

**ASSOGESTIONI**

associazione del risparmio gestito

**Guida italiana**

**al**

**Risparmio**

**Gestito**

*Fact Book*

**2003**

## Le tappe fondamentali del Risparmio Gestito

	<b>Fine anni '60</b>	Primi fondi di diritto lussemburghese promossi da intermediari italiani
Nasce la FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement)	<b>1974</b>	
	<b>1981</b>	Presentato al Senato il progetto di legge per l'istituzione e la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare
La Commissione Finanze e Tesoro del Senato conduce un'indagine conoscitiva sui fondi comuni di investimento immobiliare e sui certificati immobiliari	<b>1982</b>	
	<b>1983</b>	Approvazione della legge 23 marzo 1983, n. 77 "Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare"
Viene istituito il primo fondo comune di diritto italiano	<b>1984</b>	
Nasce Assofondi che nello stesso anno aderisce alla FEFSI	<b>1985</b>	La Comunità Europea regola i c.d. fondi armonizzati con la Direttiva 85/611
Assofondi inizia la pubblicazione dell'Annuario	<b>1987</b>	
	<b>1989</b>	Assofondi si trasforma in Assogestioni
Introduzione nell'ordinamento italiano delle Società di Intermediazione Mobiliare (Sim)	<b>1991</b>	
	<b>1992</b>	Emanazione dei decreti attuativi della Direttiva 85/611  Disciplina dell'offerta al pubblico di quote di fondi non armonizzati
D.Lgs 21 aprile 1993, n. 124 che disciplina le forme pensionistiche complementari	<b>1993</b>	
Legge 14 agosto 1993, n. 344 che disciplina i fondi mobiliari chiusi	<b>1994</b>	Legge 25 gennaio 1994, n. 86 che disciplina i fondi immobiliari chiusi  Assogestioni emana il Codice Deontologico
Assogestioni istituisce il Comitato per la Corporate Governance	<b>1995</b>	
	<b>1996</b>	Emanazione del c.d. decreto EUROSIM per il recepimento delle Direttive 93/22 (servizi di investimento) e 93/6 (adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi)
		Assogestioni promuove uno "Statuto per l'efficienza del mercato finanziario"
Nascono i primi fondi pensione aperti	<b>1997</b>	

(continua)

<p>D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58, c.d. Testo Unico delle Disposizioni in materia di Mercati Finanziari (TUF)</p>	<p><b>1998</b></p>	<p>Emanazione dei primi regolamenti attuativi del TUF da parte della Banca d'Italia e della Consob</p>
<p>Riforma della tassazione delle attività finanziarie</p>		
<p>Primo fondo immobiliare</p>	<p><b>1999</b></p>	<p>Nasce il Prospetto informativo per la sollecitazione all'investimento in quote di fondi</p> <p>DM del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228 "Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento"</p> <p>Assogestioni pubblica il manuale sul benchmark</p>
<p>Ha inizio il collocamento dei primi fondi di fondi</p>	<p><b>2000</b></p>	<p>Assogestioni pubblica il 1° Fact Book</p> <p>Assogestioni realizza lo schema di regolamento semplificato per i fondi comuni</p> <p>Riforma fiscale della previdenza complementare e disciplina dei piani di previdenza individuali</p>
	<p><b>2001</b></p>	<p>Assogestioni approva il Protocollo di Autonomia per le Società di Gestione del Risparmio</p> <p>Assogestioni predispone lo schema standard per la redazione del prospetto informativo</p> <p>Nuova disciplina per lo sviluppo dei fondi immobiliari</p> <p>Nasce il primo fondo di fondi speculativo</p>
<p>Approvazione delle direttive 2001/107 e 2001/108 di modifica della direttiva 85/611 sui fondi armonizzati</p>	<p><b>2002</b></p>	<p>La Consob disciplina la quotazione e la sollecitazione all'investimento dei fondi indicizzati</p> <p>Nasce il Mercato Telematico dei Fondi (MTF)</p> <p>Nascita del primo fondo speculativo "puro"</p> <p>L'Investment Performance Council approva la Versione Italiana dei GIPS (IPPS)</p>

Guida italiana

al

Risparmio

Gestito

*Fact Book 2003*

# I N D I C E

1	Il Risparmio Gestito in Italia	7
Parte I	Fondi comuni	11
2	Il mercato: raccolta e patrimonio gestito	13
3	L'industria: le società di gestione	19
4	La clientela: profilo dei sottoscrittori	23
5	I benchmark indicati dai gestori	31
6	I costi del servizio di gestione	51
7	L'assetto regolamentare	67
8	Il regime tributario degli OICVM	71
9	Lo scenario internazionale	81
Parte II	Previdenza e fondi pensione aperti	87
10	L'assetto regolamentare	89
11	Il regime tributario dei fondi pensione	101
12	Il mercato: prodotti, patrimonio e aderenti	105
Parte III	Fondi immobiliari	113
13	L'assetto regolamentare	115
14	Il regime tributario dei fondi comuni di investimento immobiliare	119
15	Il mercato: prodotti e patrimonio	123
Parte IV	Valutazione dei prodotti del Risparmio Gestito	127
16	Introduzione: efficienza della gestione e scelta del prodotto	129
17	La classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali	131
18	Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse	141
19	Standard di performance: l'adozione italiana dei GIPS	163
20	Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano	167
Parte V	Dati e statistiche	181

## Il Risparmio Gestito in Italia

Per l'Industria del Risparmio Gestito il 2002 è stato un anno un po' più faticoso del solito. Dopo molti anni la raccolta netta 2002 ha avuto davanti un segno meno anche se nel primo mese del nuovo anno il saldo netto è stato pari a un terzo del calo di tutto il 2002. Da ottobre a dicembre dello scorso anno il dato di raccolta è rimasto sempre positivo e il risultato di gennaio 2003 ha confermato la tendenza al rialzo.

Una conferma ulteriore della stabilità dell'Industria italiana viene dai dati di patrimonio. Secondo le stime aggiornate a fine 2002 l'Italia è il secondo mercato europeo di prodotti armonizzati, per masse amministrate, alle spalle della Francia.

Dai dati di fine 2002 si evince che il Risparmio Gestito costituisce il 41,3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, una percentuale che continua ad incrementarsi secondo un trend consolidato (vedi Tabella 1).

La forte instabilità dei mercati ha prodotto ripercussioni soprattutto sulla raccolta dei fondi azionari e di quelli bilanciati. I fondi di liquidità e i fondi flessibili hanno invece totalizzato forti incrementi della raccolta. Discorso a parte per i fondi obbligazionari che per quasi tutto il 2002 hanno mantenuto un saldo negativo, mentre a dicembre hanno invertito il segno. Il dato in sé potrebbe sembrare poco significativo ma se rapportato al saldo realizzato dalla categoria degli obbligazionari nel primo mese del 2003 (+1,8 miliardi di euro), è possibile affermare che i risparmiatori italiani non hanno smesso di riporre la loro fiducia in questo tipo di fondi.

Nonostante la difficile congiuntura economica l'Industria del Risparmio Gestito ha continuato a crescere e a offrire prodotti finanziari sempre nuovi ed estremamente trasparenti. Nel 2002 sono stati lanciati sul mercato gli ETF (Exchanged Traded Fund) mentre, per il 2003, è prevista la nascita dei fondi a capitale garantito.

Il 2002 è stato anche l'anno di conclusione del processo legislativo delle nuove norme per i fondi immobiliari e l'anno di accelerazione del dibattito sulla Previdenza, la grande sfida dell'immediato futuro per il Paese e per il Risparmio Gestito.

Nel corso del 2002 è cresciuto il numero delle Società di Gestione del Risparmio che hanno aderito al Protocollo di Autonomia (presentato da Assogestioni nel 2001) che si prefigge di tutelare gli interessi della clientela. Fino ad ora le Sgr che hanno sottoscritto al Protocollo di Autonomia rappresentano oltre il 70% del patrimonio gestito dai fondi comuni d'investimento. I principi ispiratori del Protocollo sono quelli su cui si fonda l'Industria: la tutela del cliente, l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse, la correttezza nei confronti del mercato, le comunicazioni alla clientela, la partecipazione alle assemblee e la gestione delle società partecipate.

Nel 2002 Assogestioni ha continuato a svolgere un ruolo

molto attento nell'attività di Corporate Governance. In occasione di importanti operazioni finanziarie (straordinarie ma non solo) Assogestioni è intervenuta per tutelare l'interesse dei risparmiatori. Durante il 2° Forum del Risparmio Gestito del 23 ottobre scorso - al quale hanno partecipato i rappresentanti della comunità finanziaria, delle istituzioni politiche e della stampa - Assogestioni ha presentato il progetto Corporate Governance per il 2003, prevedendo la nomina di un rappresentante dei fondi nelle assemblee delle società quotate e ipotizzando l'acquisto di un'azione per ognuna delle società del MIB 30 al fine di poter partecipare alle assemblee in funzione di stimolo per l'implementazione di una sempre migliore Corporate Governance.

Ma in questi anni di crisi, e non solo dunque nel 2002, è sempre proseguita, costante e intensa, l'opera di analisi dei regolamenti e delle normative per stimolare autorità e Governo a migliorare sempre, per quanto possibile, tanto le norme di base del sistema finanziario, quanto le regole per l'Industria del Risparmio Gestito, che invoca sempre snellezza e semplificazione, esercitando al massimo grado l'opzione dell'autoregolamentazione. L'Italia è infatti l'unico Paese, insieme agli USA, in cui l'autoregolamentazione viene equiparata alla norma imposta dall'alto, e in cui l'Autorità di vigilanza sanziona deroghe o inadempienze ai codici interni. Tre lunghi anni di crisi hanno portato informazioni significative. La prima è che i risparmiatori hanno assunto una maturità e una consapevolezza del sistema finanziario tali da consentire loro comportamenti razionali e non emotivi, anche in presenza di pessime congiunture economiche. La seconda è che l'Industria del Risparmio Gestito ha tenuto, proseguendo nella sua opera di razionalizzazione e di organizzazione che la porteranno ad essere maggiormente efficiente alla ripresa dei mercati. In ultimo, si è dimostrato che una cultura della Corporate Governance è possibile, seppure onerosa e lunga, quanto a reale affermazione come best practice condivisa.

Un periodo tutt'altro che negativo, dunque, che lascia una profonda impronta nel cammino di responsabilità e sfide che il sistema si trova a dover affrontare.

Tab 1 Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali in mil di euro

	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
<b>FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO E SICAV</b>	202.882	395.561	552.291	577.873	545.995	500.246
Fondi/SICAV italiani aperti	190.279	372.274	475.298	453.224	409.223	
Fondi comuni mobiliari chiusi	n.d.	n.d.	697	751	900	
Fondi comuni immobiliari chiusi	n.d.	459	1.410	1.601	2.686	
Fondi lussemburghesi storici	12.603	19.748	30.385	34.345	30.919	
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi italiani)	n.d.	3.080	31.722	60.449	74.160	
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi esteri)*	n.d.	n.d.	12.779	27.503	28.107	
In % of households financial savings	9,8	17,1	22,0	21,3	22,1	20,8
<b>GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI*</b>	193.911	280.530	370.292	392.112	410.305	400.000
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni	158.995	187.539	199.945	185.586	218.950	236.000
Banche	134.515	191.533	222.390	213.367	183.784	
Sim	59.397	88.997	48.761	39.346	39.620	
Sgr / prima del 1997 Fiduciarie	n.d.	n.d.	99.141	139.399	186.901	
Su tot. attiv. famiglie (in %)	9,4	12,1	14,8	14,4	16,6	16,7
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	7,7	8,1	8,0	6,8	8,9	9,8
<b>ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita*</b>	85.224	106.098	137.627	166.959	192.337	210.000
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	84.430	101.588	123.684	141.080	162.407	176.400
Su tot. attiv. famiglie (in %)	4,1	4,6	5,5	6,2	7,8	8,8
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	4,1	4,4	4,9	5,2	6,6	7,4
<b>FONDI PENSIONE*</b>	53.757	56.276	72.944	77.819	79.476	82.000
Fondi pensione al netto delle quote di fondi comuni	n.d.	n.d.	n.d.	75.053	77.022	78.720
Fondi pensione di enti di previdenza e di fondi creditizi	53.757	56.276	72.166	76.077	76.248	
Fondi pensione aperti e negoziali	n.d.	n.d.	778	1.742	3.228	
Su tot. attiv. famiglie (in %)	2,6	2,4	2,9	2,9	3,2	3,4
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	n.d.	n.d.	n.d.	2,8	3,1	3,3
<b>TOTALE RISPARMIO GESTITO*</b>	500.065	740.964	948.864	979.592	1.004.374	991.366
Su tot. attiv. famiglie (in %)	24,2	31,9	37,8	36,1	40,6	41,3
<b>TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE*</b>	2.062.168	2.319.973	2.510.243	2.714.551	2.471.012	2.400.000

Fonte: Dati 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.



P A R T E I

**Fondi Comuni**

## Il mercato: raccolta e patrimonio gestito

La ripresa dei mercati azionari attesa nel 2002 non si è verificata e per il terzo anno consecutivo gli andamenti registrati dalle borse europee e da quelle internazionali sono stati negativi; i mercati obbligazionari hanno invece avuto un trend positivo grazie alla riduzione dei tassi di interesse avvenuta in conseguenza alla sfavorevole congiuntura economica vissuta. L'Industria del Risparmio Gestito ha risentito di questi scenari e dell'incertezza sulla stabilità del sistema aggravata dagli scandali finanziari d'oltreoceano: le masse gestite sia dell'industria italiana sia dell'industria internazionale hanno infatti subito una contrazione.

A fine dicembre 2002 il patrimonio gestito dall'industria italiana si è assestato a quasi 466 miliardi di euro. I fondi di diritto italiano armonizzati, con un patrimonio pari a 360,7 miliardi di euro, rappresentano il 77,4% del sistema, i fondi di diritto italiano non armonizzati gestiscono 7,3 miliardi di euro e i fondi esteroinvestiti 97,9 miliardi di euro. Ai fondi di fondi, fondi non armonizzati di diritto italiano che non rientrano nei conteggi complessivi per evitare duplicazioni nei dati presentati, sono affidate risorse per 6,3 miliardi di euro.

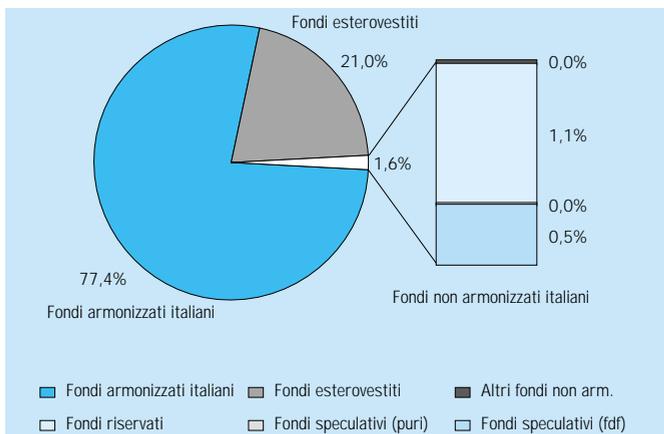


Fig 1 I prodotti dell'industria italiana

Il sistema complessivo ha registrato una diminuzione delle masse amministrate del 9,4% nel corso dell'ultimo anno. Non tutti i prodotti offerti hanno però subito tale contrazione. I prodotti riservati a particolari tipologie di sottoscrittori, normalmente istituzionali, così come i fondi speculativi, ovvero gli hedge fund, hanno visto incrementare il proprio patrimonio.

Elemento caratterizzante dell'anno è stato infatti la crescita di questi prodotti alternativi. Dal 2001, anno in cui ha iniziato ad operare il primo fondo speculativo, i prodotti di questo tipo presenti sul mercato sono oggi 30, di cui 26 costituiti sotto forma di fondi di fondi. Gli operatori presenti in questo

settore, con prodotti operativi, sono 17 a fine dicembre, 10 in più rispetto a fine 2001.

Il 2002 è stato ancora caratterizzato dallo spostamento delle masse in gestione verso i fondi di diritto lussemburghese o irlandese, fenomeno i cui effetti si erano inizialmente fatti sentire alla fine del 1998. Questi prodotti rappresentano oggi il 21,5% del risparmio gestito italiano e il 26,6% dei prodotti domiciliati in Italia.

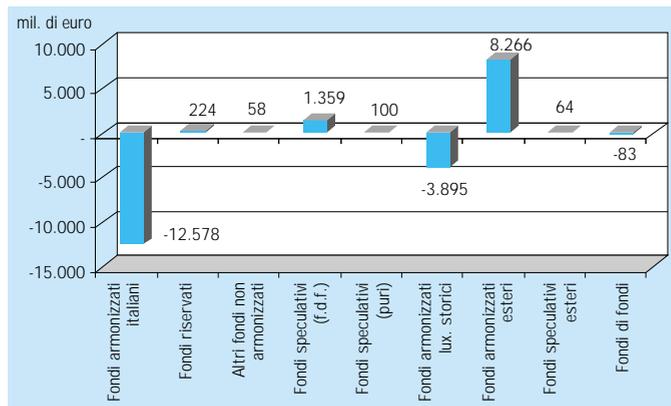


Fig 2 Raccolta netta per tipologia di fondi

La raccolta netta dell'industria ha segnato nell'anno un deflusso complessivo pari a 6,4 miliardi di euro. Andamenti altalenanti della raccolta si sono però osservati nel corso dell'anno, infatti i deflussi sono apparsi concentrati solamente in quattro mesi: maggio (-1,7 mld euro), giugno (-3,9 mld euro), luglio (-3,6 mld euro) e settembre (-4,2 mld euro). L'ultimo trimestre dell'anno ha invece registrato una raccolta positiva che ha portato ad una chiusura in nero del trimestre pari a 1,8 miliardi di euro. L'incertezza sui mercati unita alla concorrenza offerta dai fondi di diritto estero ha portato i fondi di diritto italiano armonizzati a registrare flussi di raccolta negativi per più di 12,5 miliardi di euro.

Il risultato raggiunto da questi fondi deriva anche dalla concorrenza subita dei fondi di diritto estero promossi dai medesimi gruppi italiani. Positiva per oltre 4,4 miliardi di euro è stata infatti la raccolta dei fondi esteroinvestiti sebbene i fondi lussemburghesi storici abbiano registrato deflussi per -3,9 miliardi di euro mentre quelli istituiti successivamente al 1992 hanno registrato flussi positivi per 8,3 miliardi di euro.

I fondi non armonizzati italiani hanno avuto anch'essi una raccolta positiva pari a 1,7 miliardi di euro. La raccolta dei fondi di fondi, positiva per i primi cinque mesi dell'anno, ha subito successivamente un rallentamento che ha condotto in segno negativo i flussi complessivi confluiti in questi prodotti (-83 milioni di euro).

Il trend negativo degli ultimi anni, insieme all'incertezza per il futuro, ha portato i sottoscrittori a modificare le preferenze nell'acquisto di quote di fondi comuni. Le risorse sono infatti defluite dai fondi caratterizzati da componenti di rischio ren-

dimento più elevate e da orizzonti temporali di investimento di medio lungo periodo, quali quelli rappresentati dai fondi azionari e bilanciati, verso prodotti caratterizzati invece da minor rischiosità e precedentemente utilizzati, fino al 2000, come parcheggio temporaneo della liquidità in eccesso.

I fondi di liquidità area euro e i fondi obbligazionari area euro a breve termine sono le due categorie a cui gli italiani hanno prevalentemente destinato i loro risparmi. Nel corso del 2002 ai primi sono affluiti mensilmente circa 2 miliardi di euro, ai secondi poco più di 900 milioni di euro. Nel complesso queste due categorie hanno raccolto nell'anno più di 40 miliardi di euro e, negli ultimi due anni, più di 92 miliardi di euro. Nel 2000 la raccolta di questi prodotti era stata invece negativa per 1,2 miliardi di euro.

Una raccolta negativa per quasi 10 miliardi di euro viene invece registrata dai fondi azionari, con l'unica eccezione rappresentata dal mercato americano, infatti i prodotti della categoria rappresentante questa area hanno avuto flussi di raccolta positivi per oltre 3 miliardi di euro.

Positiva è stata anche la raccolta della categoria flessibili (3,9 mld euro) al cui risultato hanno però contribuito sostanzialmente i flussi destinati ai fondi speculativi (1,5 mld euro) e ad alcuni fondi di diritto estero costruiti per investitori istituzionali (2,9 mld euro).

I risultati esposti finora rispecchiano la situazione dell'industria nel suo complesso e quella specifica dei fondi domiciliati in Italia (vedi Figura 3).

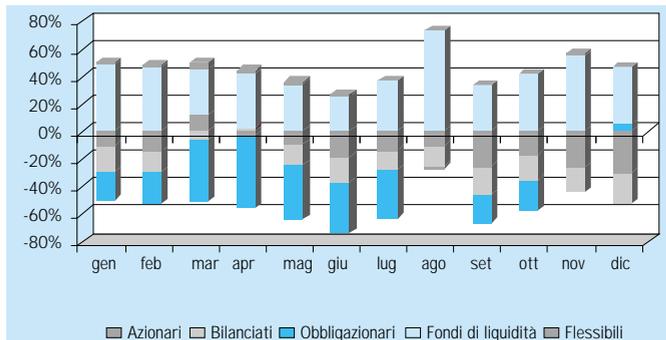


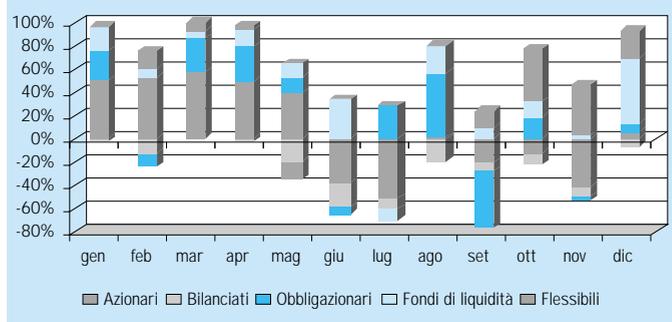
Fig 3 Raccolta netta per macro categoria dei prodotti italiani

Per quanto riguarda i prodotti esteroinvestiti si rilevano alcune specificità (vedi Figura 4):

- nei fondi lussemburghesi storici si è avuta una raccolta positiva negli azionari settoriali (229 mil euro), negli azionari America (177 mil euro) e negli azionari altre specializzazioni (190 mil euro); nel comparto obbligazionario il flusso maggiore si è registrato, come nel resto dell'industria, nei fondi a breve termine (1.052 mil euro); si ricorda che per questi prodotti non sono presenti fondi categorizzati nelle categorie dei fondi di liquidità, dei fondi bilanciati e dei fondi flessibili;
- gli altri fondi esteri hanno invece avuto flussi di raccolta

positivi ad eccezione di quelli destinati ai fondi azionari paese, ai fondi classificati nelle categorie delle altre specializzazioni e ai fondi bilanciati.

