												
Area Euro												
FLESSIBILI												
TOTALE	34.879	33.561	33.424	34.305	33.619	33.467	32.672	31.787	29.552	30.343	30.819	30.919

Raccolta netta dei fondi comuni lussemburghesi storici nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	-47	198	45	79	2	348	116	53	-782	-10	-53	77	24
Italia	2	24	2	18	18	73	-332	-27	-157	-87	-216	-19	-702
Area Euro	4	174	135	35	-707	-89	-303	-33	-250	-106	-324	-24	-1.489
Europa	-5	-3	-6	-1	254	114	14	13	-31	-2	6	0	353
América	-12	218	155	39	612	258	461	75	-108	208	480	79	2.484
Pacifico	-30	-17	-60	-7	-48	-22	198	22	-83	21	32	13	-42
Paesi Emergenti	-7	-198	-162	-23	-214	-69	23	-6	-56	-15	-29	-11	-767
Internazionali - TS	-5	-6	-10	-1	26	-4	68	-13	-26	-25	-14	10	0
Internazionali - NTT	5	3	3	14	24	15	10	6	-5	20	17	21	132
Altre Specializzazioni	2	4	-12	7	38	71	36	14	-66	-23	-3	7	75
BILANCIATI													
Bilanciati/Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati/Obligazionari													
OBBLIGAZIONARI	47	-74	314	-63	-665	100	-230	86	285	-30	-7	-26	-263
Misti													
Area Euro a Breve Termine	53	201	375	55	1.672	713	209	171	421	145	327	73	4.415
Area Euro a ML Termine	13	-274	-86	-114	-2.666	-741	-471	-108	-128	-148	-102	-88	-4.911
Area Europa	-2	-7	0	-1	-1	-3	-1	-1	-1	-2	-2	0	-21
Area Dollaro	-10	-6	0	-2	207	81	16	3	-13	-26	-251	-6	-6
Area Yen	-1	-1	0	0	-2	0	0	0	0	0	0	0	-3
Paesi Emergenti	-1	0	-1	3	130	56	18	15	1	1	21	-1	241
Internazionali	-3	-3	0	0	-1	-5	-1	0	0	-1	-1	-1	-15
Altre Specializzazioni	-2	16	26	-4	-3	-2	1	5	5	-1	-1	-2	37
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI													
TOTALE	-1	125	359	16	-663	447	-114	139	-497	-41	-60	50	-239

Sottoscrizioni dei fondi comuni lussemburghesi storici nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	433	1.144	1.054	412	2.165	1.710	1.399	417	169	547	949	353	10.732
Italia	97	210	208	86	365	335	119	60	25	56	67	35	1.664
Area Euro	155	409	416	144	378	486	192	100	41	78	84	62	2.545
Europa	11	17	14	8	272	136	50	23	8	17	41	11	610
America	30	271	220	67	738	379	552	112	38	263	546	116	3.331
Pacifico	54	136	111	46	176	149	224	55	20	62	92	41	1.165
Paesi Emergenti	45	53	44	22	106	106	113	25	10	18	48	14	603
Internazionali - TS	7	7	9	6	40	9	79	5	7	9	10	16	203
Internazionali - NIT	12	8	10	17	30	20	16	10	7	26	27	29	212
Altre Specializzazioni	22	32	22	17	61	89	54	27	13	18	34	30	420
BILANCIATI													
Bilanciati Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati Obbligazionari													
OBBLIGAZIONARI	570	1.021	1.344	460	3.248	1.785	951	519	1.017	680	1.078	421	13.095
Misti													
Area Euro a Breve Termine	248	473	660	226	2.331	1.123	586	329	795	497	702	314	8.264
Area Euro a ML Termine	310	515	643	222	565	502	278	139	176	157	324	95	3.927
Area Europa	2	2	3	1	1	1	1	0	1	1	1	2	14
Area Dollaro	3	4	7	2	214	95	47	15	12	9	7	4	421
Area Yen	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	6
Paesi Emergenti	0	1	1	3	134	62	34	20	15	10	41	5	327
Internazionali	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	4
Altre Specializzazioni	6	25	29	4	2	2	4	15	16	5	2	1	112
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI													
TOTALE	1.002	2.165	2.398	872	5.414	3.495	2.350	936	1.186	1.227	2.027	774	23.847