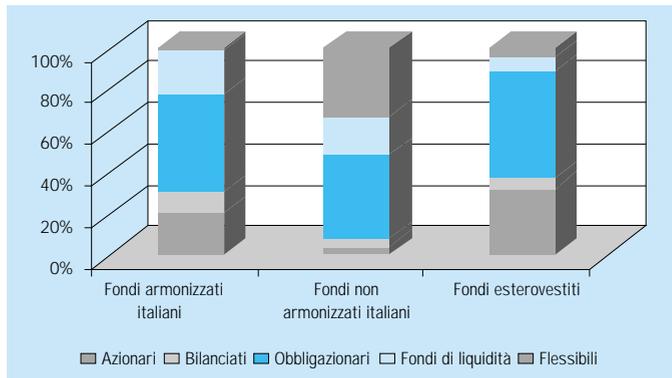
Fig 4 Raccolta netta per macro categoria dei prodotti esterovestiti



La ricomposizione dei flussi e la caduta dei corsi azionari hanno portato i fondi di liquidità e i fondi obbligazionari a breve termine a rappresentare rispettivamente il 17,9% e il 21,6% del sistema complessivo, in crescita del 7,9% e del 4,9% rispetto a quanto osservato nel 2001 e del 13,6% e dell'11,6% se si confronta con la situazione registrata a fine 2000.

Come si osserva nella seguente Figura 5, i fondi domiciliati in Italia sono più esposti nei mercati obbligazionari e di liquidità, mentre i fondi di diritto estero hanno ancora una forte presenza nei mercati azionari.

Fig 5 Asset allocation dei fondi promossi da gruppi italiani



L'offerta di nuovi prodotti non è venuta meno nel corso dell'anno. Sono oltre 200 i nuovi fondi istituiti e offerti alla clientela nel corso del 2002, di questi 64 sono rappresentati da fondi di diritto italiano armonizzati e 50 da fondi di diritto italiano non armonizzati.

Se si confronta però il numero complessivo dei fondi attualmente presenti con quello del 2001 si osserva un incremento di 61 unità. La ristrutturazione della gamma prodotti avvenuta per alcune società in seguito ad operazioni di fusione ha influenzato il numero complessivo di fondi in circolazione. Il numero di operatori presenti sul mercato che offrono sola-

mente fondi di diritto italiano armonizzati è infatti diminuito passando da 61 a 57 sebbene nel corso del 2002 hanno iniziato ad operare tre nuove società; risulta invece aumentato il numero di Sgr che offrono fondi speculativi (passano da 7 a 17) e fondi di fondi (da 18 a 19).

Si analizzano infine le caratteristiche del risparmio dei sottoscrittori italiani confluito nei prodotti di diritto estero promossi da gruppi stranieri. I dati, come è noto, si riferiscono agli operatori presenti sul mercato associati ad Assogestioni, che si stima rappresentino il 70% del patrimonio gestito da operatori stranieri in Italia.

Il controvalore delle quote detenute da investitori italiani risulta essere a fine dicembre pari a 21 miliardi di euro, così ripartito: 41% in fondi azionari (era il 53,4% a fine 2001), 2,9% in fondi bilanciati (4,1% nel 2001), 38,5% in fondi obbligazionari (34,5% a fine 2001), 17,1% in fondi di liquidità (7,6% in fondi di liquidità) e 0,5% in fondi flessibili (0,1% a fine 2001) (Figura 6).

Anche in questo segmento di mercato si osserva quindi la ricollocazione operata dai sottoscrittori verso i prodotti di liquidità e obbligazionari a breve termine. Si stima infatti che verso questi prodotti siano affluiti nel corso dell'anno più di 1.000 milioni di euro.

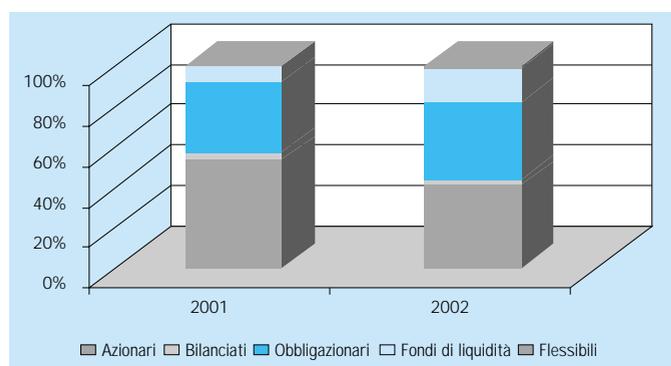


Fig 6 Asset allocation dei fondi promossi da gruppi stranieri



## L'industria: le società di gestione

Il processo evolutivo che caratterizza le società di gestione del risparmio non ha rallentato nemmeno nel 2002 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 Tabella 1 mostra l'evoluzione del grado di concentrazione dell'industria italiana dei fondi comuni.

I dati riportati, includono il patrimonio dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani (c.d. fondi estero-vestiti) e evidenziano la stabilizzazione del processo di concentrazione che ha caratterizzato il lato dell'offerta nel corso del secondo lustro degli anni '90 e che ha portato i primi 3 gruppi finanziari a controllare la metà del mercato.

	2002	2001	2000	1999	1996
Primi 3 gruppi	0,502	0,511	0,515	0,397	0,32
Primi 5 gruppi	0,625	0,619	0,626	0,545	0,451
Primi 10 gruppi	0,793	0,792	0,808	0,758	0,684

Complessivamente l'evoluzione dell'industria dei fondi comuni è marcata dai seguenti fattori:

- un processo di ristrutturazione dei primi gruppi di gestione, naturale conseguenza degli importanti processi di fusione degli anni passati, con l'evidente finalità di creare unità produttive articolate e in grado di sfruttare forti economie di scala;
- una compressione dei margini di profitto, sia a causa della contrazione delle masse gestite (-9,4% nel corso del 2002), sia per un consistente riposizionamento del risparmio sui fondi di liquidità (passati dal 10% al 18% del patrimonio complessivo) a discapito dei fondi azionari (calati in misura corrispondente);
- l'avvio di un consistente numero di società di gestione di fondi hedge, primo esperimento in Europa di regolamentazione on-shore di prodotti "alternativi".

A fine 2002 operavano in Italia più di 140 Sgr. La metà di queste offrivano fondi comuni. Da una prima sommaria indagine sui loro bilanci si osserva

- una diminuzione delle commissioni attive;
- un aumento delle commissioni passive, correlate al costo del canale distributivo.

Questi due fattori hanno comportato un aumento dell'incidenza della percentuale di retrocessione delle commissioni attive alla rete distributiva.

A fronte di tutti questi fattori va ricordato un altro importante fenomeno che potrebbe determinare nel medio periodo effetti potenzialmente dirompenti sulla struttura del-

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

**Tab 2 Patrimonio dei fondi comuni promossi dai gruppi finanziari italiani a fine 2002**

	Patrimonio	Patrimonio		
	(Italia)	Totale	in %	Conc.
	Mil. euro	Mil. euro		
1 SANPAOLO - IMI	86.431,9	87.253,7	18,45%	18,45%
2 INTESA BCI	87.055,2	87.070,3	18,41%	36,86%
3 UNICREDITO ITALIANO	62.578,3	64.508,3	13,64%	50,50%
4 FINECO - GRUPPO BANCARIO CAPITALIA	32.282,1	32.282,1	6,83%	57,33%
5 ARCA	25.528,6	25.528,6	5,40%	62,73%
6 MONTE DEI PASCHI DI SIENA	19.150,4	19.150,5	4,05%	66,78%
7 BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	17.494,8	17.497,1	3,70%	70,48%
8 BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	14.561,7	14.567,6	3,08%	73,56%
9 DEUTSCHE BANK	14.474,0	14.474,0	3,06%	76,62%
10 EPTACONSORS	13.108,2	13.108,2	2,77%	79,39%
11 BANCA POPOLARE DI MILANO	10.599,3	10.599,3	2,24%	81,63%
12 BANCA LOMBARDA	9.649,4	9.649,4	2,04%	83,67%
13 CREDITO EMILIANO	8.929,4	8.945,6	1,89%	85,56%
14 RAS	8.600,9	8.600,9	1,82%	87,38%
15 Gruppo MEDIOLANUM	8.254,4	8.305,5	1,76%	89,14%
16 LE ASSICURAZIONI GENERALI	7.068,6	7.069,4	1,49%	90,63%
17 BANCA POPOLARE DI LODI	6.594,1	6.594,1	1,39%	92,03%
18 GRUPPO AZIMUT	5.621,9	5.630,4	1,19%	93,22%
19 ICCREA	4.127,9	4.127,9	0,87%	94,09%
20 ERSEL	3.709,1	3.741,7	0,79%	94,88%
21 BANCA SELLA	3.223,1	3.263,4	0,69%	95,57%
22 GRUPPO BANCA POPOLARE DI BERGAMO	2.923,7	2.923,7	0,62%	96,19%
23 ING GROUP	2.900,7	2.900,7	0,61%	96,80%
24 CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	2.137,7	2.137,7	0,45%	97,26%
25 CREDIT AGRICOLE	1.949,4	1.949,4	0,41%	97,67%
26 ANIMA	1.172,2	1.172,2	0,25%	97,92%
27 BANCA ANTONIANA POP. VENETA	1.047,9	1.047,9	0,22%	98,14%
28 BANCA POP. EMILIA ROMAGNA	881,8	881,8	0,19%	98,32%
29 SYMPHONIA	868,2	868,2	0,18%	98,51%
30 BANCA ESPERIA	837,6	837,6	0,18%	98,69%
31 CREDIT SUISSE	834,3	834,3	0,18%	98,86%
32 BANCA POPOLARE VICENTINA	799,9	814,5	0,17%	99,03%
33 VEGAGEST	715,3	715,3	0,15%	99,19%
34 INTERMOBILIARE	624,0	624,0	0,13%	99,32%
35 POSTE ITALIANE	609,9	609,9	0,13%	99,45%
36 KAIROS PARTNERS	521,6	521,6	0,11%	99,56%
37 BANCA POPOLARE DI BARI	312,3	312,3	0,07%	99,62%
38 SAI ASSICURAZIONI	304,4	304,4	0,06%	99,69%
39 UNIPOL	272,4	272,4	0,06%	99,74%
40 BANCA LEONARDO	196,8	196,8	0,04%	99,79%
41 LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	187,2	187,2	0,04%	99,83%
42 HEDGE INVEST	132,8	132,8	0,03%	99,85%
43 CONSULINVEST	116,0	116,0	0,02%	99,88%
44 REALI	112,9	112,9	0,02%	99,90%
45 PFM	95,8	95,8	0,02%	99,92%
46 NEXTAM	90,5	90,5	0,02%	99,94%
47 COMMERZBANK	88,8	88,8	0,02%	99,96%
48 PRIVATE WEALTH MANAGEMENT	70,6	70,6	0,01%	99,98%
49 HSBC	43,2	43,2	0,01%	99,98%
50 ALPI	31,1	31,1	0,01%	99,99%
51 NORDEST	12,0	12,0	0,00%	99,99%
52 SOCIETE GENERALE	11,1	11,1	0,00%	100,00%
53 AGORA	5,7	5,7	0,00%	100,00%
54 AGENZIA EUROPEA INVESTIMENTI	5,4	5,4	0,00%	100,00%
55 ETRA	4,1	4,1	0,00%	100,00%
56 BNP Paribas AM	2,9	2,9	0,00%	100,00%



## La clientela: profilo dei sottoscrittori

Dall'anno in cui si è iniziato ad effettuare la prima rilevazione sulle caratteristiche dei sottoscrittori (1996) l'industria dei fondi comuni ha vissuto una costante fase di crescita sostenuta dall'andamento positivo dei mercati borsistici nonché dall'incremento della fiducia degli investitori nei confronti di questi prodotti.

L'andamento altalenante dei mercati finanziari registrato in questi ultimi anni rende interessante verificare se e come sono variate tali caratteristiche e se e come è variato il comportamento degli investitori.

La fiducia degli investitori nei fondi comuni si conferma stabile a fine 2001. Il numero di sottoscrittori, seppur leggermente diminuito da quello rilevato nelle precedenti indagini, è sostanzialmente rimasto immutato: sono più di 8.300.000 i risparmiatori che detengono quote di fondi comuni. A fine 2001 questo prodotto è detenuto da una famiglia su tre. Certo il mutamento dello scenario finanziario non è stato ininfluenza ma questo, come vedremo successivamente, ha modificato prevalentemente la tipologia dei fondi detenuti in portafoglio invece di determinare una fuga da questo prodotto finanziario.

La Tabella 1 mostra le caratteristiche del campione analizzato nel corso degli ultimi cinque anni e alcuni aspetti rilevanti della figura del sottoscrittore che ne è emerso.

Tab 1 Caratteristiche del campione

Caratteristiche del campione aperto	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Patrimonio analizzato in mil. euro	66.156	150.684	310.590	418.482	462.218	412.497
In % sul patrimonio complessivo	65,00%	73,80%	83,40%	88,10%	84,30%	80,20%
% detenuta dalle persone fisiche	n.d.	91%	82%	75%	67%	65%
% detenuta dalle persone giuridiche	n.d.	9%	18%	25%	33%	35%
Caratteristiche delle persone fisiche	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Numero di persone fisiche**	2.171.658	4.088.184	6.735.587	7.865.190	8.480.518	8.313.459
di cui residenti nel Nord Ovest	654.242	1.788.617	2.806.269	3.061.354	3.354.594	3.198.095
di cui residenti nel Nord Est	504.858	709.166	1.246.765	1.676.247	1.894.450	2.003.679
di cui residenti nel Centro	264.265	565.831	1.200.246	1.388.674	1.372.501	1.529.873
di cui residenti nel Sud e Isole	220.590	544.868	1.026.730	1.308.222	1.415.632	1.464.717
% Uomini	63,65	63,35	60,06	59,15	59,14	58,85
Età media	50 anni	50 anni	51 anni	52 anni	51 anni	51 anni
Numero medio di fondi detenuti	1,02	1,16	1,38	2,44	2,62	2,44
Investimento medio	30.647 euro	35.158 euro	39.148 euro	40.141 euro	36.919 euro	33.404 euro
% Patrimonio detenuto in:						
Fondi Azionari	21,23	33,61	27,77	28,25	34,4	26,56
Fondi Bilanciati	*	*	*	28,9	33,2	26,27
Fondi Obbligazionari	44,35	40,95	54,6	24,01	17,5	16,21
Fondi di liquidità e Obbligazionari B/T	34,42	25,44	17,62	18,84	14,9	30,96

\*\* Compresi i non residenti e i sottoscrittori per cui il dato sulla residenza non è disponibile

\* Prima del 1999 i fondi bilanciati venivano inclusi tra gli Azionari

1 Sintesi dei risultati

Si osserva come nel tempo sia variata la modalità di acquisto dei fondi: il patrimonio detenuto da coloro che inseriscono questi prodotti all'interno del servizio di gestioni patrimoniali si è infatti attestato a fine 2001 al 35%, in crescita del 2% rispetto alla rilevazione dell'anno precedente e del 24% rispetto al momento in cui si è iniziato a rilevare questa variabile.

La diminuzione dei corsi azionari, così come la marcata preferenza degli investitori verso i prodotti caratterizzati da un profilo rischio rendimento medio basso, ha invece comportato una crescita dei fondi obbligazionari a breve termine e di liquidità all'interno del portafoglio delle famiglie italiane. Rispetto al 2001 questi prodotti rappresentano quasi il 31% del patrimonio complessivamente investito nei fondi, contro il 15% rilevato nel 2000. Diminuisce il numero di fondi mediamente detenuti dagli investitori (da 2,62 a 2,44). La percentuale dei sottoscrittori che investe in un unico fondo è infatti cresciuta del 3,6% e il patrimonio complessivamente rappresentato da questi investitori è incrementato del 6%.

La partecipazione delle donne nelle scelte d'investimento è anche quest'anno in crescita. La percentuale di uomini a cui è intestato un conto è infatti diminuita di quasi 5 punti percentuali nel corso degli ultimi 6 anni attestandosi a fine 2001 al 58,85%. I sottoscrittori che hanno utilizzato piani di accumulo per sottoscrivere i fondi comuni sono cresciuti nel corso del 2001, a riprova della possibilità di entrare con quote minimali ma costanti nel tempo anche nelle fasi negative dei mercati. Nel corso del 2001 riprende invece ad aumentare il peso dei fondi collocati attraverso il sistema bancario. Sia il numero delle sottoscrizioni che il controvalore delle stesse a fine periodo mostra rispettivamente una crescita del canale bancario del 3,2% e del 4,8%. La distribuzione geografica dei risparmiatori mostra una crescita dei sottoscrittori in tutte le aree del paese ad eccezione di quelli residenti nel Nord. La diminuzione del numero di investitori in tale area è dovuto in parte al cambiamento nelle modalità di approccio all'investimento nei fondi comuni, già evidenziato in precedenza, dove

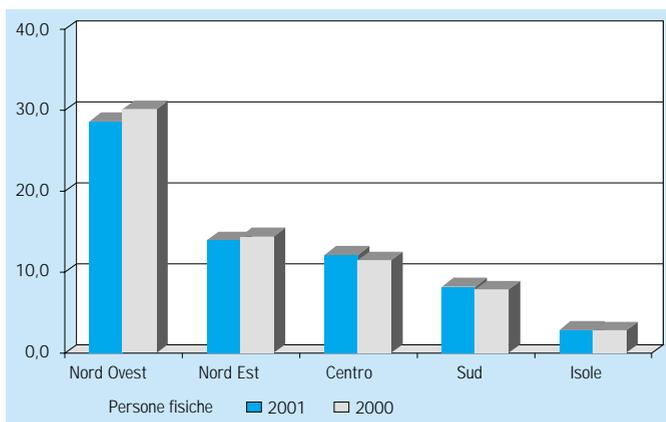


Fig 1 Patrimonio detenuto dalle persone fisiche (dati in percentuale)

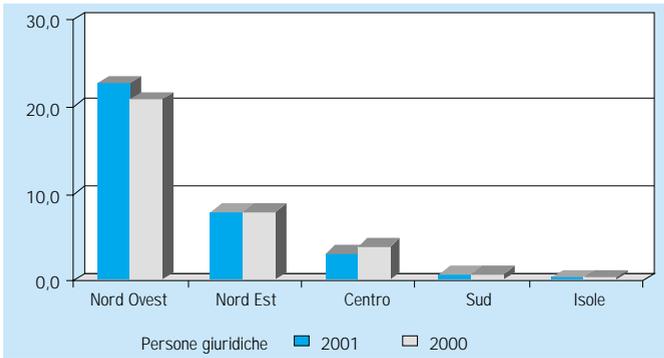


Fig 2 Patrimonio detenuto dalle persone giuridiche (dati in percentuale)

l'acquisto diretto di fondi da parte di questi risparmiatori si trasforma in acquisto indiretto attraverso la detenzione di servizi di gestione patrimoniale.

L'età media dell'investitore in fondi comuni negli anni è rimasta sempre tra i cinquanta e i cinquantuno anni. A fine 2001 l'età media è pari a 50,8 anni, con una deviazione standard di 17 anni.

La classe di investitori più numerosa si conferma anche quest'anno quella composta da individui con più di 65 anni di età (il peso di questa classe è anzi cresciuto dello 0,5% rispetto alla rilevazione precedente), così come viene riaffermato che più del 50% del patrimonio investito è detenuto da individui con età superiore ai 56 anni.

Circa il 54% dei sottoscrittori di età inferiore ai 35 anni e di quelli di età superiore ai 65 anni detengono un unico fondo comune. Tale valore si è incrementato del 4% rispetto all'anno scorso.

I sottoscrittori più giovani rappresentano il 20% dei sottoscrittori nelle diverse aree geografiche. Differenze nella distribuzione per fasce di età si osservano per i sottoscrittori con età superiore ai 35 anni dove la presenza di individui più maturi è inferiore nelle regioni del Nord Est e del Sud.

Analizzando l'età degli uomini e delle donne che hanno sottoscritto quote di fondi comuni si osserva che la presenza femminile è più elevata nelle fasce più estreme della curva. Le aderenti inferiori ai 35 anni rappresentano il 20,54% contro il 18,74% rilevato per gli uomini.

## 2 Età dei sottoscrittori

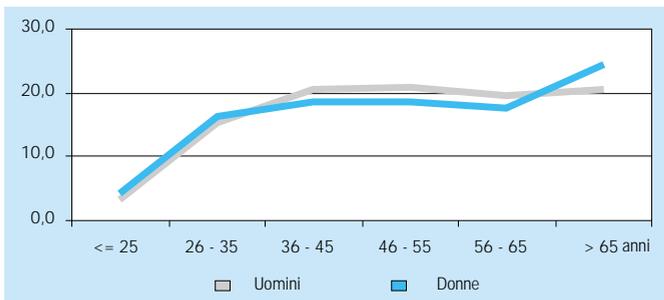
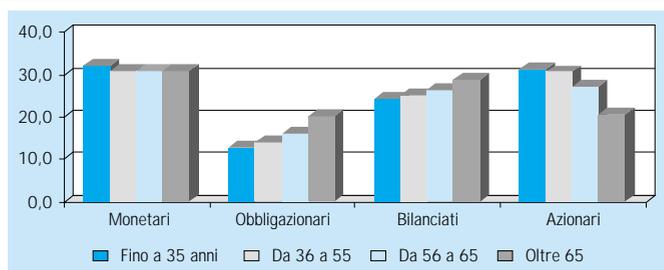


Fig 3 Sesso dei sottoscrittori per fascia di età

Fig 4 Composizione del portafoglio a dicembre 2001 per classi di età



Comportamenti omogenei vengono evidenziati per la tipologia di fondi prescelta: indipendentemente dall'età tutti i sottoscrittori detengono in media circa il 30% dei loro investimenti in fondi obbligazionari a breve termine o liquidità (l'anno scorso a questi prodotti era destinato il 13/14% delle risorse complessive). Differenze emergono in relazione alla componente azionaria presente nel portafoglio dei fondi dove questa diminuisce al crescere dell'età degli investitori. Si osserva infatti che gli individui sotto i 35 anni detengono il 31% nei fondi azionari e il 24,3% nei fondi bilanciati; gli ultra 65-enni hanno nei fondi azionari il 20% dei loro assets, mentre nei fondi bilanciati il 29%. Al riparto teorico tra fondi azionari e obbligazionari bisogna quindi affiancare i prodotti in cui l'investitore ha delegato al gestore, all'interno dei limiti stabiliti dal regolamento del fondo, di operare la scelta tra componente azionaria e obbligazionaria.