Riscatti dei fondi comuni lussemburghesi storici nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	480	945	1.009	333	2.164	1.362	1.283	364	951	557	1.003	276	10.728
Italia	96	186	206	68	348	262	450	87	183	142	283	54	2.365
Area Euro	151	235	281	109	1.085	575	495	134	291	185	409	85	4.034
Europa	16	20	20	9	17	22	36	10	39	20	36	11	257
America	42	53	66	28	126	121	91	37	147	55	66	37	867
Pacifico	84	154	171	52	224	171	87	33	103	41	60	28	1.207
Paesi Emergenti	52	251	206	45	320	175	90	30	66	33	77	25	1.370
Internazionali - TS	12	13	19	7	14	13	11	18	33	34	24	6	203
Internazionali - NTT	7	6	7	4	6	5	6	3	12	7	11	7	80
Altre Specializzazioni	20	28	33	11	23	18	18	13	79	41	37	23	344
BILANCIATI													
Bilanciati/Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati/Obligazionari													
OBBLIGAZIONARI	523	1.095	1.029	523	3.913	1.686	1.181	433	732	710	1.084	447	13.358
Misti													
Area Euro a Breve Termine	195	271	285	172	659	410	378	158	374	351	374	241	3.869
Area Euro a ML Termine	297	789	729	336	3.232	1.243	749	247	304	304	426	183	8.898
Area Europa	4	9	3	2	2	3	2	1	2	2	3	3	35
Area Dollaro	13	10	6	4	8	15	31	12	25	35	257	11	426
Area Yen	1	2	1	0	2	0	1	0	0	0	0	0	9
Paesi Emergenti	1	1	1	0	5	6	16	6	14	9	20	6	86
Internazionali	3	4	1	1	1	5	1	0	1	1	1	1	19
Altre Specializzazioni	9	9	3	9	5	5	3	9	11	6	3	3	75
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI													
TOTALE	1.003	2.040	2.039	857	6.077	3.047	2.464	798	1.683	1.268	2.087	724	24.086

Numero di fondi comuni lussemburghesi storici nel 2001

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	39	39	39	50	52	52	52	52	52	52	48	48
Italia	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Area Euro	4	4	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Europa	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	5	5
America	5	5	5	8	8	8	8	8	8	8	7	7
Pacifico	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Paesi Emergenti	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	6	6
Internazionali - TS	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Internazionali - NTT	1	1	1	4	4	4	4	4	4	4	3	3
Altre Specializzazioni	7	7	7	7	9	9	9	9	9	9	9	9
BILANCIATI												
Bilanciati Azionari												
Bilanciati												
Bilanciati Obbligazionari												
OBBLIGAZIONARI	32	32	32	31	31	31	31	31	31	31	30	30
Misti												
Area Euro a Breve Termine	8	8	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Area Euro a ML Termine	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Area Europa	6	6	6	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Area Dollaro	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Area Yen	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Paesi Emergenti	1	1	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Internazionali	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	1	1
Altre Specializzazioni	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
FONDI DI LIQUIDITA'												
Area Euro												
FLESSIBILI												
TOTALE	71	71	71	81	83	83	83	83	83	83	78	78

Patrimonio dei fondi di fondi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
AZIONARI	1.375	1.325	1.227	1.283	1.573	1.644	1.657	1.600	1.372	1.461	1.580	1.643
Italia												
Area Euro												
Europa	99	94	78	81	83	70	65	56	45	45	49	57
América	22	22	18	18	20	20	18	15	12	13	16	23
Pacifico	16	15	12	12	12	12	11	10	9	11	11	10
Paesi Emergenti									0	2	2	2
Internazionali - TS	1.194	1.153	1.079	1.129	1.405	1.480	1.499	1.455	1.249	1.328	1.434	1.480
Internazionali - NTT					6	9	11	11	10	13	16	17
Altre Specializzazioni	43	42	40	43	48	54	54	52	46	49	52	53
BILANCIATI	3.240	3.337	3.346	3.447	4.047	4.198	4.276	4.252	3.954	4.134	4.315	4.425
Bilanciati/Azionari	275	275	272	287	318	342	351	346	310	329	354	367
Bilanciati	2.583	2.600	2.590	2.653	3.145	3.217	3.204	3.155	2.916	3.027	3.125	3.160
Bilanciati/Obligazionari	382	462	484	507	583	639	721	750	728	778	835	898
OBBLIGAZIONARI	191	159	170	171	545	625	656	662	651	663	663	662
Misti	135	144	149	149	403	406	407	405	399	402	405	405
Area Euro a Breve Termine												
Area Euro a ML Termine										1	1	1
Area Europa												
Area Dollaro												
Area Yen												
Paesi Emergenti												
Internazionali	52	7	8	8	88	164	193	200	197	201	197	197
Altre Specializzazioni	5	8	13	14	53	55	56	56	56	59	59	58
FONDI DI LIQUIDITA'												
Area Euro												
FLESSIBILI	578	573	572	587	641	670	684	680	630	644	658	659
TOTALE	5.383	5.394	5.314	5.488	6.806	7.137	7.273	7.193	6.608	6.902	7.215	7.389