È interessante osservare come è variata l'asset allocation degli investimenti in seguito al mutamento dello scenario finanziario internazionale. Va ricordato che il confronto riguarda il patrimonio detenuto dai sottoscrittori a fine 2001 e a fine 2000. La diminuzione dello stesso può essere dovuta sia a scelte effettuate dall'investitore (switch) sia alla contrazione dei valori intrinseci componenti il portafoglio stesso.

La Tabella 2 mostra la composizione degli investimenti detenuti dalle diverse fasce d'età nel 2000 e nel 2001, dove i numeri positivi indicano un incremento della posizione assunta nei diversi prodotti.

Tab 2 Composizione degli investimenti per fascia di età

	Monetari	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari
Fino a 35 anni	17,5	-1,3	-7,9	-8,3
Da 36 a 55	17,6	-1,4	-7,3	-8,8
Da 56 a 65	17,8	-1,5	-8,1	-8,2
Oltre 65	16,9	-0,8	-9,3	-6,7
Totale	17,4	-1,2	-8,2	-8,0

L'incremento dei prodotti monetari e, di converso, il decremento dei prodotti con componente azionaria, ha interessato in misura simile tutte le fasce d'età. Le lievi differenze che emergono tra le diverse fasce rispecchiano le differenti asset allocation inizialmente detenute dai sottoscrittori come già indicato in precedenza.

## 3 Importo investito

L'importo mediamente investito è diminuito nel corso delle ultime rilevazioni. La flessione dei mercati finanziari da un lato e la sottoscrizione di fondi all'interno di servizi di gestione patrimoniale ha portato l'investimento medio nei fondi comuni ad assestarsi a fine 2001 a 33.404 euro.

La distribuzione dei sottoscrittori sulla base dell'importo detenuto mostra una concentrazione degli individui nelle fasce caratterizzate da investimenti più bassi rispetto al dato medio, questo per definizione include anche gli estremi della distribuzione (sottoscrittori con oltre 150.000 euro). Il 52,7% dei sottoscrittori complessivi detiene infatti investimenti di ammontare inferiori a 15.000 euro.

Come si può osservare dalla Figura 5 il numero di fondi detenuti è direttamente proporzionale all'importo complessivamente investito. Il punto centrale di indifferenza è per investimenti compresi tra i 15.000 e i 25.000 euro, rappresentanti circa il 15% dei sottoscrittori per entrambe le distribuzioni.

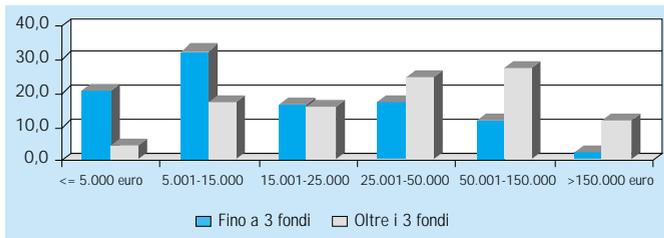


Fig 5 Distribuzione dei sottoscrittori per numero di fondi detenuti

Analizzando l'ammontare investito dalle donne e dagli uomini si osserva che il 54,4% delle donne ha investito importi inferiori ai 15.000 euro. Per gli uomini tale valore è inferiore di tre punti percentuali (51,5%) ed evidenzia una maggiore concentrazione di questi ultimi nelle fasce di investimento più elevate. La reazione dei sottoscrittori all'andamento dei mercati mostra comportamenti disomogenei laddove gli stessi vengono distinti sulla base dell'ammontare complessivamente investito nei fondi. Una forte componente monetaria (+32%) si osserva nei sottoscrittori che detengono più di 15.000 euro; quelli con importi inferiori, si ricorda rappresentanti il 52,7% dei sottoscrittori analizzati, destinano a questi fondi il 25% dei loro assets. Come si evince dalla Figura 6 le variazioni nelle scelte di investimento tra il 2000 e il 2001 sono più marcate per le fasce di investimento medie-alte.

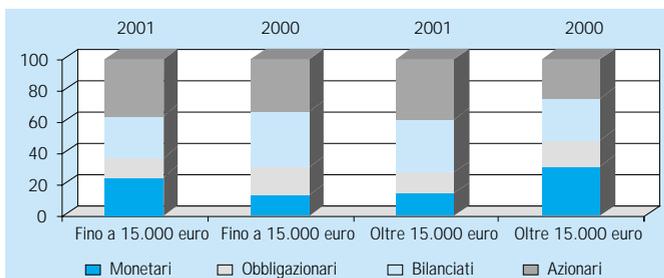


Fig 6 Composizione per fascia di capitale investito

4 Distribuzione geografica

A livello territoriale rimane confermata la disomogeneità dell'utilizzo del prodotto fondo: nelle regioni del Nord Ovest e del Nord Est il numero di famiglie che detiene fondi comuni è rispettivamente pari al 50% e al 47%, nel Centro è del 35,5%, mentre nelle regioni del Sud e delle Isole, è notevolmente inferiore, e rispettivamente pari al 21,8% e al 16,9%.

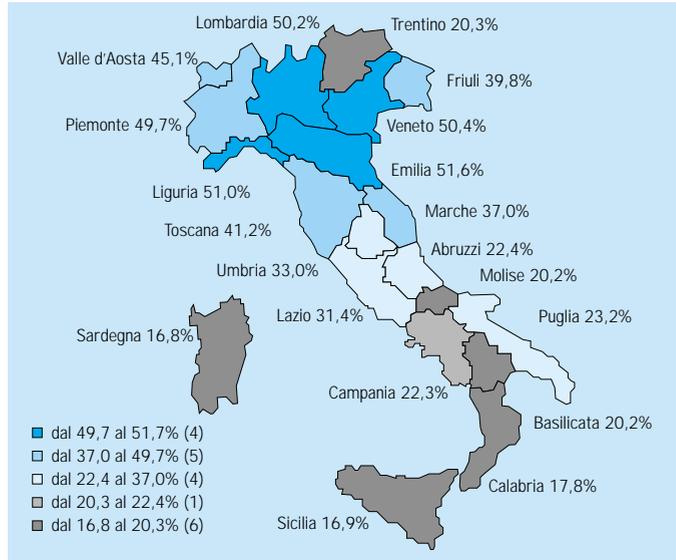


Fig 7 Diffusione del prodotto fondo tra le famiglie italiane

Le scelte degli investitori di allocare le risorse nelle differenti 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. I fondi azionari vengono detenuti maggiormente dai sottoscrittori residenti nel Veneto (39,5%), i fondi bilanciati da quelli in Emilia Romagna (30,25), i fondi obbligazionari da quelli del Piemonte (27,3%), mentre i fondi a breve termine dalla Basilicata (46,2%).

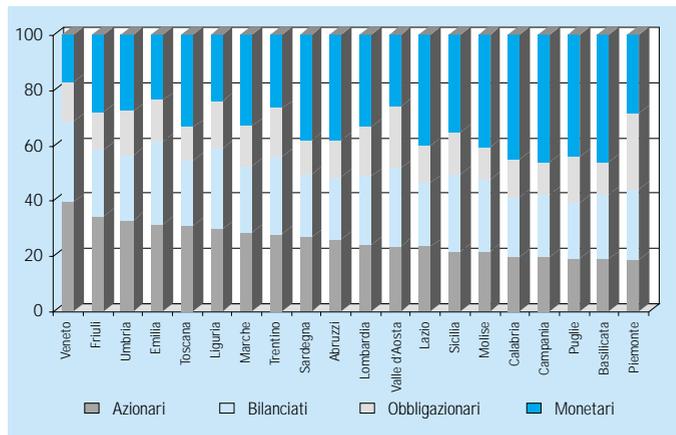


Fig 8 Allocazione degli investimenti per regione

È possibile osservare alcuni tratti distintivi dei sottoscrittori se si segmentano gli stessi sulla base di alcune caratteristiche della società presso cui sono stati acquistati i fondi.

Di seguito vengono presentate alcune delle caratteristiche della clientela che ha sottoscritto fondi in società in cui l'esposizione in prodotti con componente azionaria era più o meno prevalente. Le diverse società analizzate sono state suddivise in tre sottocampioni, sulla base del peso che avevano i fondi azionari e quelli bilanciati sottoscritti direttamente dalla clientela a fine 2000 sul totale del patrimonio delle società stesse. Le caratteristiche dei rispettivi sottoscrittori sono evidenziate nella Tabella 3.

## 5 Caratteristiche dei sottoscrittori esposti negli investimenti azionari

**Tab 3** Caratteristiche dei sottoscrittori per tipo di Società

Società Tipo 1: % prodotti azionari > o uguale al 50%						
Età media	49,0					
Importo medio	26.882 euro					
	Monetari	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale	
2001	19,0	19,9	7,2	53,9	100	
2000	10,2	21,2	8,5	60,1	100	
Società Tipo 2: % prodotti azionari compresi tra il 30 e il 50%						
Età media	50,1					
Importo medio	29.920 euro					
	Monetari	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale	
2001	29,1	13,6	29,3	28,0	100	
2000	12,5	13,3	41,0	33,2	100	
Società Tipo 3: % prodotti azionari inferiori al 30%						
Età media	52,4					
Importo medio	35.087 euro					
	Monetari	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale	
2001	36,4	17,8	29,0	16,8	100	
2000	16,2	19,9	40,0	24,0	100	

Si è osservato in precedenza come il trend negativo registrato dai mercati azionari abbia comportato un maggior peso dei prodotti obbligazionari e monetari all'interno del portafoglio delle famiglie italiane.

Verificando ora il comportamento di quei sottoscrittori che hanno acquistato quote di fondi in società il cui patrimonio era investito per più del 50% in prodotti con componente azionaria, la quota investita in fondi "monetari" è cresciuta solo dell'8%, mentre quelli che avevano acquistato fondi in società il cui patrimonio detenuto in fondi azionari e bilanciati era meno del 30% è aumentata del 21%.

Suddividendo i sottoscrittori per fasce di importo investito risalta maggiormente nella Tabella 4 il differente comportamento dei sottoscrittori.

Si può di conseguenza concludere che i clienti delle società caratterizzate da un'offerta di prodotti azionari evidenziano una maggiore stabilità nelle scelte di investimento effettuate. Sembra in particolare che i sottoscrittori consapevoli di aver acquistato dei prodotti rischiosi mantengono le decisioni effettuate.

**Tab 4**      **Variazione delle scelte di investimento  
per fascia di importi investiti**

	Monetari		Obbligazionari		Bilanciati e Azionari	
	Società Tipo 1	Società Tipo3	Società Tipo 1	Società Tipo3	Società Tipo 1	Società Tipo3
< 15.000 euro	3,2	13,5	0,3	-1,9	-3,5	-11,6
15.001 - 50.000 euro	6,6	18,6	0,9	-1,2	-7,5	-17,4
50.001 - 150.000 euro	10,2	21,0	-2,6	-1,5	-7,7	-19,5
150.001 - 300.000 euro	11,6	22,7	-3,7	-2,5	-7,8	-20,2
> 300.000 euro	11,4	22,1	2,2	-3,3	-13,6	-18,9
Totale	8,8	20,3	-1,3	-2,1	-7,5	-18,2

## I benchmark indicati dai gestori

Il presente capitolo illustra i risultati dell'analisi annuale sui benchmark scelti dai gestori per rappresentare la politica d'investimento dei rispettivi fondi. L'indagine si propone di descrivere quali sono gli indici e i provider più frequentemente associati ai fondi e come si presenterebbe il loro portafoglio nell'ipotesi in cui i gestori replicassero fedelmente i benchmark indicati. Rispetto agli anni precedenti, l'indagine è stata ampliata ai fondi esteri classificati Assogestioni ed è stata arricchita la parte dedicata agli indici obbligazionari. Tutte le informazioni si riferiscono al 31 ottobre 2002.

### Fondi italiani

Il campione su cui si basa l'analisi presentata nelle sezioni che seguono è costituito da tutti i fondi comuni aperti di diritto italiano ad esclusione dei Fondi di Fondi e dei Fondi speculativi (Tabella 1).

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	percentuale	N° Fondi
AZIONARI	76.878,31	20,94%	504
BILANCIATI	37.726,58	10,28%	91
OBBLIGAZIONARI	173.815,68	47,34%	398
FONDI DI LIQUIDITÀ	73.856,41	20,12%	38
FLESSIBILI	4.862,05	1,32%	54
	367.139,02	100,00%	1085

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

### 1 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
J.P. MORGAN	126.967,60	34,58%
MERRILL LYNCH	70.365,17	19,17%
MSCI	64.341,29	17,53%
MTS SPA	42.870,81	11,68%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	10.158,91	2,77%
SALOMON SMITH BARNEY	9.964,00	2,71%
24 ORE - UNICREDITO	8.583,10	2,34%
ALTRO	7.526,03	2,05%
BORSA ITALIANA SPA	5.655,72	1,54%
NESSUNO	5.250,69	1,43%
STANDARD & POOR'S	3.222,81	0,88%
STOXX LIMITED	2.561,93	0,70%
FTSE	2.516,67	0,69%
BLOOMBERG	2.301,65	0,63%
LEHMAN BROTHERS	1.324,33	0,36%
CREDIT - GOLDMAN SACHS	1.316,60	0,36%
RUSSELL	678,05	0,18%
GOLDMAN SACHS	495,57	0,13%
BORSE EUROPEE	431,80	0,12%
BORSE NON EUROPEE	350,46	0,10%
NON DISPONIBILE	131,54	0,04%
DOW JONES	68,61	0,02%
E CAPITAL AND PARTNERS	38,56	0,01%
UBS WARBURG	17,14	0,00%

Si rileva che più dell'80% del patrimonio è detenuto da fondi che utilizzano gli indici di solo 4 index provider (J.P.Morgan, Merrill Lynch, MSCI e MTS SpA). Di queste 4 società, 3 sono note per i rispettivi indici obbligazionari. Tale predominanza è da ascrivere al fatto che più del 45% del patrimonio totale è detenuto da fondi obbligazionari. Nelle Tabelle 3, 4, 5, 6, 7 sono riportati gli index provider rispettivamente per i fondi azionari, bilanciati, obbligazionari, liquidità e flessibili, e il numero di volte in cui gli indici di ciascun provider sono utilizzati.

Per i fondi azionari si rileva una notevole concentrazione del patrimonio in termini di index provider, infatti quasi il 65% è gestito con riferimento a indici MSCI. La Tabella 4 evidenzia la consuetudine da parte dei fondi azionari di indicare un benchmark composto azionario/liquidità in luogo di un solo indice azionario.

**Tab 3** Fondi comuni italiani Azionari

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	49.790,92	64,77%	374
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	7.133,89	9,28%	37
BORSA ITALIANA SPA	4.808,36	6,25%	47
STANDARD & POOR'S	3.217,12	4,18%	24
MTS SPA	2.290,92	2,98%	173
FTSE	2.075,64	2,70%	29
STOXX LIMITED	1.849,78	2,41%	24
SALOMON SMITH BARNEY	1.627,33	2,12%	8
MERRILL LYNCH	1.555,59	2,02%	83
RUSSELL	678,05	0,88%	3
BORSE EUROPEE	431,80	0,56%	8
BORSE NON EUROPEE	350,46	0,46%	11
ALTRO	341,32	0,44%	13
GOLDMAN SACHS	304,92	0,40%	2
J.P. MORGAN	154,19	0,20%	14
BLOOMBERG	71,19	0,09%	5
DOW JONES	60,64	0,08%	4
E CAPITAL AND PARTNERS	28,27	0,04%	2

I fondi bilanciati, per definizione, investono parte del loro patrimonio in azioni e parte in obbligazioni, per cui è naturale trovare, con aliquote alquanto simili, provider come J.P Morgan e MSCI.

**Tab 4** Fondi comuni italiani Bilanciati

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	13.178,18	34,93%	59
MSCI	12.822,62	33,99%	86
MERRILL LYNCH	4.895,72	12,98%	40
MTS SPA	1.868,10	4,95%	28
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1.716,27	4,55%	14
SALOMON SMITH BARNEY	1.105,42	2,93%	6
BORSA ITALIANA SPA	669,58	1,77%	6
STOXX LIMITED	598,30	1,59%	8
24 ORE - UNICREDITO	515,66	1,37%	3
FTSE	348,44	0,92%	7
DOW JONES	6,32	0,02%	1
ALTRO	1,65	0,00%	1
E CAPITAL AND PARTNERS	0,32	0,00%	2

Per i fondi obbligazionari e di liquidità più dell'85% del patrimonio è appannaggio di 3 provider (J.P. Morgan, Merrill Lynch e MTS SpA).

La presenza di MSCI tra i primi 6 evidenzia che i gestori di fondi obbligazionari utilizzano nella composizione dei benchmark, anche indici azionari. Questa particolarità è da ascrivere alla possibilità concessa ai fondi misti di detenere fino al 20% del proprio portafoglio in azioni.

**Tab 5** Fondi comuni italiani Obbligazionari

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	79.533,46	45,76%	235
MERRILL LYNCH	42.912,30	24,69%	198
MTS SPA	30.201,65	17,38%	103
24 ORE - UNICREDITO	8.067,43	4,64%	17
SALOMON SMITH BARNEY	7.180,67	4,13%	39
MSCI	1.416,64	0,82%	35
LEHMAN BROTHERS	1.324,33	0,76%	9
CREDIT - GOLDMAN SACHS	1.316,60	0,76%	6
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1.276,25	0,73%	2
GOLDMAN SACHS	190,65	0,11%	4
ALTRO	107,64	0,06%	5
FTSE	92,58	0,05%	2
NON DISPONIBILE	57,81	0,03%	1
STOXX LIMITED	48,03	0,03%	7
BORSA ITALIANA SPA	35,95	0,02%	6
BLOOMBERG	24,91	0,01%	1
UBS WARBURG	17,14	0,01%	1
E CAPITAL AND PARTNERS	9,97	0,01%	1
DOW JONES	1,65	0,00%	1

Con riferimento ai fondi di liquidità, la voce “Altro” è da attribuire per la quasi totalità al tasso EURIBOR 3m.

**Tab 6** Fondi comuni italiani di Liquidità

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	33.725,85	45,66%	14
MERRILL LYNCH	20.904,58	28,30%	12
MTS SPA	8.424,40	11,41%	11
ALTRO	7.075,42	9,58%	2
BLOOMBERG	2.205,54	2,99%	1
SALOMON SMITH BARNEY	50,59	0,07%	1

**Tab 7** Fondi comuni italiani Flessibili

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
NESSUNO	3.726,12	76,64%	39
J.P. MORGAN	375,92	7,73%	5
MSCI	311,11	6,40%	12
BORSA ITALIANA SPA	141,83	2,92%	2
MERRILL LYNCH	96,98	1,99%	8
MTS SPA	85,73	1,76%	4
STOXX LIMITED	65,83	1,35%	2
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	32,50	0,67%	2
NON DISPONIBILE	20,34	0,42%	1
STANDARD & POOR'S	5,69	0,12%	1

2 I benchmark

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

L'indice più utilizzato, in termini di patrimonio gestito, è lo J.P. Morgan EUR 3m Cash Index con una percentuale più di 2 volte superiore al secondo indice in termini di importanza. L'indice che fa registrare il maggior numero di impieghi è l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia"- BOT.

Tab 8 I primi 15 indici

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	50.066,43	13,64%	37	56,35
J.P. MORGAN GBI EMU	22.840,73	6,22%	58	60,60
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	22.202,02	6,05%	232	19,38
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	19.803,33	5,39%	35	59,00
MSCI EUROPE	17.282,48	4,71%	41	74,15
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	13.221,97	3,60%	72	17,92
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	11.343,30	3,09%	30	66,17
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	11.023,78	3,00%	45	18,84
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	10.207,81	2,78%	28	66,79
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	9.935,70	2,71%	74	58,85
MSCI WORLD	9.201,02	2,51%	108	62,36
J.P. MORGAN GBI +	8.202,86	2,23%	23	67,17
EURIBOR 3 MESI	7.240,15	1,97%	17	15,29
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	6.173,31	1,68%	10	62,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - CTZ	5.435,71	1,48%	4	87,50

Nelle tabelle seguenti sono riportate le stesse informazioni per ciascuna macrocategoria.

Tab 9 Fondi comuni italiani Azionari

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	15.824,60	20,58%	29	92,76
MSCI WORLD	4.127,27	5,37%	51	92,35
INDICE COMIT GLOBALE R	3.069,17	3,99%	11	95,00
INDICE COMIT GLOBALE	2.854,55	3,71%	23	88,26
MSCI USA	2.800,03	3,64%	9	77,22
MSCI WORLD FREE	2.586,50	3,36%	17	85,88
S&P 500 INDEX	2.458,99	3,20%	18	87,50
MSCI AC WORLD FREE	2.361,88	3,07%	10	87,50
MSCI PACIFIC FREE	2.132,79	2,77%	12	92,50
MSCI EMF	1.849,94	2,41%	19	93,42
MSCI NORTH AMERICA	1.787,45	2,33%	11	91,82
MSCI PAN - EURO	1.743,97	2,27%	5	94,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	1.588,04	2,07%	143	9,44
MSCI INFORMATION TECHNOLOGY	1.564,28	2,03%	12	83,75
MIB R	1.407,25	1,83%	5	95,00

L'indice più utilizzato dai fondi azionari (Tabella 9) è l'indice MSCI Europe. Tale indice rappresenta poco più di un quinto del patrimonio complessivamente gestito dai fondi azionari. L'indice MTS-BOT risulta essere l'indice più utilizzato in ter-

mini di impieghi, ma con un peso medio nel benchmark relativamente basso (9,44%). Questo conferma la consuetudine dei fondi azionari di utilizzare un benchmark composto (azionario/liquidità).

**Tab 10 Fondi comuni italiani Bilanciati**

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU	6.203,99	16,44%	16	37,19
MSCI WORLD	4.590,10	12,17%	40	40,75
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	2.968,98	7,87%	9	44,44
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	2.899,36	7,69%	28	36,07
MSCI WORLD FREE	1.987,30	5,27%	11	30,45
MSCI EUROPE - dividendi reinvestiti	1.772,01	4,70%	5	27,00
MSCI WORLD ex EUROPE - dividendi reinvestiti	1.772,01	4,70%	5	27,00
J.P. MORGAN GBI +	1.698,48	4,50%	6	55,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	1.462,38	3,88%	2	47,50
INDICE COMIT GLOBALE	1.325,77	3,51%	12	32,08
MSCI EUROPE	1.043,86	2,77%	7	37,86
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *ex BANCA D'ITALIA* - GENERALE	886,46	2,35%	8	38,75
MSCI ITALY	683,01	1,81%	4	11,25
MSCI AC WORLD FREE	619,54	1,64%	4	30,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *ex BANCA D'ITALIA* - BOT	555,97	1,47%	13	19,62

Dei primi 15 benchmark per i fondi bilanciati (Tabella 10), 7 sono obbligazionari e 8 sono azionari. Lo J.P. Morgan GBI EMU risulta essere primo, in termini di patrimonio, sia fra tutti i primi 15 indici che fra quelli obbligazionari. Tra gli indici azionari il più usato è l'indice MSCI World.

**Tab 11 Fondi comuni italiani Obbligazionari**

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	19.451,98	11,19%	31	62,42
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	18.534,66	10,66%	22	45,91
J.P. MORGAN GBI EMU	16.635,25	9,57%	41	70,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *ex BANCA D'ITALIA* - BOT	12.980,01	7,47%	67	31,94
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	9.861,15	5,67%	22	69,32
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	8.374,32	4,82%	21	75,48
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	6.974,30	4,01%	42	76,79
J.P. MORGAN GBI +	6.457,98	3,72%	14	83,57
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	5.699,28	3,28%	8	71,25
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *ex BANCA D'ITALIA* - CTZ	5.435,71	3,13%	4	87,50
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	5.298,92	3,05%	28	23,93
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *TASSO VARIABILE*	3.382,19	1,95%	2	65,00
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	3.330,28	1,92%	7	84,29
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *TASSO FISSO - GENERALE*	2.999,58	1,73%	2	95,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 6 MONTH CONSTANT MATURITY	2.095,81	1,21%	2	95,00

Lo J.P. Morgan GBI EMU 1-3 yr è l'indice più utilizzato dai fondi obbligazionari (Tabella 11) in termini di patrimonio, mentre l'indice MTS-BOT è il primo in termini di impieghi. A differenza dei fondi azionari non c'è un'alta concentra-

zione attorno ad un unico indice, infatti i primi 3 indici hanno un ammontare di patrimonio poco diverso. Tale maggiore eterogeneità è evidenziata anche dalla distribuzione degli impieghi.

I 15 indici più importanti (rappresentanti il 73,3% del patrimonio obbligazionario) sono tutti obbligazionari e sono calcolati dai seguenti index provider: J.P. Morgan, MTS SpA, Merrill Lynch e 24-Ore Unicredito.

**Tab 12** Fondi comuni italiani di Liquidità

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	29.842,32	40,41%	8	95,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	9.158,71	12,40%	3	100,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	7.204,19	9,75%	3	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	7.060,18	9,56%	7	100,00
EURIBOR 3 MESI	6.947,16	9,41%	1	100,00
MERRILL LYNCH ITALY GOVERNMENT BILL	2.509,51	3,40%	2	100,00
BLOOMBERG/EFFAS EURO CASH INDICES LIBOR RETURN 3M	2.205,54	2,99%	1	100,00
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	2.169,03	2,94%	3	100,00
MERRILL LYNCH EURO LIBOR 3 M COSTANT MATURITY	1.501,26	2,03%	1	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	1.364,21	1,85%	4	92,50
J.P. MORGAN EUR 1M CASH INDEX	634,99	0,86%	1	100,00
J.P. MORGAN GLOBAL 3M CASH INDEX	619,98	0,84%	1	40,00
J.P. MORGAN EUR 12M CASH INDEX	459,53	0,62%	1	100,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID OVERNIGHT	265,16	0,36%	1	75,00

I fondi di liquidità (Tabella 12) presentano una distribuzione molto concentrata in termini di indici scelti in quanto i primi 4 rappresentano più del 70% del patrimonio totale di questi fondi.

**Tab 13** Fondi comuni italiani Flessibili

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
NESSUNO	3.726,12	76,64%	39	100,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	223,23	4,59%	1	100,00
MSCI WORLD	194,58	4,00%	5	49,00
J.P. MORGAN GBI US TRADED INDEX	143,96	2,96%	1	40,00
MIBTEL	136,75	2,81%	1	70,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	67,92	1,40%	2	27,50
MORGAN STANLEY WORLD BOND INDEX	67,90	1,40%	2	47,50
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	40,24	0,83%	3	17,67
MSCI EUROPE	38,64	0,79%	2	30,00
DOW JONES EURO STOXX LARGE (Eurozone)	34,52	0,71%	1	65,00
INDICE COMIT GLOBALE	32,50	0,67%	2	67,50
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	31,31	0,64%	1	55,00
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE NON DISPONIBILE	27,93	0,57%	1	40,00
MERRILL LYNCH PAN EUROPE GOVERNMENT BOND INDEX 1-3 yrs - hedged into euro	20,34	0,42%	1	100,00
	18,59	0,38%	1	35,00

Le Figure 1 e 2 riproducono la ripartizione degli investimenti tra azioni e obbligazioni risultante dall'effettiva composizione del portafoglio dei fondi e la ripartizione ottenuta ri-elaborando le informazioni sui benchmark adottati.

### 3 L'asset allocation

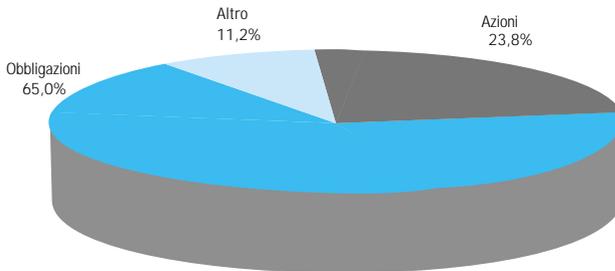


Fig 1 Portafoglio effettivo

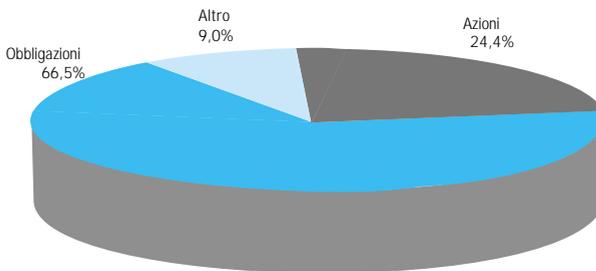


Fig 2 Benchmark

I prossimi grafici consentono di approfondire i valori di asset allocation dei benchmark adottati distinguendo tra indici azionari e obbligazionari.

La Figura 3 illustra come si distribuiscono gli investimenti degli indici azionari tra i diversi continenti. Più della metà del patrimonio viene investito in Europa.

#### 3.1 Indici azionari Distribuzione geografica

Per un dettaglio maggiore, si può osservare la Figura 4 e notare che questa parte di patrimonio si compone di Azioni Italia, Azioni Europa (ex euro), Azioni Area euro (ex Italia) e in parte anche di Azioni Paesi Emergenti. I capitali investiti in America sono circa la metà di quelli investiti in Europa e confluiscono per la quasi totalità in Azioni Nord America. Più del 60% del volume patrimoniale diretto verso l'Asia si riferisce ad azioni giapponesi.

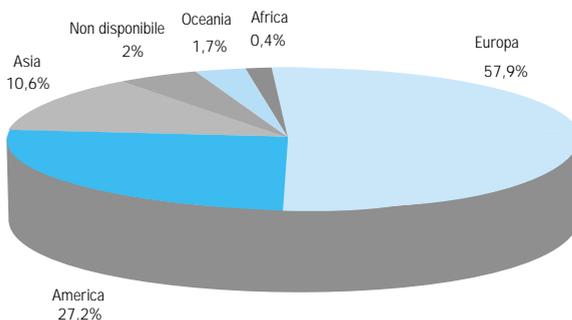
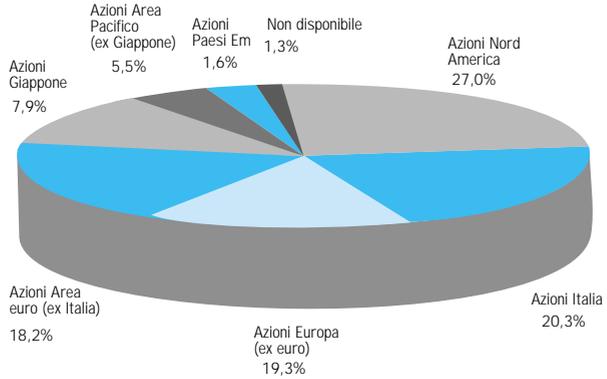


Fig 3 Distribuzione per continenti

Fig 4 Distribuzione per mercati



3.2 Indici azionari distribuzione per settore economico

La classificazione settoriale impiegata per l'analisi si basa sul Global Industry Classification Standard (GICS) sviluppato da MSCI e Standard & Poor's (S&P).

Quasi un quarto del patrimonio viene investito in società del settore finanziario. Il resto del patrimonio appare equamente distribuito tra gli altri settori.

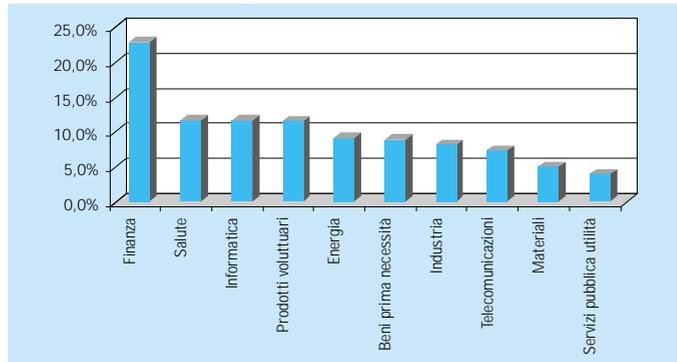


Fig 5 Distribuzione per settore economico

3.3 Indici obbligazionari

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

La Figura 6 mostra che gli emittenti obbligazionari sono domiciliati nella quasi totalità dei casi in Paesi sviluppati (Au-

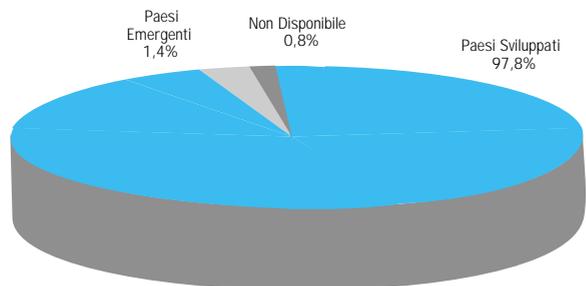


Fig 6 Distribuzione per paese dell'emittente

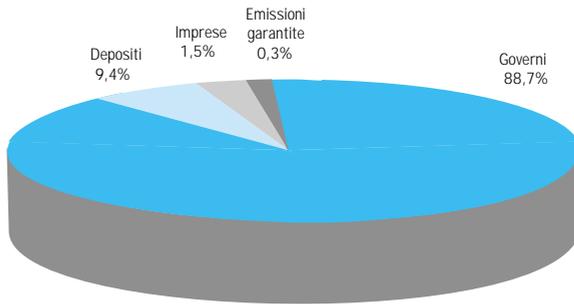


Fig 7 Distribuzione per emittente

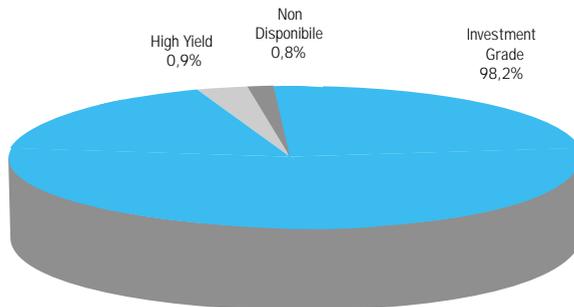


Fig 8 Distribuzione per merito di credito

stralia, Canada, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore, Stati Uniti, Svizzera e Unione Europea).

La Figura 7 evidenzia il peso nettamente prevalente degli emittenti sovrani (88,7%) seguiti dai depositi, dalle Imprese e dalle Emissioni garantite.

Coerentemente con la distribuzione per Emittente, si riscontra una netta predominanza di titoli con merito di credito molto alto (Figura 8).

Il merito di credito dei titoli componenti i benchmark è stato analizzato distinguendo tra : “Investment Grade” (qualunque emissione con rating non inferiore a Baa3 (Moody’s) o BBB- (S&P)) e “High Yield” (tutte le altre emissioni, incluse quelle senza rating).

Con riferimento agli indicatori di rischio mercato si rileva che la quasi totalità del patrimonio obbligazionario investe in titoli denominati in euro e che il 60% del patrimonio è relativo a titoli di “Breve Termine”, cioè con durata inferiore a 2 anni (Figure 9 e 10).

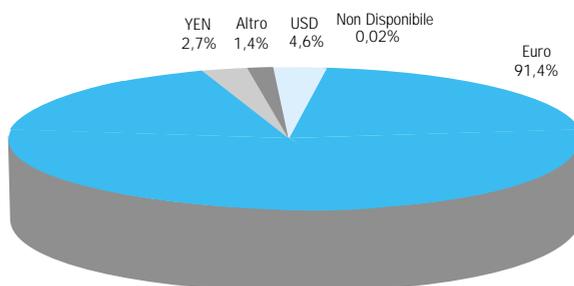


Fig 9 Distribuzione per valuta

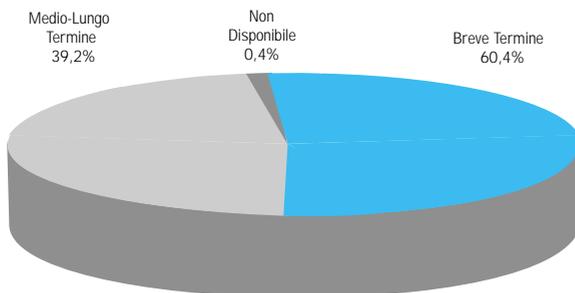


Fig 10 Distribuzione per durata dell'emissione

## I Fondi Esteri gestiti da intermediari esteri

Il campione su cui si basa l'analisi presentata nelle sezioni che seguono è rappresentato dai circa 2000 fondi comuni di diritto estero promossi da intermediari stranieri associati ad Asogestioni (vedi Tabella 14).

Tab 14 Macrocategoria di appartenenza dei fondi esteri

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	percentuale	N° Fondi
AZIONARI	8.870,56	42,82%	1237
BILANCIATI	819,50	3,96%	128
OBBLIGAZIONARI	7.788,84	37,61%	542
FONDI DI LIQUIDITÀ	3.167,53	15,30%	50
FLESSIBILI	64,32	0,31%	11
	20.710,75	100,00%	1968

Il patrimonio dei fondi considerati è pari a circa il 5,6% del patrimonio dei fondi italiani, anche se sono in numero superiore. Rispetto ai fondi di diritto italiano c'è un'inversione di predominanza tra fondi azionari e obbligazionari, infatti i primi superano i secondi sia in termini di patrimonio che di numero di fondi.

Gli obbligazionari scendono dal 47% al 37%, mentre gli azionari salgono dal 20% al 42%.

### 1 I provider di indici

Nella seguente Tabella 15 sono riportati i provider in ordine di patrimonio dei fondi che ne utilizzano gli indici.

L'85% del patrimonio dei fondi esteri si distribuisce fra 7 provider: 3 sono produttori in prevalenza di indici azionari e detengono poco più del 42% del patrimonio totale; 3 di indici obbligazionari, e detengono poco più del 33% del patrimonio totale.

Alla voce "Altro" vanno imputati i così detti indici customizzati (indici personalizzati sulla base delle indicazioni del gestore).

Tab 15 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	6.071,23	29,32%
SALOMON SMITH BARNEY	2.899,30	14,00%
J.P. MORGAN	2.878,41	13,90%
ALTRO	2.026,90	9,79%
STANDARD & POOR'S	1.613,93	7,79%
LEHMAN BROTHERS	1.154,18	5,57%
BORSE NON EUROPEE	1.093,48	5,28%
NON DISPONIBILE	506,46	2,45%
MERRILL LYNCH	430,42	2,08%
STOXX LIMITED	409,65	1,98%
FTSE	408,89	1,97%
BORSE EUROPEE	339,38	1,64%
BORSA ITALIANA SPA	294,52	1,42%
RUSSELL	248,22	1,20%
HSBC	141,77	0,68%
NOMURA	46,91	0,23%
NESSUNO	45,06	0,22%
UBS WARBURG	22,23	0,11%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	21,13	0,10%
CSFB	20,74	0,10%
MICROPAL	19,66	0,09%
BLOOMBERG	7,25	0,04%
DOW JONES	5,85	0,03%
PICTET	2,13	0,01%
GOLDMAN SACHS	0,05	0,00%

Rispetto ai fondi italiani, nella macrocategoria "Azionari" i primi 8 index provider sono tutti azionari e diminuisce il peso di quelli obbligazionari (Tabella 16).

Tab 16 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Azionari

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	4.448,55	50,17%	591
STANDARD & POOR'S	1.613,93	18,20%	109
BORSE NON EUROPEE	756,11	8,53%	114
STOXX LIMITED	409,65	4,62%	52
FTSE	406,67	4,59%	84
BORSA ITALIANA SPA	294,52	3,32%	21
RUSSELL	248,22	2,80%	60
HSBC	141,68	1,60%	23
NON DISPONIBILE	131,23	1,48%	55
BORSE EUROPEE	114,27	1,29%	85
ALTRO	106,14	1,20%	39
SALOMON SMITH BARNEY	77,92	0,88%	16
NOMURA	46,91	0,53%	9
J.P. MORGAN	24,87	0,28%	5
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	21,13	0,24%	7
MICROPAL	19,66	0,22%	1
DOW JONES	5,85	0,07%	4
BLOOMBERG	0,26	0,00%	1

L'85% del patrimonio dei fondi di liquidità esteri (Tabella 17) è gestito con riferimento agli indici di soli 3 provider il primo dei quali è riconducibile alla categoria residuale "Altro". In particolare il 48,88% di patrimonio attribuibile a questa categoria si ripartisce tra soli 2 benchmark: l'EU-RIBOR (43,57%) e l'EONIA (5,31%).

**Tab 17** Fondi esteri gestiti da intermediari esteri di Liquidità

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	1.548,34	48,88%	25
SALOMON SMITH BARNEY	902,23	28,48%	12
BORSE NON EUROPEE	334,63	10,56%	1
BORSE EUROPEE	133,29	4,21%	5
J.P. MORGAN	112,72	3,56%	2
MERRILL LYNCH	88,03	2,78%	1
NON DISPONIBILE	48,30	1,52%	4

Come per quelli di liquidità, la maggior parte del patrimonio dei fondi bilanciati (Figura 18) risulta essere attribuita alla categoria residuale “Altro”. Il peso percentuale corrispondente a questa categoria si ripartisce fra il gruppo degli indici customizzati (31,59%) e l’EURIBOR 3m (1,14%).

**Tab 18** Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Bilanciati

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	268,15	32,72%	32
MSCI	149,12	18,20%	138
J.P. MORGAN	109,08	13,31%	62
SALOMON SMITH BARNEY	77,14	9,41%	30
FTSE	2,22	0,27%	9
BORSE EUROPEE	0,95	0,12%	21
PICTET	0,47	0,06%	7
LEHMAN BROTHERS	0,30	0,04%	1

## 2 I benchmark

Di seguito sono riportati i primi 15 benchmark per i fondi di diritto estero in termini di patrimonio gestito.

**Tab 19** I primi 15 indici

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	1.532,39	7,40%	104	82,96
S&P 500 INDEX	1.489,63	7,19%	78	100,00
EURIBOR 3 MESI	1.129,17	5,45%	23	60,43
MSCI EM SOVEREIGN DEBT INDEX 1-3 yr	868,45	4,19%	1	100,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	843,97	4,08%	36	54,86
MSCI WORLD	835,01	4,03%	90	80,81
SALOMON SMITH BARNEY EMU 3 M. EURODEPOSIT	793,83	3,83%	11	100,00
MSCI EMU	695,34	3,36%	33	73,94
J.P. MORGAN GBI EMU	662,12	3,20%	45	58,22
MSCI EURO	581,84	2,81%	23	28,48
SALOMON SMITH BARNEY EUROPEAN WGBI	555,37	2,68%	20	96,00
NON DISPONIBILE	506,46	2,45%	89	100,00
J.P. MORGAN GBI EMU 5-7 yr	488,05	2,36%	7	100,00
SALOMON SMITH BARNEY EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-3 yrs	420,10	2,03%	11	100,00
LEHMAN BROTHERS CORPORATE EURO AGGREGATE	373,57	1,80%	16	93,75

La Tabella 19 mostra una distribuzione più eterogenea rispetto a quella rilevata per i fondi italiani (Tabella 8). Per i fondi italiani tra i primi 15 benchmark c’erano solo 2 azionari e i primi 4 erano obbligazionari, mentre per quelli esteri gli indici azio-

nari sono 6 e tra i primi 4 benchmark 2 sono azionari. Questa differenza dipende dal fatto che i fondi analizzati in questa parte del capitolo sono prevalentemente azionari.