Raccolta netta dei fondi di fondi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	38	14	-52	3	248	119	60	32	-82	32	42	49	521
Italia													
Area Euro													
Europa	6	1	-13	0	2	-10	-3	-6	-5	-1	2	7	-21
America	1	1	-3	-1	1	0	-1	-1	-2	0	2	6	5
Pacifico	-4	-1	-3	0	0	0	0	0	-1	2	0	0	-7
Paesi Emergenti													
Internazionali - TS	33	11	-33	3	235	116	79	36	-74	27	35	34	503
Internazionali - NTT													
Altre Specializzazioni	2	1	0	1	4	8	3	1	-1	1	0	0	21
BILANCIATI	203	138	58	35	532	198	166	89	-108	64	79	107	1.562
Bilanciati Azionari	20	14	4	6	25	29	22	11	-12	7	12	10	149
Bilanciati	125	78	28	13	435	109	58	36	-89	24	19	33	868
Bilanciati Obbligazionari	58	46	26	16	72	60	86	42	-7	33	48	64	546
OBBLIGAZIONARI	24	14	10	1	372	81	33	9	-4	1	-3	3	541
Misti	18	10	5	0	254	3	1	0	-2	-4	1	2	287
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a ML Termine									1	1	0	0	1
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali	6	0	0	0	79	77	31	8	-3	2	-3	2	199
Altre Specializzazioni	1	4	5	1	39	2	1	1	0	2	0	-1	54
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI	25	13	6	6	51	32	23	11	-26	0	1	1	143
TOTALE	291	179	22	45	1.202	429	303	141	-220	97	119	159	2.768

Sottoscrizioni dei fondi di fondi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	57	38	22	20	256	144	112	60	23	60	65	68	923
Italia													
Area Euro													
Europa	8	7	5	2	4	1	2	1	1	1	3	7	42
América	2	3	1	1	1	1	2	0	0	1	3	7	22
Pacifico	0	0	0	0	0	0	1	0	0	2	0	0	5
Paesi Emergenti													
Internazionali - TS	44	27	15	16	241	128	101	55	20	51	56	51	805
Internazionali - NTT													
Altre Specializzazioni	2	1	0	1	4	8	4	2	1	1	1	1	20
BILANCIATI	249	193	149	75	577	245	238	122	113	159	158	159	2.437
Bilanciati/Azionari	22	17	8	6	27	32	25	14	4	13	15	13	197
Bilanciati	166	127	105	48	474	145	118	60	78	96	80	74	1.571
Bilanciati/Obligazionari	62	49	35	20	77	68	94	48	31	51	63	72	670
OBBLIGAZIONARI	26	15	13	5	376	91	43	15	15	18	12	15	643
Misti	19	11	8	3	256	10	7	3	5	5	7	6	341
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a ML Termine										1	0	0	1
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali	6	0	0	0	80	78	34	11	9	7	5	8	239
Altre Specializzazioni	1	4	5	1	39	3	2	1	1	4	1	0	62
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI	32	22	18	11	59	44	36	19	14	13	12	8	289
TOTALE	364	269	201	110	1.268	523	429	216	165	251	247	250	4.293

Riscatti dei fondi di fondi italiani nel 2001 (milioni di euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
AZIONARI	19	24	74	17	8	25	31	28	105	28	23	19	402
Italia													
Area Euro													
Europa	2	6	18	2	2	11	5	7	6	2	1	1	64
America	1	2	4	1	0	1	3	2	2	1	0	0	18
Pacifico	4	1	3	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12
Paesi Emergenti									0	0	0	0	0
Internazionali - TS	11	15	48	13	5	13	22	19	95	24	21	17	302
Internazionali - NTT									1	0	0	0	2
Altre Specializzazioni	0	0	0	0	0	0	1	0	2	1	0	0	5
BILANCIATI	46	55	90	39	46	47	72	33	221	95	79	52	875
Bilanciati Azionari	2	3	4	1	2	3	4	3	16	6	3	3	48
Bilanciati	41	49	78	35	39	36	60	24	167	71	60	41	703
Bilanciati Obbligazionari	3	3	9	3	5	8	8	6	38	18	15	8	124
OBBLIGAZIONARI	1	1	3	4	4	10	10	6	19	17	15	12	101
Misti	1	1	3	3	3	7	6	3	7	9	6	4	54
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a ML Termine									0	0	0	0	0
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali	0	0	0	0	1	1	3	3	12	6	8	6	39
Altre Specializzazioni	0	0	0	1	0	1	1	0	1	2	1	1	8
FONDI DI LIQUIDITA'													
Area Euro													
FLESSIBILI	7	10	12	5	9	12	13	8	39	14	11	7	146
TOTALE	73	90	179	65	66	94	126	75	385	153	128	90	1.525