**Tab 20** Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Azionari

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	1.517,83	17,12%	70	100,00
S&P 500 INDEX	1.489,63	16,80%	78	100,00
MSCI WORLD	788,43	8,89%	61	98,69
MSCI EMU	657,22	7,41%	22	95,45
TOPIX	288,60	3,25%	18	100,00
MIBTEL	270,89	3,05%	11	100,00
JAPAN TSE 1st SECTION	264,55	2,98%	16	100,00
MSCI EMF	190,17	2,14%	38	100,00
MSCI AC FAR EAST FREE ex JAPAN	175,79	1,98%	38	94,74
RUSSELL 2000	143,60	1,62%	27	100,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	138,48	1,56%	16	100,00
FTSE EUROPE	136,32	1,54%	2	100,00
MSCI EUROPE - dividendi reinvestiti	132,03	1,49%	4	100,00
NON DISPONIBILE	131,23	1,48%	55	100,00
MSCI AC PACIFIC FREE	121,04	1,37%	7	100,00

Per quanto riguarda i fondi azionari nessun indice obbligazionario compare tra i primi 15 in termini di patrimonio, al contrario di quanto avveniva per i fondi italiani. Inoltre, tra i primi 15 indici compaiono anche 4 dell'area Pacifico rappresentanti del 12,83% del patrimonio azionario, del tutto assenti per i fondi azionari di diritto italiano. Lo MSCI EUROPE rimane il primo in termini di patrimonio, mentre il primo per impieghi e secondo per patrimonio è lo S&P 500.

Di seguito si illustra la ripartizione degli investimenti tra azioni e obbligazioni risultante dall'effettiva composizione del portafoglio dei fondi e la ripartizione ottenuta rielaborando le informazioni sui benchmark adottati.

### 3 L'asset allocation

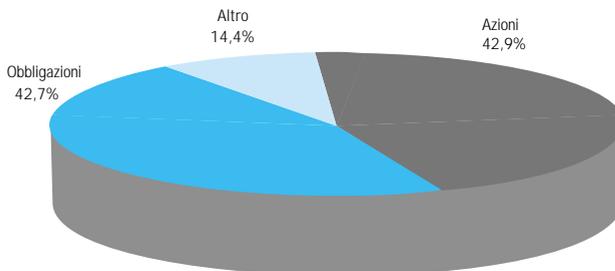


Fig 11 Portafoglio effettivo

La Figura 11 mostra un maggior equilibrio tra la quantità di azioni e di obbligazioni a differenza di quanto avveniva per i fondi italiani. Sommando le voci "Altro" e "Obbligazioni" possiamo confrontare la Figura 11 con la 12 e notare che i benchmark prescelti dai gestori catturano in maniera soddisfacente la composizione del portafoglio dei fondi.

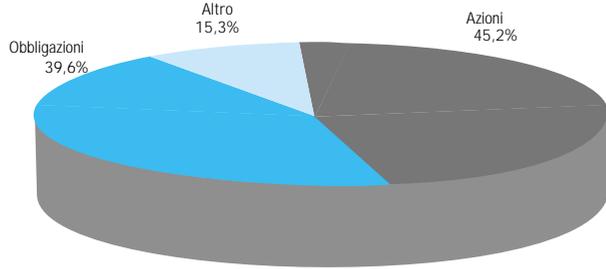


Fig 12 Benchmark

3.1 Indici azionari

Esaminando la distribuzione per continente (Figura 13) non si riscontrano differenze sostanziali rispetto a quanto rilevato per i fondi italiani. L'unica variazione di un certo interesse riguarda i titoli emessi da emittenti asiatici. Maggiori differenze si notano confrontando la distribuzione per mercati dei fondi esteri (Figura 14) con quella dei fondi italiani. Infatti si ha una diminuzione delle azioni Italia di quasi 13 punti percentuali, un aumento di quasi 10 punti percentuali delle azioni dell'Area euro (ex Italia) e di 3 punti percentuali delle azioni giapponesi.

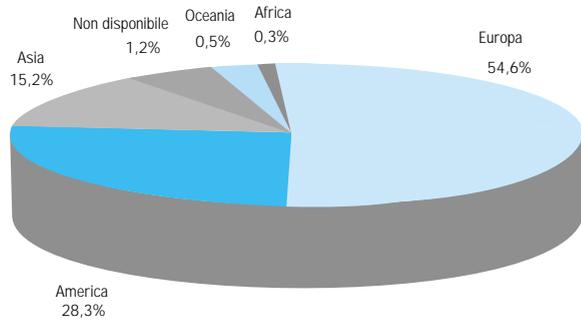


Fig 13 Distribuzione per continente

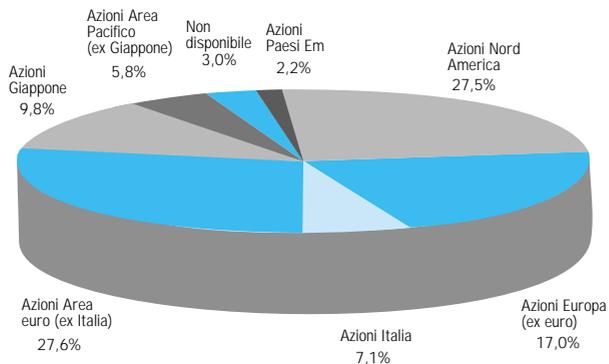


Fig 14 Distribuzione per mercati

Con riferimento alla distribuzione per settore economico anche per i fondi esteri circa il 22% del patrimonio viene investito in titoli emessi da società operanti nel settore "Finanza" (Figura 15).

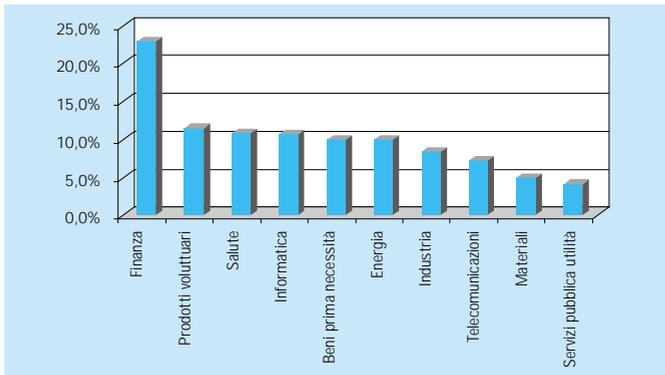


Fig 15 Distribuzione per settore economico

Per i fondi esteri (Figura 16, 17, 18, 19, 20) si nota un notevole aumento dell'investimento in Paesi emergenti. La valuta di denominazione prevalente è ancora l'euro, ma aumentano i titoli emessi in dollari e yen. Il peso degli emittenti sovrani rimane superiore al 65% del patrimonio obbligazionario, ma aumentano i pesi delle Imprese e dei Depositi. Le obbligazioni dei benchmark dei fondi esteri hanno prevalentemente una scadenza di medio-lungo periodo.

### 3.2 Indici obbligazionari

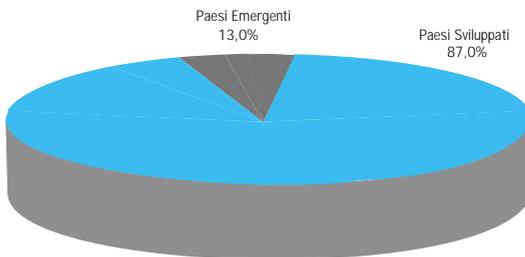


Fig 16 Distribuzione per paese dell'emittente

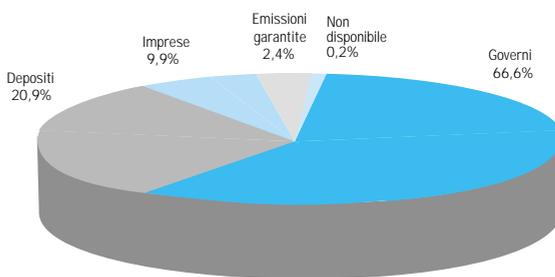


Fig 17 Distribuzione per emittente

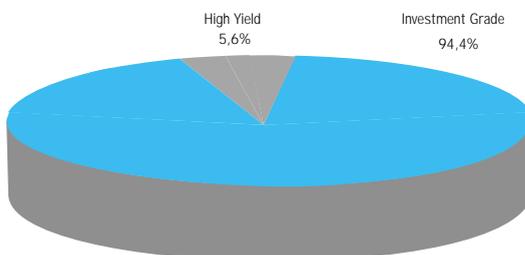


Fig 18 Distribuzione per merito di credito

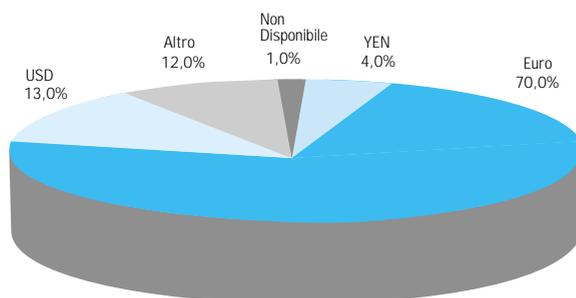


Fig 19 Distribuzione per valuta

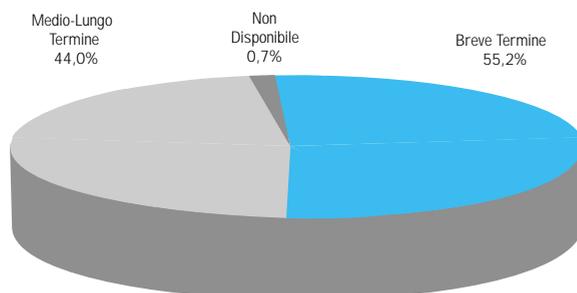


Fig 20 Distribuzione per durata dell'emissione

## I Fondi Esteri gestiti da intermediari appartenenti a gruppi italiani

L'ultima parte dell'analisi si concentra sui circa 1000 fondi comuni di diritto estero promossi da intermediari italiani. Il campione include anche i fondi lussemburghesi storici e ha un patrimonio pari a circa il 26% dei fondi italiani e con questi condivide la prevalenza delle categorie obbligazionarie.

Tab 21 Macrocategoria di appartenenza dei fondi

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N° Fondi
AZIONARI	33.373,03	34,39%	622
BILANCIATI	5.157,64	5,31%	57
OBBLIGAZIONARI	50.411,67	51,94%	335
FONDI DI LIQUIDITÀ	5.424,71	5,59%	18
FLESSIBILI	2.685,48	2,77%	16
	97.052,52	100,00%	1048

### 1 I provider di indici

I provider MSCI e J.P. Morgan sono i primi in ordine di patrimonio con una percentuale molto simile (Tabella 22). Come per i fondi italiani più dell'88% del patrimonio totale si riferisce a soli 6 provider.

Tab 22 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	28.069,36	28,92%
J.P. MORGAN	23.106,08	23,81%
24 ORE - UNICREDITO	14.176,85	14,61%
SALOMON SMITH BARNEY	9.357,65	9,64%
MTS SPA	6.659,38	6,86%
NON DISPONIBILE	4.033,95	4,16%
MERRILL LYNCH	2.494,56	2,57%
NESSUNO	2.404,17	2,48%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	2.175,17	2,24%
STANDARD & POOR'S	1.139,87	1,17%
BORSA ITALIANA SPA	1.065,05	1,10%
RUSSELL	991,95	1,02%
STOXX LIMITED	339,71	0,35%
ALTRO	322,94	0,33%
LEHMAN BROTHERS	287,17	0,30%
BORSE EUROPEE	178,96	0,18%
CSFB	86,63	0,09%
BORSE NON EUROPEE	49,41	0,05%
DOW JONES	44,79	0,05%
FTSE	42,13	0,04%
BLOOMBERG	26,73	0,03%

Tre quarti del patrimonio dei fondi azionari è rappresentato dal provider MSCI. Come rilevato per i fondi esteri obbligazionari, anche per quelli qui considerati sono 4 i provider ad avere una percentuale di patrimonio superiore al 14%: J.P. Morgan, 24 Ore - Unicredito, Salomon Smith Barney e MTS SpA.

La Tabella 23 riporta i primi 15 indici per i fondi esteri gestiti da intermediari appartenenti a gruppi italiani.

2 I benchmark

Tab 23 Primi 15 indici

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
24 ORE - UNICREDITO EMU6	10.376,02	10,69%	35	60,57
MSCI EUROPE	6.410,49	6,61%	88	64,53
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS *ex BANCA D'ITALIA* - BOT	6.182,85	6,37%	47	36,60
SALOMON SMITH BARNEY EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-5 yr	5.449,30	5,61%	4	65,00
NON DISPONIBILE	3.870,86	3,99%	94	100,00
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	3.569,29	3,68%	2	100,00
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	3.567,98	3,68%	38	32,37
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	3.320,88	3,42%	6	81,67
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	2.710,07	2,79%	58	47,59
J.P. MORGAN GBI EMU 5 + yr	2.613,38	2,69%	3	100,00
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	2.515,97	2,59%	11	89,09
SALOMON SMITH BARNEY EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 5-10 yr	2.452,17	2,53%	2	100,00
MSCI NORTH AMERICA	2.422,23	2,50%	17	100,00
NESSUNO	2.404,17	2,48%	10	100,00
MSCI USA	2.304,89	2,37%	3	100,00

Il 24 Ore - Unicredito EMU 6 risulta essere il primo in termini di patrimonio e rimane tale anche se si considera la sola categoria obbligazionaria. Il primo in base agli impieghi risulta essere lo MSCI Europe (primo indice dei fondi azionari).

3 L'asset allocation

Le Figure 21 e 22 mostrano che la composizione dei portafogli per questi fondi è una via di mezzo tra quello dei fondi italiani e quello dei fondi esteri.

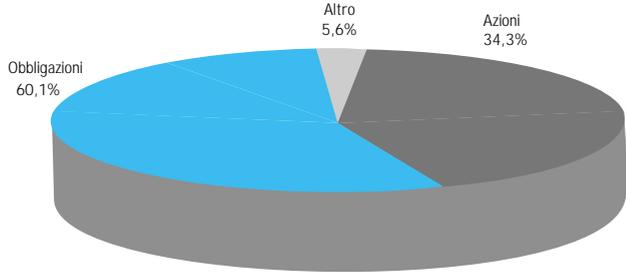


Fig 21 Portafoglio effettivo

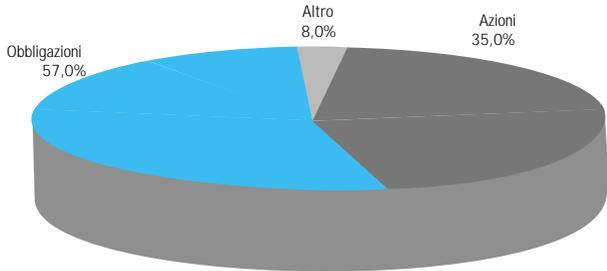


Fig 22 Benchmark

3.1 Indici azionari

Con riferimento agli indici azionari si rileva che la percentuale di patrimonio investito in America è superiore rispetto a quanto visto per i fondi precedentemente analizzati e che la distribuzione per settore economico è molto simile a quella italiana.

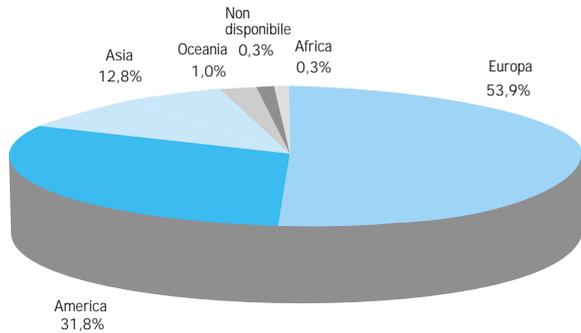


Fig 23 Distribuzione per continente

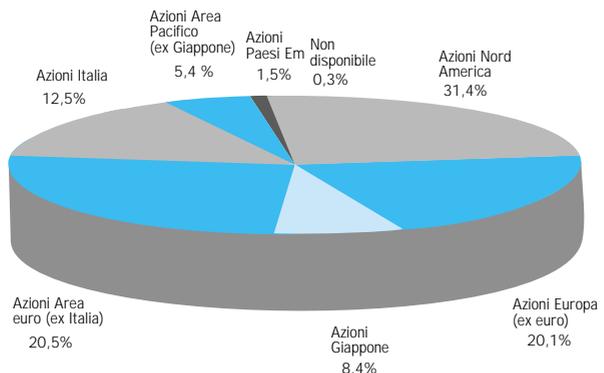


Fig 24 Distribuzione per mercati

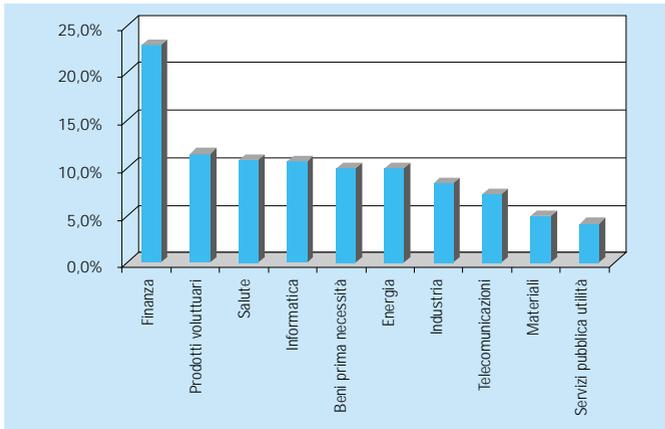


Fig 25 Distribuzione per settore economico

Tutte le distribuzioni si avvicinano di più a quelle viste per i fondi italiani a parte quella per scadenza che è più simile a quella vista per i fondi esteri.

### 3.2 Indici obbligazionari

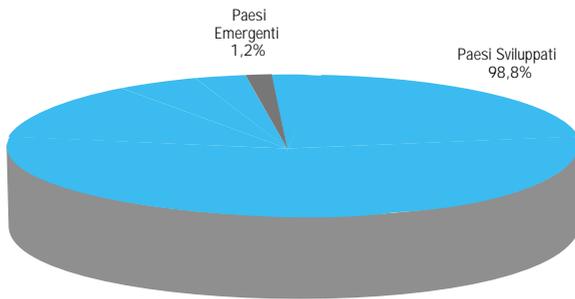


Fig 26 Distribuzione per paese dell'emittente

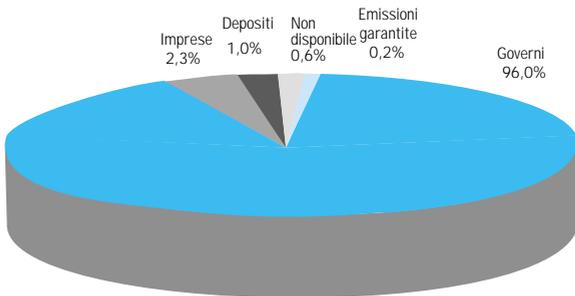


Fig 27 Distribuzione per emittente

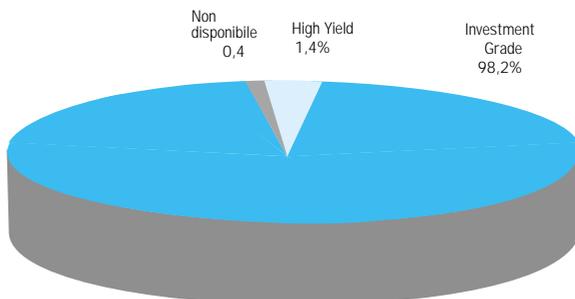


Fig 28 Distribuzione per merito di credito

Fig 29 Distribuzione per valuta

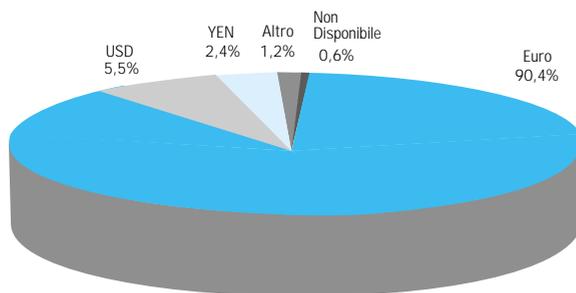
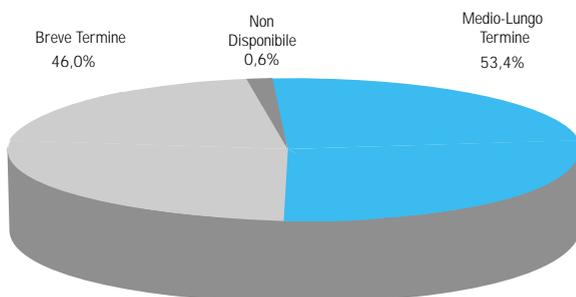


Fig 30 Distribuzione per durata dell'emissione



Tab 24 Siti Web dei principali index provider

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

## I costi del servizio di gestione

L'indagine che segue si propone di riassumere, per i fondi comuni di investimento armonizzati italiani, per i fondi di fondi e per i fondi riservati, le caratteristiche salienti nelle modalità di partecipazione agli stessi, nei servizi offerti e negli oneri posti a carico dei sottoscrittori e dei fondi.

L'analisi è stata effettuata avvalendosi, per i fondi armonizzati italiani e per i fondi di fondi, dei dati desunti dai prospetti informativi in vigore al 31 dicembre 2002 e, per i fondi riservati, dai regolamenti di gestione. Sono stati raccolti i dati per 1071 fondi armonizzati italiani, 124 fondi di fondi e 19 fondi riservati, corrispondenti rispettivamente al 99,7%, al 100% e al 95% del totale.

I risultati dell'analisi sono esposti separatamente per le diverse tipologie di fondi.

### Fondi armonizzati italiani

La sottoscrizione delle quote dei fondi comuni di investimento avviene, di regola, attraverso il versamento in un'unica soluzione (PIC) dell'importo che si intende investire.

Poiché la gestione finanziaria delle risorse dei fondi richiede dei costi, legati anche alla retribuzione del lavoro amministrativo del personale della società di gestione, molte società si impegnano ad accettare dei versamenti iniziali non inferiori ad un importo minimo stabilito. Così, nel prospetto informativo dei fondi è sempre indicato l'importo minimo che deve essere sottoscritto nella fase iniziale e, spesso, è indicato anche l'importo minimo che deve essere investito nel caso di sottoscrizioni successive alla prima.

Segno evidente della crescente facilità di accesso a questa forma di investimento anche da parte degli investitori che dispongono di mezzi finanziari di modesta entità è la tendenza, per i fondi armonizzati italiani, nel corso del tempo, ad una riduzione della soglia di ingresso negli stessi. Infatti, come mostra la Tabella 1, la percentuale di fondi che ri-

#### 1 Modalità di partecipazione

##### 1.1 Sottoscrizione mediante versamento in un'unica soluzione (PIC)

**Tab 1** Versamenti iniziali minimi per classi di importi

Classi Importi	in % sul totale			in % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
fino a 500 euro	52,1%	43,9%	40,7%	66,0%	55,7%	48,8%
tra 500 e 1500 euro	21,0%	27,7%	30,5%	19,5%	23,9%	32,8%
tra 1500 e 2500 euro	21,4%	21,5%	17,7%	9,4%	16,6%	13,5%
tra 2500 e 5000 euro	2,9%	4,3%	8,1%	2,9%	2,2%	2,6%
tra 5000 e 25000 euro	1,0%	1,1%	1,0%	0,3%	0,4%	0,4%
oltre 25000 euro	1,1%	1,2%	1,0%	1,8%	1,2%	1,1%
n.d.	0,5%	0,2%	0,9%	0,1%	0,0%	0,7%

chiede importi minimi di sottoscrizione inferiori o uguali a 500 euro passa dal 40,7% del totale nel 2000 (48,8% del patrimonio) al 52,1% nel 2002 (66,0% sul patrimonio). Ben il 94,5% dei fondi (il 94,9% sul patrimonio) richiede importi minimi di sottoscrizione inferiori o uguali a 5.000 euro. Nel corso del 2000 sottoscrizioni inferiori a tale importo erano possibili per l'88,9% dei fondi (95,1% del patrimonio).

A conferma di quanto già evidenziato, se si escludono dall'analisi quei fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione iniziali superiori o uguali a 25.000 euro, risulta quanto rappresentato dalla Tabella 2 che sintetizza i versamenti medi iniziali richiesti dai fondi appartenenti alle diverse macrocategorie.

Macrocategoria	Media semplice			Media ponderata		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	1.221	1.359	1.277	978	1.107	1.021
BILANCIATI	1.343	1.472	1.484	872	1.017	1.004
OBBLIGAZIONARI	1.146	1.221	1.262	755	1.007	1.034
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.735	1.827	1.375	1.339	1.333	1.102
FLESSIBILI	1.284	1.187	1.449	1.023	1.006	1.009

In particolare, mentre per la generalità dei fondi il versamento minimo iniziale richiesto passa da 1.298 euro nel 2000 a 1.224 euro nel 2002 (con un decremento di 74 euro), per le singole macrocategorie il decremento maggiore (dal 2000) risulta essere quello per l'accesso ai fondi flessibili (-164 euro). La macrocategoria che richiede in media importi iniziali inferiori è (in linea con gli anni precedenti) quella obbligazionaria (1.146 euro), seguita dai fondi azionari (1.221 euro) e flessibili (1.284 euro).

Solo per i fondi di liquidità, rispetto al 2000 si evidenzia un aumento della soglia di ingresso, mentre, sebbene rispetto al 2001 essa si sia ridotta di 93 euro, rimane comunque la soglia di entrata più elevata (1.735 euro).

Come anticipato, molti fondi qualificano anche l'importo minimo richiesto per le sottoscrizioni successive alla prima. Tale importo è mediamente inferiore rispetto al versamento minimo iniziale medio. In particolare, esso è pari a 742 euro (624 euro in termini ponderati), con un minimo di 5 euro ed un massimo di 50.000 euro. Nel 2000 l'importo mediamente richiesto in fase di sottoscrizioni successive era pari a 778 euro (500 euro in termini ponderati).

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

La sottoscrizione delle quote dei fondi può avvenire, per i fondi che lo consentono, anche attraverso l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale (PAC).

Essi consistono nell'impegno assunto dall'investitore a versare periodicamente (mensilmente, trimestralmente, semestralmente o annualmente) degli importi predeterminati lungo un arco temporale stabilito. Questa possibilità di sottoscrizione è adatta all'investitore che non desidera impegnare

da subito grandi somme, preferendo, invece, destinare all'investimento parte del reddito di cui dispone regolarmente.

Le società di gestione offrono ai propri clienti la possibilità di sottoscrivere le quote dei propri fondi mediante l'adesione ai PAC per venire incontro alle esigenze finanziarie dei singoli individui. Diverse sono le modalità di accumulazione del reddito di ciascuno, diverse le esigenze di spesa, diversi gli orizzonti temporali di investimento.

La teoria economica spiega la volontà dei sottoscrittori nell'impegnarsi in un programma rigido di versamenti rispetto al versare ulteriori somme di denaro nello stesso fondo su base volontaria ed episodica, se si è soddisfatti dell'andamento dello stesso, con l'incoerenza del comportamento degli individui dal punto di vista temporale e con la miopia degli investitori nelle proprie scelte di risparmio. Con l'adesione ad un PAC si permette al sottoscrittore di costituire, attraverso l'accantonamento graduale di parte del reddito, una somma futura di valore superiore rispetto a quella che si sarebbe potuto costituire attraverso una serie di decisioni future.

Sembrerebbe, poi, che i PAC consentano di ridurre il rischio legato all'investimento, in particolare, i PAC per i fondi azionari comporterebbero un rischio minore rispetto all'investimento immediato dell'intero ammontare del piano in quanto il periodo di detenzione dei titoli rischiosi in portafoglio sarebbe inferiore rispetto alla seconda alternativa. Un vantaggio non trascurabile dei PAC consisterebbe anche nella limitazione del rischio dovuto alla ricerca del market timing, ossia del momento di ingresso nel mercato.

Ciò premesso, è possibile osservare come tale modalità di sottoscrizione sia consentita dall'88,4% dei fondi; nella Tabella 3 sono mostrate le percentuali di fondi che la consentono per ciascuna macrocategoria.

In linea con gli anni precedenti e con l'orizzonte temporale di investimento tipico dei fondi e coerentemente con quanto su esposto relativamente alla limitazione dei rischi di investimento, tale possibilità è ammessa da più del 90% dei fondi azionari (il cui orizzonte strategico di investimento è di medio lungo periodo e il cui rischio tipico è più elevato) e da poco più della metà dei fondi di liquidità (il cui orizzonte strategico di investimento è di breve periodo e il cui rischio è meno elevato).

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	92,6%	92,9%	92,4%	96,0%	95,6%	96,1%
BILANCIATI	86,4%	91,8%	89,0%	96,4%	96,9%	96,3%
OBBLIGAZIONARI	88,5%	87,6%	87,6%	93,7%	88,0%	94,0%
FONDI DI LIQUIDITÀ	51,3%	54,1%	62,9%	51,7%	64,9%	69,0%
FLESSIBILI	77,6%	68,8%	72,7%	78,4%	71,6%	80,7%

---

### 1.3 Sottoscrizioni a distanza

---

La facilità di accesso a questa forma di investimento è testimoniata non solo dal modesto investimento iniziale richiesto e dalla possibilità di accedervi gradualmente mediante l'adesione a piani di accumulo, ma anche dalla seguente evidenza: sono sempre di più le Sgr che consentono la sottoscrizione diretta di quote mediante tecniche di comunicazione a distanza. In via generale, infatti, quando il sottoscrittore desidera investire in fondi, prende contatti con i soggetti incaricati del collocamento. Ora tali contatti possono essere anche intrattenuti virtualmente. Sono molte le Sgr che hanno attivato dei servizi "on line" che, previa l'identificazione dell'investitore e rilascio di password, consentono allo stesso di impartire richieste di sottoscrizione, così come di rimborso e/o di passaggio tra fondi.

I fondi che possono essere sottoscritti "a distanza" rappresentano, al termine del 2002, il 72% del totale (l'82,5% del patrimonio).

### 1.4 Operazioni successive alla sottoscrizione

---

Una volta sottoscritto un fondo, il partecipante può effettuare versamenti successivi nello stesso fondo e/o operazioni di passaggio ad altri fondi della stessa società di gestione (switch), ossia richiedere il rimborso delle quote del fondo a cui partecipa e contestualmente la sottoscrizione di quote del fondo nel quale vuole accedere.

In genere tali operazioni avvengono a condizioni economiche agevolate; tali facilitazioni sono concesse da fondi che rappresentano quasi il 60% del totale e principalmente consistono nel beneficio di accumulo, nel beneficio di reinvestimento, nella dichiarazione di intenti e negli switch agevolati.

Il beneficio di accumulo riguarda tendenzialmente i fondi gravati da commissioni di ingresso a scaglioni (di cui si discuterà ampiamente più oltre). All'investitore che sottoscrive un fondo in più fasi successive, si applicherà, sull'ultimo investimento, l'aliquota commissionale riferita all'ammontare complessivamente investito nel fondo (al netto di eventuali disinvestimenti) in luogo di quella corrispondente all'ultimo importo versato.

Il beneficio di reinvestimento interessa i fondi gravati da commissioni di ingresso. In particolare, il sottoscrittore che, dopo aver disinvestito delle quote del fondo, entro un certo lasso di tempo decida di sottoscriverlo nuovamente beneficerà di riduzioni nelle commissioni di entrata.

La dichiarazione di intenti interessa anch'essa i fondi gravati da commissioni di ingresso e riguarda in particolare l'investitore che si impegna a sottoscrivere quote di un fondo in più fasi successive. In questo caso egli beneficerà dell'applicazione, fin da subito, dell'aliquota commissionale (mediamente più bassa) relativa all'importo globale dell'investimento e non di quella (più alta) relativa a ciascun singolo importo investito.

Oltre ad essere degli strumenti finanziari facilmente accessibili, i fondi comuni di investimento sono anche strumenti facilmente liquidabili. Essi sono “aperti” nel senso che il rimborso delle quote può essere richiesto in qualsiasi giorno lavorativo senza necessità di fornire alcun preavviso. Ciò consente all’investitore che voglia rientrare in possesso delle somme investite per mutate esigenze finanziarie, di farlo in qualsiasi momento.

Così come la sottoscrizione, anche il rimborso, che può essere totale o parziale, può avvenire tramite piani programmati di disinvestimento. In questo modo il sottoscrittore impartisce istruzioni alla Sgr per un rimborso delle quote di sua pertinenza prefissando o un certo numero di quote o un importo definito da corrispondere su scadenze individuate. Tale possibilità è consentita dall’84,5% dei fondi (l’87,5% del patrimonio), così distinti per macrocategorie (Tabella 4).

Tab 4 Piani di rimborso per macrocategorie

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	87,2%	87,6%	84,8%	92,7%	89,2%	85,7%
BILANCIATI	77,3%	77,6%	73,2%	91,7%	86,1%	84,1%
OBBLIGAZIONARI	85,3%	90,7%	85,5%	92,3%	95,1%	89,9%
FONDI DI LIQUIDITÀ	64,1%	81,1%	77,1%	69,9%	82,4%	79,3%
FLESSIBILI	79,6%	81,3%	90,9%	87,4%	89,4%	91,4%

Analogamente alla situazione della sottoscrizione mediante PAC, la macrocategoria di fondi che consente di meno tale possibilità di rimborso è quella dei fondi di liquidità (64,1% del totale), caratterizzata da un orizzonte di investimento di breve periodo e dalla sottoscrizione degli stessi da parte di clienti con elevate esigenze di liquidità.

L’offerta dei fondi di investimento non si limita solamente alla gestione professionale del risparmio da parte di società specializzate. Insieme alla sottoscrizione, il 33,2% dei fondi di investimento offre dei servizi aggiuntivi.

I due servizi maggiormente offerti sono costituiti dalla copertura assicurativa collettiva gratuita contro il rischio di interruzione del piano pluriennale di accumulo per i casi di morte o invalidità permanente del sottoscrittore, nel caso di adesione tramite PAC, e dalla gestione della liquidità, ossia dal collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza del sottoscrittore e il fondo, collegamento mediante il quale il correntista, dopo aver individuato una soglia di giacenza nel conto corrente, dà mandato alla banca di investire l’eccedenza rispetto alla giacenza fissata in un fondo di investimento, e di disinvestire quote del fondo per ripristinare la giacenza qualora essa risulti inferiore di quella stabilita.

In particolare, offrono genericamente dei servizi il 46,2% dei fondi di liquidità (il 60,5% del patrimonio), il 34,6% dei fondi azionari (il 47,1% del patrimonio), il 34,1% dei fondi

## 2 Servizi offerti

obbligazionari (il 56,7% del patrimonio), il 25% dei fondi bilanciati (il 47,3% del patrimonio) e il 16,3% dei fondi flessibili (il 23,2% del patrimonio).

Dei fondi di liquidità che offrono servizi, più del 50% offre il collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza e il fondo.

Dei fondi azionari che offrono servizi, più del 64% offre la copertura assicurativa contro il rischio di interruzione dei PAC.

### 3 Oneri a carico del sottoscrittore e del fondo

La partecipazione ai fondi di investimento comporta, per il sottoscrittore, il sostenimento di oneri, essenzialmente dovuti alla necessità di remunerare il servizio principalmente prestato dalla sgr di gestione professionale del risparmio ad essa affidato, nonché di coprire i costi organizzativi della sgr relativi alla propria struttura preposta all'analisi e alle scelte di investimento, oltre al costo delle reti distributive che svolgono servizi di consulenza e assistenza alla vendita.

È possibile distinguere tra oneri direttamente a carico del sottoscrittore e oneri imputabili al fondo (costi indiretti).

Tra i primi, che remunerano principalmente i servizi di distribuzione e collocamento dei prodotti, rientrano le commissioni di entrata e/o di uscita, oltre ad oneri minori quali i diritti fissi e i costi dei certificati rappresentativi delle quote. Tra i secondi, che remunerano in via ordinaria l'attività di gestione in senso stretto, rientrano la commissione di gestione, l'eventuale commissione di incentivo e i costi di banca depositaria. Sul fondo gravano anche altri oneri come quelli di intermediazione (inerenti la compravendita di valori mobiliari), le spese di pubblicazione sui quotidiani del valore delle quote, i costi di stampa dei documenti periodici destinati al pubblico o al collocamento delle quote (non di natura pubblicitaria), le spese di revisione e certificazione dei rendiconti dei fondi, gli oneri fiscali di pertinenza del fondo, i prestiti assunti in base all'art.4 della legge 77/83 e le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo. Altre spese non menzionate sono a carico della società di gestione.

Poiché più del 92% dei fondi analizzati ammette la possibilità per i soggetti preposti al collocamento di concedere, in sede di sottoscrizione e/o di rimborso, agevolazioni commissionali, consistenti nella riduzione, in molti casi nell'annullamento, delle commissioni di ingresso e/o di uscita, i costi che effettivamente i sottoscrittori sostengono con la partecipazione ai fondi sono inferiori di quelli medi calcolati più oltre. Le agevolazioni finanziarie possono essere concesse alla generalità dei sottoscrittori o a particolari categorie di beneficiari (ad es. i dipendenti delle società appartenenti al gruppo della società di gestione).

Rientrano tra le agevolazioni finanziarie anche gli accordi di retrocessione della commissione di gestione agli operatori qualificati.

I costi di entrata e di uscita sono costi eventuali che il sottoscrittore sostiene rispettivamente o all'atto della sottoscrizione o all'atto del rimborso delle quote. Essi sono dunque dei costi non ricorrenti, nel senso che si sostengono una sola volta, o all'entrata o all'uscita dal fondo e sono costi eventuali in quanto non tutti i fondi li praticano. In particolare, a seguito probabilmente della crescente concorrenza tra società di gestione, sono oggi il 32,9% del totale (il 59,3% del patrimonio) i fondi che non applicano alcuna commissione, né all'entrata né all'uscita (No Load).

La Tabella 5 mostra l'evoluzione temporale, per macrocategoria, della percentuale di fondi No Load.

Da essa si evince, oltre alla tendenza diffusa verso un aumento del numero di fondi No Load un po' per tutte le categorie, anche la maggiore propensione ad esserlo per i fondi di liquidità. Di questi è tale l'84,6% del totale, mentre lo è solo il 21,4% degli azionari.

#### 4 Oneri a carico del sottoscrittore

Tab 5 % fondi No Load

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	21,4%	21,8%	23,0%	23,8%	24,6%	26,2%
BILANCIATI	39,8%	37,6%	35,4%	56,1%	56,4%	55,3%
OBBLIGAZIONARI	41,2%	41,4%	40,3%	59,5%	54,9%	47,8%
FONDI DI LIQUIDITÀ	84,6%	83,8%	80,0%	95,9%	97,6%	93,2%
FLESSIBILI	34,7%	27,1%	39,4%	30,2%	27,7%	25,3%

La spiegazione data dalla teoria economica all'evidenza che sono per lo più i fondi di liquidità quelli di tipo "No Load" si riconduce alla liquidabilità degli investimenti del fondo connessa alla permanenza media dei sottoscrittori nei fondi stessi e agli effetti che i movimenti in entrata e in uscita dai fondi producono sul loro equilibrio patrimoniale. Infatti, essendo i fondi "aperti", i gestori devono individuare una soglia di liquidità ottima per far fronte alle richieste di rimborso dei partecipanti al fondo che possono pervenire in qualsiasi momento. Non sono solo le richieste di rimborso ad imporre al gestore delle decisioni relative alla gestione della liquidità, ma anche le nuove sottoscrizioni. Poiché mantenere una soglia ottima di liquidità significa detenere in portafoglio un certo numero di titoli facilmente liquidabili, mentre ripristinare la liquidità a seguito di un rimborso o di una nuova sottoscrizione significa per il gestore vendere o acquistare titoli e sostenere di conseguenza dei costi di transazione, è più facile che sia un fondo di liquidità o un fondo obbligazionario, per natura "parcheggio della liquidità", ad essere di tipo "No Load" in quanto detiene per default un maggior numero di titoli facilmente liquidabili. Per un fondo azionario, data la sua natura di investimento di medio-lungo periodo, invece, è maggiore l'esigenza di garantire la stabilità del patrimonio del fondo e conseguentemente maggiore è la probabilità che esso richieda commissioni di ingresso o di uscita che dovrebbero disincentivare i movimenti in entrata e in uscita che ne destabilizzano l'equilibrio patrimoniale.

I sottoscrittori di fondi azionari sono disposti a pagare commissioni di entrata e/o di uscita perché contano su scarse esigenze di liquidità e su di un investimento di medio - lungo periodo. Ciò premesso, passando ad esaminare i fondi che richiedono il pagamento di commissioni (cd "Load") le tipologie di costi maggiormente applicate sono evidenziate nella Tabella 6.

**Tab 6** Tipologie commissionali dei fondi Load

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
Commissione di entrata	70,7%	64,6%	67,0%	77,0%	71,2%	71,0%
Commissione a scelta	16,6%	16,3%	15,7%	9,1%	8,5%	9,8%
Commissione di uscita	12,8%	19,0%	17,3%	13,9%	20,3%	19,2%

Nella stessa, si può osservare la tendenza ad un aumento del numero di fondi che prelevano commissioni al momento della sottoscrizione. Essi sono il 70,7% del totale dei fondi "Load". Solo il 12,8% dei fondi "Load", invece, richiede commissioni di uscita. Essi erano il 17,3% del totale nel 2000. Nel tempo è aumentata anche la percentuale di fondi che consente al sottoscrittore di scegliere il momento di prelievo delle commissioni. Le commissioni a scelta sono previste nel 2002 dal 16,6% dei fondi "Load".

#### 4.1 Commissioni di entrata

Le commissioni di entrata possono essere prelevate con modalità differenti. Considerando anche i casi in cui le commissioni di entrata rappresentano un'alternativa alla commissione di uscita (commissione a scelta), dall'esame dei prospetti informativi dei fondi è stato possibile distinguere le seguenti modalità (Tab. 7): i fondi, infatti, possono richiedere il pagamento di importi fissi o di aliquote % e ciò, sia indipendentemente dall'ammontare dell'importo investito, sia in misura decrescente (se in termini %) o crescente (se in valore assoluto) all'aumentare dell'importo investito.

**Tab 7** Tipologie Commissioni di Entrata

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
CE % a scaglioni	77,3%	83,8%	87,9%	94,5%	98,3%	98,7%
% fissa (scaglione unico)	21,9%	15,3%	9,6%	5,4%	1,7%	1,1%
Importo fisso (Una tantum)	0,6%	0,9%	2,4%	0,1%	0,0%	0,3%
Importo fisso a scaglioni	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%

Così, il 77,3% dei fondi "Load" che applicano commissioni di entrata (corrispondente al 94,5% del patrimonio) richiede aliquote percentuali decrescenti al crescere dell'importo investito (CE % a scaglioni).

Risulta cresciuta, rispetto al 2000, la percentuale di fondi che applicano commissioni di entrata con aliquota % fissa, indipendentemente dall'importo investito. Essi passano dal costituire il 9,6% dei fondi che richiedono commissioni di entrata nel 2000 fino a costituire la modalità prescelta dal 21,9% dei fondi che le praticano nel 2002.

Le modalità che prevedono il pagamento di un importo fisso, sia indipendentemente dall'importo investito (una tantum) sia in misura crescente rispetto all'ammontare investito (a scaglioni) sono utilizzate complessivamente solo dallo 0,8% del totale dei fondi che praticano commissioni di entrata. Tenendo conto delle modalità di prelievo prevalenti delle commissioni di entrata, si è cercato di stimare il costo medio che un sottoscrittore sarebbe tenuto a sostenere nel caso di investimento di importi predeterminati in un'unica soluzione nei differenti fondi. Così, sono state considerate congiuntamente le sottoscrizioni di 5.000, 25.000, 100.000 e 250.000 euro, gravate da commissioni di entrata a % fissa e quelle gravate da aliquota % decrescente per classi di importi, sia imposte senza possibilità di scelta, sia scelte a seguito dell'opzione a favore del prelievo all'entrata nel fondo. La tab. 8 riassume i risultati di tale stima, ossia il costo medio % delle commissioni di entrata per macrocategoria di fondi.

Tab 8 Commissioni di entrata medie per importi sottoscritti e macrocategorie

Importi in euro	Media semplice				Media ponderata			
	5.000	25.000	100.000	250.000	5.000	25.000	100.000	250.000
AZIONARI	3,14	2,92	2,08	1,57	3,15	2,97	2,08	1,57
BILANCIATI	2,67	2,33	1,71	1,30	2,45	2,22	1,60	1,32
OBBLIGAZIONARI	2,16	1,98	1,35	1,02	2,05	1,92	1,35	1,07
FONDI DI LIQUIDITÀ	1,92	1,58	1,42	1,25	1,53	1,38	1,31	1,24
FLESSIBILI	3,02	2,85	2,10	1,74	2,92	2,82	2,03	1,64

Per i motivi già esposti, risulta confermato come le commissioni di entrata decrescano al crescere del patrimonio investito e siano mediamente superiori per le categorie di fondi azionari e flessibili e più basse per i fondi di liquidità e obbligazionari. Investire 5.000 euro in un fondo azionario per il 2002 comporta in media un prelievo pari al 3,14% dell'importo investito. Nel 2001 la sottoscrizione dello stesso importo richiedeva in media un prelievo del 3,23%. Investire 250.000 euro nello stesso fondo comporta per entrambi gli anni un prelievo pari all'1,57%. Rispetto al 2001 esse sono diminuite per quasi tutte le categorie.

Analoghe considerazioni possono essere svolte in merito alle commissioni di uscita che, a differenza delle commissioni di entrata che possono essere prelevate con almeno quattro modalità differenti, si presentano nell'unica modalità del prelievo di un'aliquota % decrescente all'aumentare del periodo di permanenza nel fondo (commissioni a tunnel).

Anche se la rilevanza delle commissioni di uscita rispetto alle commissioni di entrata è minore poiché le commissioni di uscita sono imposte solo dal 12,8% dei fondi "Load" (e sono previste quale alternativa all'applicazione di commissioni di entrata da un restante 16,6% di fondi), si è cercato ugualmente di stimare il costo medio sostenuto da un partecipante al fondo all'atto del disinvestimento degli importi sottoscritti

#### 4.2 Commissioni di uscita

supponendone la detenzione per differenti intervalli di tempo (12, 24, 36, 48 mesi).

Dall'analisi della Tabella 9 è possibile evidenziare, analogamente alle commissioni di entrata, aliquote % maggiori per i fondi azionari e minori per i fondi di liquidità. Quanto più è lungo il periodo per cui si detiene un fondo, tanto meno è il costo di uscita che si sostiene. Così, detenere un fondo azionario per 12 mesi costa in media il 3,04% dell'importo disinvestito; detenerlo per 48 mesi costa lo 0,47%.

Mesi di permanenza	Media semplice				Media ponderata			
	12	24	36	48	12	24	36	48
AZIONARI	3,03	2,17	1,18	0,17	2,91	2,16	1,28	0,41
BILANCIATI	2,85	2,03	1,14	0,17	2,87	2,13	1,23	0,21
OBBLIGAZIONARI	3,03	2,13	1,16	0,13	2,70	1,93	1,12	0,15
FONDI DI LIQUIDITÀ	2,50	0,00	0,00	0,00	2,50	0,00	0,00	0,00
FLESSIBILI	2,78	1,98	1,09	0,16	2,95	2,16	1,26	0,24

## 5 Oneri a carico del fondo

### 5.1 Commissione di gestione

La commissione di gestione è il compenso pagato dal fondo (e indirettamente dal sottoscrittore) alla società che lo gestisce. Essa è calcolata quotidianamente sul patrimonio netto del fondo e prelevata dalle sue disponibilità ad intervalli più ampi (mensili, trimestrali, ...)

Nel corso degli ultimi anni la commissione di gestione mediamente praticata dai fondi italiani è aumentata, passando dall'1,41% del 2000 (1,33% in termini ponderati) all'1,47% del 2002 (1,09% in termini ponderati).

Come evidenziato nella Tabella 10, tra gli azionari (media generale 1,81%), la commissione di gestione è mediamente più elevata per la categoria degli azionari paese, dove raggiunge in media il 2,45%, e più bassa per i fondi azionari area euro (1,65%); tra i bilanciati (media generale 1,54%) sono i fondi bilanciati obbligazionari ad avere una commissione mediamente più bassa (1,40%); mentre tra gli obbligazionari (media generale 1,05%) la categoria con commissioni di gestione più basse è quella degli obbligazionari area euro breve termine (0,79%) che si avvicina molto alle commissioni mediamente praticate dalla categoria dei fondi di liquidità caratterizzata da commissioni più basse in assoluto (0,56%).

La diversità nella remunerazione media dell'attività della gestione si giustifica con la complessità della gestione stessa in funzione delle politiche di investimento dei fondi e degli orizzonti temporali di investimento, così è evidente che i fondi più specializzati richiedono mediamente commissioni più elevate rispetto ai fondi più conservativi. L'aumento delle commissioni di gestione è generalizzato per tutte le categorie, ad eccezione di alcune categorie tra i fondi obbligazionari, di liquidità e flessibili.

**Tab 10 Commissioni di gestione medie per categorie**

Categoria	Media semplice			Media ponderata		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	1,81	1,78	1,74	1,79	1,76	1,73
Az. Italia	1,71	1,67	1,63	1,75	1,71	1,67
Az. area euro	1,65	1,57	1,56	1,71	1,71	1,63
Az. Europa	1,76	1,79	1,71	1,78	1,76	1,73
Az. America	1,76	1,74	1,72	1,81	1,78	1,78
Az. Pacifico	1,76	1,76	1,71	1,79	1,76	1,73
Az. paesi emergenti	1,93	1,92	1,91	1,93	1,87	1,90
Az. internazionali TS	-	1,78	1,69	-	1,75	1,72
Az. internazionali NTT	-	1,86	1,86	-	1,78	1,76
Az. altre specializzazioni	1,88	1,85	1,85	1,75	1,80	1,80
Az. paese	2,45	-	-	2,59	-	-
Az. internazionali	1,82	-	-	1,79	-	-
Az. settoriali	1,87	-	-	1,84	-	-
BILANCIATI	1,54	1,55	1,51	1,54	1,54	1,53
Bilanciati azionari	1,94	1,91	1,82	1,99	1,89	1,87
Bilanciati	1,52	1,52	1,48	1,56	1,55	1,52
Bilanciati obbligazionari	1,40	1,45	1,44	1,43	1,45	1,47
OBBLIGAZIONARI	1,06	1,07	1,06	0,92	0,95	0,98
Obbl. misti	1,14	1,13	1,11	1,09	1,01	1,01
Obbl. area euro a breve termine	0,79	0,81	0,82	0,75	0,77	0,79
Obbl. area euro a m/l termine	1,01	1,06	1,03	0,99	1,00	1,00
Obbl. area Europa	1,11	1,09	1,10	1,15	1,12	1,11
Obbl. area dollaro	1,12	1,10	1,10	1,06	1,09	1,12
Obbl. area yen	1,25	1,30	1,30	1,17	1,28	1,28
Obbl. paesi emergenti	1,45	1,43	1,41	1,31	1,30	1,29
Obbl. internazionali	1,12	1,14	1,13	1,09	1,10	1,10
Obbl. altre specializzazioni	1,22	1,20	1,18	1,17	1,16	1,16
FONDI DI LIQUIDITÀ	0,56	0,62	0,67	0,57	0,65	0,64
FLESSIBILI	1,67	1,70	1,71	1,67	1,69	1,74

La commissione di incentivo remunera la capacità del gestore di ottenere rendimenti superiori ad un parametro di riferimento definito. Nel 2000 la richiedeva 60,2% del totale dei fondi (61,1% del patrimonio). Al termine del 2002 essa è prevista da fondi che rappresentano il 69,3% del totale (52,9% del patrimonio), così distribuiti per macrocategoria (Tabella 11).

## 5.2 Commissione di incentivo

**Tab 11 Commissioni di incentivo per macrocategorie**

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2002	2001	2000	2002	2001	2000
AZIONARI	81,9%	79,0%	69,4%	86,2%	84,1%	70,4%
BILANCIATI	75,0%	72,9%	64,6%	76,2%	75,5%	54,3%
OBBLIGAZIONARI	53,5%	54,5%	50,8%	53,1%	57,9%	60,2%
FONDI DI LIQUIDITÀ	17,9%	29,7%	28,6%	7,1%	26,3%	20,7%
FLESSIBILI	89,8%	87,5%	69,7%	95,1%	91,6%	76,9%

Come si poteva intuire ci sono differenze tra categorie. In particolare mentre è progressivamente diminuita la percentuale di fondi di liquidità che la richiedono (che passa dal 28,6% del 2000 al 17,9% del 2002) è aumentata gradualmente la percentuale dei fondi delle altre categorie che la richiedono.

I parametri di riferimento utilizzati per il calcolo della commissione di incentivo sono vari. Nella maggioranza dei casi essi coincidono con il parametro individuato per determinare il profilo di rischio / rendimento del fondo (cd benchmark) indicato nel prospetto informativo o con altre combinazioni di indici di mercato (complessivamente per il 67,7% dei fondi che praticano commissioni di incentivo, pari al 76,1% del patrimonio).

Alcuni fondi confrontano invece il proprio rendimento con le medie di categoria elaborate da Fideuram (il 12,3% del totale, pari al 9,7% del patrimonio), altri con gli indici dei prezzi al consumo dell'Istat (il 3,5% del totale, pari al 5,1% del patrimonio), altri ancora con il rendimento delle proprie quote N periodi prima (il 7,3% del totale, pari al 3,4% del patrimonio). Altri parametri utilizzati sono costituiti dai tassi euribor incrementati di diversi punti percentuali (7,9% del totale, 4,3% del patrimonio) e gli indici rappresentativi dell'andamento dei titoli di Stato (1,4% del totale, 1,4% del patrimonio).

Quanto alle modalità di calcolo, in molti casi la commissione di incentivo è pari ad una percentuale della differenza tra il rendimento del fondo e quello dell'indice di riferimento; in altri essa, similmente alle commissioni di gestione, coincide con un'aliquota % fissa da prelevarsi solo al superamento del rendimento ottenuto dal benchmark per date prefissate.

### 5.3 Compenso della banca depositaria

---

La banca depositaria custodisce il patrimonio del fondo ed esegue le istruzioni impartite dalla società di gestione qualora esse non siano contrarie alla legge, al regolamento del fondo o alle prescrizioni delle autorità di vigilanza. La commissione che essa percepisce a fronte del servizio svolto è a carico del fondo, quindi per il sottoscrittore rappresenta un costo indiretto.

Così come le commissioni di entrata, anche le commissioni di banca depositaria possono essere calcolate in modi differenti. In particolare, esse possono consistere di aliquote % fisse indipendentemente dal patrimonio del fondo, o di aliquote % decrescenti al crescere del patrimonio del fondo, così come di importi fissi indipendentemente dall'ampiezza del patrimonio, o crescenti al crescere del patrimonio del fondo.

In particolare, la modalità di calcolo principalmente adottata è quella che prevede aliquote % fisse indipendentemente dall'ammontare del patrimonio del fondo (67,1% del totale dei fondi). Al secondo posto c'è la modalità di calcolo che prevede aliquote % decrescenti al crescere del patrimonio (scaglioni), utilizzata dal 30,4% dei fondi.

Seguono infine le altre modalità di calcolo, ossia importi fissi indipendentemente dal patrimonio del fondo (1,8% del totale) e decrescenti al crescere del patrimonio del fondo (0,5% del totale). Per lo 0,2% dei fondi non è stata rilevata la modalità di calcolo di tale commissione.

L'aliquota media della commissione di banca depositaria nel caso della modalità di calcolo come % fissa indipendentemente dal patrimonio del fondo è pari allo 0,10% su base annua e si differenzia per categorie di fondi essendo mediamente più bassa per i fondi di liquidità e obbligazionari e più alta per i fondi azionari e flessibili.

I fondi di fondi analizzati sono fondi non armonizzati aperti di diritto italiano che investono esclusivamente in parti di altri Oicr armonizzati. La crescita nell'offerta di tali prodotti è stata esponenziale: al termine del 2002 essi erano 124, contro i 32 del 2000.

Come i fondi armonizzati essi possono essere normalmente sottoscritti in un'unica soluzione, ma a differenza dei primi richiedono importi minimi di sottoscrizione più elevati, sia in sede di prima sottoscrizione, sia in sede di sottoscrizioni successive alla prima. Sebbene dal 2000 gli importi mediamente richiesti siano ora notevolmente inferiori, essi sono pari, nel caso di sottoscrizione iniziale a 11.876 euro (23.377 euro in termini ponderati), con un minimo di 100 euro ed un massimo di 100.000 euro (Nel 2000 l'importo minimo mediamente richiesto era pari a 23.531 euro, 63.737 euro in termini ponderati).

I versamenti medi successivi al primo sono pari a 2.182 euro (2.552 in termini ponderati) con un minimo di 50 euro ed un massimo di 10.000 euro (Nel 2000 in media si dovevano sottoscrivere almeno 3.408 euro, 3.615 euro in termini ponderati). Come i fondi armonizzati i fondi di fondi possono essere sottoscritti anche mediante l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale. Offrono tale possibilità il 74,2% dei fondi (50% del patrimonio). Nel 2000 la offrivano solo il 46,9% del totale (31,9% del patrimonio). In particolare, coerentemente con quanto già esposto in merito all'opportunità economica legata al contenimento del rischio di investimento dovuta all'adesione tramite PAC, per macrocategoria, offrono tale possibilità di adesione tutti i fondi flessibili, più del 60% dei fondi azionari e poco più del 40% dei fondi obbligazionari.

Il 79,2% dei fondi permette la sottoscrizione di quote anche mediante tecniche di comunicazione a distanza. Il rimborso delle quote può avvenire in un'unica soluzione (totale o parziale) o mediante piani programmati di disinvestimento. Quest'ultima opportunità è offerta solo dal 46,8% dei fondi di fondi (31,5% del patrimonio), con differenze per macrocategorie tali per cui i fondi obbligazionari che la consentono sono solo il 33,3% del totale contro il 49% degli azionari. Solo il 12,9% dei fondi di fondi offre accanto alla sottoscrizione delle quote la possibilità di aderire a dei servizi aggiuntivi, normalmente consistenti, nel caso di adesione tramite PAC, nella copertura assicurativa contro le ipotesi di invalidità o premorienza del sottoscrittore, o nella gestione della liquidità tramite un collegamento funzionale col conto corrente di corrispondenza.

## 6 Fondi di fondi

Quanto alla struttura commissionale, più del 90% dei fondi di fondi è di tipo "Load", ossia richiede commissioni di ingresso e/o di uscita. In particolare più del 90% dei fondi che praticano commissioni richiede commissioni di entrata (anche in alternativa alle commissioni di uscita, cd commissioni a scelta), e tra queste, le uniche modalità di prelievo consistono, nell'ordine, nell'applicazione di un'aliquota % fissa indipendentemente dall'importo sottoscritto, seguita dall'applicazione di aliquote % decrescenti al crescere del capitale investito.

Anche per i fondi di fondi si è tentato di stimare il costo medio di sottoscrizione di importi determinati considerando congiuntamente sia l'ipotesi di modalità di prelievo con aliquote % fisse indipendenti dal patrimonio investito, sia l'ipotesi di prelievo con aliquote decrescenti al crescere del patrimonio investito. In particolare, come risulta dalla Tabella 12, ad es. la sottoscrizione di 15.000 euro in un fondo azionario costa nel 2002 il 2,69% (il 2,03% in termini ponderati). Nel 2001 essa costava mediamente il 2,26%. Le commissioni di entrata sono aumentate lievemente per tutte le categorie di fondi.

Tab 12 Commissioni di entrata medie per importi e macrocategorie

Importi in euro	Media semplice			Media ponderata		
	15.000	50.000	100.000	15.000	50.000	100.000
AZIONARI	2,69	2,63	2,53	2,03	1,98	1,90
BILANCIATI	2,33	2,21	2,12	1,88	1,79	1,74
OBBLIGAZIONARI	3,03	2,95	2,93	3,22	3,08	3,04
FLESSIBILI	2,63	2,38	2,31	1,65	1,24	1,17

Gli 11 fondi che prevedono commissioni di uscita (sia quelli per i quali essa è imposta, sia quelli per i quali essa è alternativa alla commissione di entrata) la richiedono nell'unica modalità di aliquote % decrescenti all'aumentare del periodo di permanenza nel fondo.

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.

Al termine del 2002 la commissione di gestione mediamente richiesta dai fondi di fondi è pari all'1,15% (0,97% in termini ponderati) contro l'1,06% del 2000. Le commissioni di gestione sono mediamente più elevate per i fondi flessibili (1,39%) e più basse per gli obbligazionari (0,7%).

La categoria caratterizzata dalla commissione di gestione più elevata è quella degli azionari settoriali (1,65%); per contro, quella caratterizzata dalla commissione di gestione più bassa è la categoria degli obbligazionari altre specializzazioni (0,58%). La commissione di incentivo è richiesta da meno del 23% dei fondi di fondi, essenzialmente dal 38% dei fondi flessibili e da meno del 10% dei fondi obbligazionari.

Non è stato possibile rilevare per tutti i fondi le caratteristiche delle convenzioni con la banca depositaria. Per i fondi di cui si dispone dei dati risulta quale modalità di calcolo prevalente l'aliquota % fissa indipendentemente dall'ammontare del patrimonio del fondo.

La peculiarità di tali fondi consiste nell'essere riservati agli operatori qualificati definiti nel regolamento del fondo. Così, le caratteristiche degli stessi differiscono notevolmente dalle caratteristiche dei fondi armonizzati italiani e dei fondi di fondi.

Ad es. l'unica modalità di sottoscrizione consentita è l'adesione tramite il versamento dell'importo che si intende sottoscrivere in un'unica soluzione, mentre non è ammessa la possibilità di sottoscrizione mediante tecniche di comunicazione a distanza, né sono previsti piani programmati di disinvestimento.

Il versamento iniziale medio richiesto è pari a 4.352.632 euro (4.126.764 euro in termini ponderati).

Ben il 94,7% del totale non richiede commissioni, né all'ingresso né all'uscita. I fondi riservati che le richiedono praticano commissioni di entrata, calcolate come % decrescenti al crescere dell'importo investito.

La commissione di gestione media è pari allo 0,27% (0,18% del patrimonio) con un minimo per i fondi obbligazionari (0,14% in media) ed un massimo per i fondi flessibili (0,79%).

La commissione di incentivo è richiesta da 18 fondi riservati, ossia da tutti ad eccezione del solo fondo appartenente alla categoria liquidità area euro.

La Tabella 13 riassume le caratteristiche salienti di ciascuna tipologia di fondo quindi il versamento iniziale medio richiesto, la percentuale di fondi che consentono l'adesione tramite PAC e il disinvestimento tramite piani di rimborso programmati, la % di fondi che consente l'abbinamento di servizi aggiuntivi alla sottoscrizione, il regime commissionale prevalente e la modalità di calcolo delle commissioni, la commissione di gestione media e la % di fondi che richiede le commissioni di incentivo.

## 7 Fondi riservati

## 8 Confronto tra le diverse tipologie di fondi

Tab 13 Tipologie di fondi a confronto

Tipo fondo	Armonizzati italiani	Fondi di fondi	Fondi riservati
Versamento iniziale medio in euro*	1.224	11.876	4.352.632
Versamenti successivi medi in euro	742	2.182	55.000
PAC	88,4%	59,7%	-
Piani di rimborso	84,5%	46,8%	5,3%
Servizi aggiuntivi	33,2%	12,9%	-
Agevolazioni commissionali	92,3%	89,5%	5,3%
Fondi No Load	32,9%	7,3%	94,7%
Tipologia commissionale prevalente per i fondi Load	CE a scaglioni	CE a % fissa	CE a scaglioni
Commissione di gestione media	1,47	1,15	0,27
Commissione di incentivo	69,3%	22,6%	94,7%

\* per i fondi italiani sono esclusi i fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione superiori o uguali a 25.000 euro



## L'assetto regolamentare

In Italia l'assetto regolamentare dei fondi comuni di investimento ha subito, negli ultimi decenni, un profondo cambiamento. Nonostante risalgano alla fine degli anni '60 i primi fondi di diritto lussemburghese promossi da intermediari italiani, è soltanto con la legge 23 marzo 1983, n. 77 che venne introdotta nel nostro sistema giuridico la possibilità di istituire fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano. Così con la piena crescita e il susseguente crollo dei mercati l'alternativa al risparmio tradizionale ha iniziato a prendere corpo.

Parallelamente alle prime iniziative nazionali anche la Comunità Europea ha regolamentato i fondi comuni di investimento introducendo, con la direttiva n. 85/611/CEE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari - direttiva UCITS - i c.d. fondi armonizzati; il risparmio gestito contribuiva così all'unificazione del mercato finanziario europeo.

A tale Direttiva è stata data attuazione mediante più interventi, che hanno portato all'introduzione nel nostro ordinamento, nel 1992, dei fondi comuni di investimento aperti armonizzati e degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari operanti in forma statutaria, sotto la veste di società di investimento a capitale variabile (SICAV); si è in questo modo consentito anche agli italiani di investire all'estero, rendendo ancora più evidente il ruolo di interfaccia, comprensione e consulenza delle società di gestione per piccoli e grandi risparmiatori.

L'adeguamento della realtà del risparmio gestito italiano alle esperienze di altri Paesi - europei ed extraeuropei - dal punto di vista della gamma tipologica dei prodotti offerti, è stato infine completato con l'introduzione - nel 1993 e nel 1994 - dei fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, mobiliari ed immobiliari. Con questi ultimi interventi è stata aperta la strada all'operatività, anche in Italia, di tipologie di fondi comuni di investimento non conformi alla disciplina comunitaria.

Il 1998 ha rappresentato un anno di svolta, segnata dall'emanazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, a tutti noto come Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari, per il tramite del quale è stata veicolata nel nostro ordinamento una serie di rilevanti novità inerenti alla società di gestione ed ai modelli organizzativi che la stessa può adottare nella prestazione del servizio di gestione collettiva. È stata infatti istituita la società di gestione del risparmio, nuova figura di gestore caratterizzata dalla polivalenza delle attività ge-

1 La direttiva comunitaria

2 Il Testo Unico della Finanza

storie esercitabili. L'ampliamento del novero delle attività esercitabili dalla Sgr ha reso necessaria una maggiore flessibilità organizzativa della stessa, che ha trovato concretizzazione sia nella possibilità di dissociare le funzioni di promozione e di gestione del fondo, sia nella facoltà di delegare il potere gestionale in relazione a specifiche scelte di investimento.

Tra il 1998 ed il 1999 la riforma della regolamentazione della gestione collettiva del risparmio è stata completata secondo gli indirizzi generali definiti dal Testo Unico; con l'emanazione da parte della Banca d'Italia, della Consob e del Ministero del Tesoro dei regolamenti attuativi del Testo Unico, le società di gestione del risparmio sono state poste definitivamente nella condizione di operare con una regolamentazione ampia e definita.

### 3 Fondi non armonizzati

Il Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 ed il Provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre dello stesso anno hanno ampliato in modo significativo il ventaglio delle varianti tipologiche del fondo comune di investimento, con l'intento di soddisfare una clientela sempre più larga ed esperta. Mentre il sistema previgente conosceva, quali uniche opzioni strutturali, il fondo aperto armonizzato ed i fondi chiusi mobiliari ed immobiliari, con la disciplina dettata dal Ministero del Tesoro e dalla Banca d'Italia è stato introdotto il tipo "non armonizzato", caratterizzato dalla maggiore ampiezza dei limiti agli investimenti e dalla maggiore latitudine dell'oggetto dell'investimento. Si è aperta così la strada alla possibilità di istituire fondi con maggiori specializzazioni: in quote di fondi, in strumenti derivati, in depositi bancari, ma anche legati ad indici di mercato. Si è così aperta la strada all'istituzione di fondi connotati da un maggior grado di specializzazione, fino a giungere alla creazione di fondi legati ad indici di mercato. Di ancora maggior rilievo è stata, poi, la previsione di forme strutturali assolutamente innovative quali il fondo riservato ed il fondo speculativo, entrambi connotati in virtù della possibilità di perseguire una politica d'investimento più aggressiva, in deroga ai limiti prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabiliti in via generale.

### 4 Benchmark, Internet, semplificazione dei regolamenti

Nel corso del 1999 ha visto la luce il nuovo prospetto informativo, redatto secondo gli schemi predisposti dalla Consob nella Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e caratterizzato, tra l'altro, dall'obbligatorietà dell'indicazione del parametro oggettivo di riferimento (benchmark).

Tra il 1999 ed il 2000 la Consob ha riconosciuto la possibilità di acquistare quote di OICR tramite Internet, delimitando l'ambito territoriale dell'offerta a distanza effettuata tramite Internet e dettandone le modalità operative.

Il 2000 ha visto, infine, la semplificazione dei testi regolamentari dei fondi comuni d'investimento aperti armoniz-

zati, avvenuta mediante la predisposizione - da parte della Banca d'Italia - di uno schema di regolamento di gestione semplificato.

Il mondo del risparmio gestito ha vissuto, nel 2002, un anno estremamente fertile dal punto di vista legislativo e regolamentare. L'anno appena trascorso si è infatti aperto con un'importante innovazione in ambito comunitario ove, con l'approvazione delle direttive 2001/107/CE (direttiva gestore) e 2001/108/CE (direttiva prodotto), si sono apportate rilevanti modifiche alla direttiva 85/611/CEE in materia di OICVM.

Le novità introdotte dalla direttiva 107/2001/CE sono molteplici ed afferiscono, in gran parte, alle possibilità operative ed organizzative riconosciute alla Sgr. Se da un lato è stato ampliato il novero delle attività esercitabili dalle società di gestione, consentendo loro in particolare di affiancare alla gestione di fondi armonizzati anche quella di fondi non armonizzati, nonché la gestione di portafogli su base individuale, la gestione di fondi pensione, e la prestazione di determinati servizi accessori (e cioè la consulenza in materia di investimenti e la custodia e amministrazione di quote di organismi di investimento collettivo), dall'altro lato è stata loro riconosciuta la facoltà di delegare a terzi una o più delle funzioni della società di gestione. Non meno rilevanti appaiono, poi, il riconoscimento del passaporto europeo alle società di gestione autorizzate ai sensi della direttiva, l'introduzione di una nuova soluzione organizzativa per le SICAV, consistente nella delegabilità ad una Sgr di tutte le funzioni di una SICAV per la quale potranno essere previsti requisiti patrimoniali e organizzativi di minore consistenza e, infine, l'introduzione del prospetto semplificato da consegnare ai sottoscrittori prima della conclusione del contratto.

La direttiva 108/2001/CE ha invece, come si diceva, operato sul versante del prodotto, ampliando il novero delle attività in cui il patrimonio di un OICVM può essere investito e rendendo quindi più flessibile la definizione della politica d'investimento, introducendo regole di ripartizione del rischio più flessibili per gli investimenti in azioni che costituiscono le attività sottostanti indici azionari qualificati e disciplinando l'uso dei derivati, compresi i derivati OTC, e delle operazioni di prestito titoli nell'ambito delle quali l'OICVM assume il ruolo di prestatore.

In ambito nazionale l'inizio dell'anno è stato segnato dalla pubblicazione da parte della Banca d'Italia del Provvedimento sull'offerta in Italia di OICR non armonizzati. L'attenzione si è quindi concentrata sugli OICR aperti indicizzati: l'emanazione, da parte della Consob, di una specifica disciplina volta a consentirne la quotazione e la sollecitazione, unitamente alla modifica del Regolamento della Borsa Ita-

## 5 Direttive comunitarie 107 e 108

## 6 Fondi indicizzati e speculativi

liana e delle relative Istruzioni hanno reso possibile - negli ultimi mesi dell'anno - l'ammissione a quotazione del primo *Exchange Traded Fund* di diritto estero.

È stata poi la volta dei fondi speculativi, a favore dei quali la Banca d'Italia ha riconosciuto, da un lato, la facoltà di ricorrere ai servizi di finanziamento offerti dal c.d. *prime broker* e, dall'altro lato, la facoltà di costituire garanzie a fronte dei finanziamenti ricevuti. Ciò ha reso possibile la nascita del primo "fondo speculativo puro".

Ha poi catalizzato l'attenzione del settore l'emanazione, da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze del decreto 2 agosto 2002, n. 217, che ha consentito l'affidamento alle Sgr delle partecipazioni bancarie di controllo detenute da fondazioni.

## Il regime tributario degli OICVM

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

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

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

Per questi proventi, ancorché conseguiti 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 del concorso alla formazione del risultato della gestione da sottoporre ad imposta sostitutiva.

L'imposta sostitutiva si paga sul risultato della gestione maturato nel periodo di imposta determinato al netto dei redditi affluenti alla gestione esenti da imposta o soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta o ad imposta sostitutiva. In particolare, la base imponibile (ossia il risultato della gestione) è costituita dalla differenza tra il patrimonio netto del fondo rilevato dal prospetto relativo all'ultimo giorno dell'anno (au-

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

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

mentato 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 quotidiani, esprime un valore al netto delle imposte che sono pagate interamente dal fondo attraverso la Sgr. A fine esercizio, l'ammontare complessivo dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo costituisce il debito d'imposta che la Sgr deve versare all'Erario in unica soluzione o in un numero massimo di undici rate a partire dal 16 del mese di febbraio dell'anno successivo.

Se, invece, per effetto delle operazioni di gestione, il risultato 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 - è computato, senza limiti temporali, in diminuzione dei risultati di gestione positivi successivamente conseguiti. In altri termini, sorge in capo al fondo un diritto a pagare in futuro meno imposte sui successivi incrementi patrimoniali. Tale diritto è nella sostanza un risparmio 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 il minor debito d'imposta dovuto dal fondo ossia decrementa il debito dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo del fondo ovvero aumenta il valore del credito rilevato nell'attivo (e quindi determina un maggior valore della quota per il partecipante).

In alternativa all'utilizzo del risultato negativo di gestione in diminuzione dai risultati conseguiti nei successivi periodi di imposta, la Sgr, qualora gestisce più fondi, può accreditare a favore del fondo in perdita una somma pari all'ammontare del credito maturato; in tale ipotesi l'importo da accreditare al fondo "*minusvalente*" dovrà essere prelevato dall'imposta sostitutiva dovuta da uno o più fondi "*plusvalenti*" gestiti dalla medesima Sgr che hanno registrato rendimenti positivi e

quindi debiti di imposta. La Sgr dovrà pertanto versare all'E-rario, 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.

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

Particolari disposizioni regolano l'individuazione della nozione di provento di capitale derivante dalla partecipazione ad un OICVM (cfr. art. 42, comma 4-bis, del TUIR). In sintesi, il provento di capitale è dato dalla differenza tra il valore delle quote o azioni rilevato dal prospetto (e pubblicato sui quotidiani) alla data di distribuzione, riscatto o cessione e il valore rilevato alla data di sottoscrizione o acquisto.

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

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

Peraltro tali disposizioni trovano applicazione limitatamente alla parte di provento corrispondente all'incremento di valore della quota o azione rilevato dai prospetti con riferimento alla data di sottoscrizione o acquisto e alla data di distribuzione dei proventi, riscatto o cessione delle quote o azioni stesse. Se il provento conseguito eccede quello corrispondente all'incremento di valore della quota (ciò si verifica quando le quote o azioni sono acquistate o vendute a prezzi diversi da quelli di prospetto), tale eccedenza costituisce reddito diverso (cfr. art. 81, comma 1, lett. c-ter), del TUIR) ovvero reddito di impresa se conseguito nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale (su tale eccedenza non spetta quindi il credito di imposta).

### 3 Regime tributario dei proventi conseguiti dai partecipanti

Il reddito diverso (plusvalenza) realizzato dal partecipante è sottoposto ad una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 12,50%. L'applicazione di tale imposta sostitutiva può avvenire in sede di dichiarazione dei redditi oppure può essere operata dall'intermediario finanziario che regola operazioni di cessione o rimborso, ma a condizione che il contribuente abbia optato per il regime del risparmio amministrato. Se invece le quote o azioni sono oggetto di una gestione individuale di patrimoni per la quale trovano applicazione le disposizioni sul risparmio gestito, il reddito conseguito concorre a formare il risultato della gestione.

Qualora attraverso la partecipazione ad un OICVM di diritto italiano sia conseguita una minusvalenza, il partecipante dovrà stabilire per quale parte tale minusvalenza derivi dalla partecipazione all'OICVM e per quale parte derivi, invece, dalla negoziazione. Tale distinzione si rende necessaria in quanto le minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad un OICVM non possono ritenersi deducibili dalle plusvalenze e dagli altri redditi conseguiti dal partecipante, essendo già deducibili nella determinazione del risultato maturato di gestione.

Eventuali commissioni pagate dai sottoscrittori (ad esempio, commissioni di sottoscrizione o rimborso) costituiscono redditi diversi di natura finanziaria (minusvalenze) e possono essere dedotte dalle plusvalenze realizzate dal contribuente.

#### 4 Proventi percepiti da soggetti non residenti

La legge prevede specifiche disposizioni per i proventi conseguiti da soggetti non residenti che acquistano quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto italiano. Queste disposizioni però riguardano soltanto i soggetti che risiedono in paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni e che non sono residenti in territori a regime fiscale privilegiato.

È previsto infatti che i soggetti non residenti possono conseguire i proventi derivanti dell'investimento in fondi comuni al lordo dell'imposta sostitutiva attraverso due strade distinte:

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

#### 5 L'imposta di successione e donazione

L'imposta di successione e donazione non è più dovuta per i trasferimenti di quote o azioni di partecipazione a fondi comuni o SICAV verificatesi successivamente alla data del 25 ottobre 2001. Tuttavia, si precisa 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 euro 180.759,91.

Le imprese commerciali (imprenditori individuali e società) che sottoscrivono o riscattano quote di fondi comuni (o azioni di SICAV) devono rilevare le operazioni nella contabilità prevista ai fini delle imposte sui redditi ma non devono effettuare alcuna annotazione nella contabilità prevista dalla legge IVA.

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

Dall'investimento in fondi comuni mobiliari e SICAV di diritto estero il partecipante può conseguire sia redditi di capitale sia redditi diversi. In particolare, i redditi di capitale sono quelli direttamente riferibili all'incremento di patrimonio rilevato in capo all'organismo di investimento estero. Vi rientrano, pertanto, sia i proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento (c.d. proventi periodici) sia quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto o di cessione delle quote o azioni e il valore medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni (cfr. art. 10-ter, comma 1, della legge n. 77/1983).

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

In particolare, i proventi relativi a quote o azioni di OICVM esteri "armonizzati" (e cioè conformi alle direttive CEE) commercializzati nel territorio dello Stato sono assoggettati a ritenuta del 12,50% a cura dell'intermediario residente incaricato del pagamento dei proventi medesimi, oppure del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni collocate in Italia.

La ritenuta è a titolo d'imposta se i proventi non sono relativi a quote o azioni appartenenti ad imprese commerciali (ad esempio, persone fisiche ed enti non commerciali) mentre è a titolo d'acconto in tutti gli altri casi (ad esempio, per le società di capitali).

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

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

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

6 Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

7 Fondi comuni di investimento mobiliare e SICAV di diritto estero

- b) tassazione ordinaria (quadro RI del modello UNICO) se si tratta di proventi relativi a organismi di investimento non conformi alle direttive CEE.

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

Anche per i proventi derivanti dall'investimento in OICVM di diritto estero vale la regola prevista per i fondi italiani sulla deducibilità delle commissioni di sottoscrizione e rimborso.

- 8 OICVM aperti "indicizzati" italiani ed esteri negoziati nel Mercato Telematico Fondi (MTF)

La Borsa Italiana S.p.A. ha lanciato un nuovo segmento, denominato Mercato Telematico Fondi (MTF), al fine di consentire la quotazione e negoziazione di OICVM aperti "indicizzati" sia italiani sia esteri tra i quali, oltre ai fondi comuni mobiliari e alle SICAV tradizionali, sono ricompresi anche i cosiddetti ETF (*Exchange-Traded Funds*).

La creazione di un mercato secondario per le quote o azioni degli organismi di investimento collettivo del risparmio in questione non implica, comunque, un regime fiscale diverso rispetto a quello previsto per i fondi comuni e le SICAV non negoziati.

Il regime tributario applicabile agli OICVM di diritto italiano negoziati nel mercato MTF è infatti quello previsto per i fondi comuni mobiliari le SICAV italiani di cui si è detto in precedenza sia per quanto riguarda il regime del fondo sia per quanto attiene al regime dei proventi.

Per i proventi derivanti dall'investimento in OICVM di diritto estero (compresi gli ETF) trova invece applicazione la disciplina disposta per i fondi comuni mobiliari e le SICAV esteri che, come evidenziato nel precedente paragrafo, è differente a seconda se trattasi di OICVM esteri di investimento "armonizzati" o "non armonizzati" alle direttive CEE.

- 9 Prospettive di riforma del sistema di tassazione dei fondi comuni mobiliari e delle SICAV italiani

È ancora all'esame del Parlamento il disegno di legge delega per la riforma del sistema fiscale presentato dal governo nel dicembre 2001. Le linee direttrici di tale progetto di legge prevedono, per quanto attiene al risparmio affidato in gestione agli investitori istituzionali, un profondo mutamento del regime tributario dei fondi comuni tale da consentire il superamento degli inconvenienti connessi con l'attuale sistema di tassazione.

Nei periodi di evoluzione positiva dei mercati, infatti, il prelievo attuato di anno in anno sui rendimenti maturati

priva il fondo comune 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 l'eventuale risultato negativo della gestione può essere computato dal fondo in diminuzione dai risultati positivi conseguiti negli esercizi successivi, con conseguente versamento di minori imposte.

Il diritto al pagamento di minori imposte costituisce, dal punto di vista patrimoniale, un maggior valore dell'attivo del fondo che, traducendosi anche in un maggior valore delle quote o azioni, deve essere, da un lato, "pagato" dai nuovi sottoscrittori del fondo e, dall'altro, liquidato ai partecipanti che ne chiedono il riscatto.

Detta operazione di liquidazione, che incide necessariamente sulle disponibilità del fondo, priva i partecipanti di una parte di liquidità che potrebbe essere utilmente investita, con evidenti riflessi negativi sulla performance complessiva 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 bensì per cassa in capo ai partecipanti (mediante applicazione di un'imposta sostitutiva sui redditi percepiti in sede di distribuzione periodica o a seguito del riscatto o cessione 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 o in sede di percezione dei proventi periodici, 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.

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 è previsto nella vigente disciplina, i tempi richiesti dalle procedure di rimborso.

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

**Tab 1 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 redditi di capitale conseguiti dai sottoscrittori che non esercitano attività d'impresa non sono imponibili (*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione del reddito di capitale nel modello UNICO	No	No

(\*) Se le quote di OICVM sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, i redditi di capitale 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 2 OICVM comunitari collocati in Italia**

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Trattamento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del 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)(*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione dei redditi di capitale nel modello UNICO	No, ma soltanto se il reddito di capitale è stato assoggettato a ritenuta, altrimenti deve essere inserito nella dichiarazione dei redditi nel quadro RM.	Come i fondi

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

**Tab 3** OICVM non conformi alle direttive comunitarie collocati in Italia

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Trattamento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del 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)(*). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito)	Come i fondi
Indicazione dei redditi di capitale nel modello UNICO	Sì, nel quadro RI	Sì

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



## Lo scenario internazionale

Vengono presentati in questo capitolo informazioni sui fondi promossi dai diversi paesi europei conformi alla direttiva 85/611, cosiddetti fondi armonizzati (OICVM); questi prodotti hanno caratteristiche simili in termini di politiche di investimento adottabili e possono essere confrontati tra di loro sulla base della classificazione internazionale definita dalla Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI). Non vengono di conseguenza considerati quei fondi che, sebbene istituiti nei singoli paesi d'origine, non sono conformi all'anzidetta direttiva quali nel caso italiano sono i fondi riservati, i fondi speculativi e i fondi di fondi.

I dati utilizzati sono aggiornati al 30 settembre 2002 e sono quelli pubblicati dalla FEFSI e dall'Investment Company Institute (ICI).

L'Industria del Risparmio Gestito internazionale, così come si è già visto per quella italiana, ha risentito dell'andamento negativo registrato nel corso del 2002 dai mercati borsistici. La dimensione complessiva del risparmio affidato dagli investitori in organismi di investimento collettivo all'industria europea è infatti diminuito nei primi nove mesi del 2002 dell'8,9%. A fine settembre 2002 risultano pari a 3.290 i miliardi di euro investiti nei 28.353 fondi esistenti.

### 1 Le tendenze del risparmio gestito

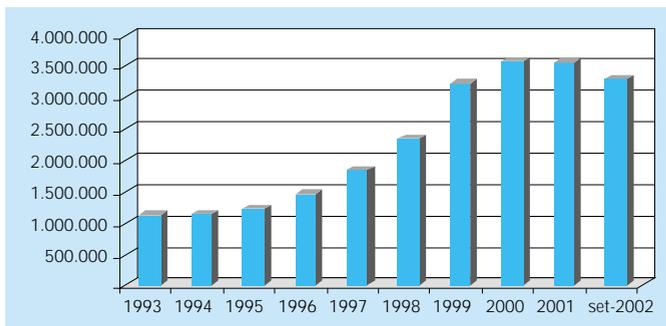


Fig 1 Evoluzione del patrimonio dei fondi in Europa

Guardando la ripartizione degli investimenti nelle diverse tipologie di prodotti presenti sul mercato non è quindi sorprendente osservare la diminuzione del peso dei fondi azionari e bilanciati e l'incremento dei fondi obbligazionari e monetari. A fine settembre i fondi azionari rappresentano il 32,6% del patrimonio, rispetto al 40,2% rilevato nel dicembre 2001, i fondi obbligazionari sono pari al 31,4% (27% a fine 2001), mentre i fondi monetari sono cresciuti di quasi il 4,8% attestandosi al 19,8%.

Alla diminuzione del peso della componente azionaria ha contribuito, ma non in tutti i paesi europei, una diminuzione della raccolta confluita nei fondi con profilo rischio rendimento più elevato e un aumento di quella dedicata verso

quelli caratterizzati da profili di rischio rendimento più bassi. Si può infatti osservare come i flussi dei soli primi tre trimestri del 2002 destinati alle categorie obbligazionarie e monetarie in Germania e in Lussemburgo siano notevolmente superiori a quelli fatti registrare in tutto il 2001.

**Tab 1 Raccolta netta**

	Totale		Fondi azionari e bilanciati		Fondi obbligazionari e monetari	
	gen-set 2002	2001	gen-set 2002	2001	gen-set 2002	2001
France	n.d.	94.414	n.d.	39.007	n.d.	55.407
Germany	8.828	22.070	1.846	6.831	7.197	15.056
United Kingdom	11.609	22.160	5.947	14.490	5.662	4.758
Italy	-11.435	-20.839	-22.255	-42.254	10.820	21.415
Luxembourg	48.234	121.667	10.530	38.243	24.063	70.559

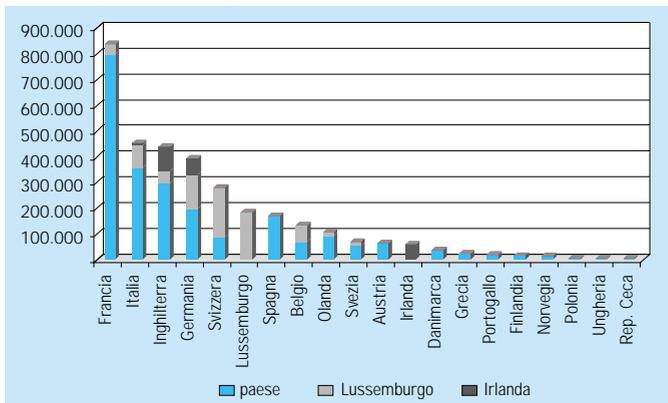
\* solo i primi tre trimestri

2 Il risparmio gestito nei diversi paesi europei

Il ridimensionamento delle masse gestite non ha influito sulla posizione detenuta dai primi tre paesi: la Francia con 797,7 miliardi di euro si colloca al primo posto per massa amministrata, il Lussemburgo con 762,8 miliardi di euro, che si ricorda offre solamente la sede amministrativa ai fondi, è al secondo posto, l'Italia con 357,6 miliardi di euro si colloca sempre al terzo posto. Successivamente si posizionano l'Inghilterra (298,2) e l'Irlanda (230,4). Rispetto a fine 2001 quest'ultimo paese ha superato in graduatoria la Germania (197,3).

Utilizzando le informazioni tratte dall'autorità di vigilanza lussemburghese (CSFF) e dall'associazione di categoria irlandese (DFIA) si può stimare la reale graduatoria dei singoli Paesi suddividendo il patrimonio dei fondi domiciliati in Lussemburgo e in Irlanda tra i diversi paesi europei promotori dei fondi ivi domiciliati. Come si può vedere dal grafico, l'Italia si conferma sempre al secondo posto sebbene la distanza che la separa dall'Inghilterra è diminuita.

Fig 2 Patrimonio gestito nei paesi europei, ripartendo la quota rappresentata dai fondi lussemburghesi e irlandesi per paese di promozione



Osservando il volume medio in gestione per fondo, si osserva che i fondi di diritto italiano hanno il patrimonio medio più elevato (337 milioni di euro); seguono la Svizzera e l'Olanda che si trova a pari merito, con 180 milioni medi in gestione,

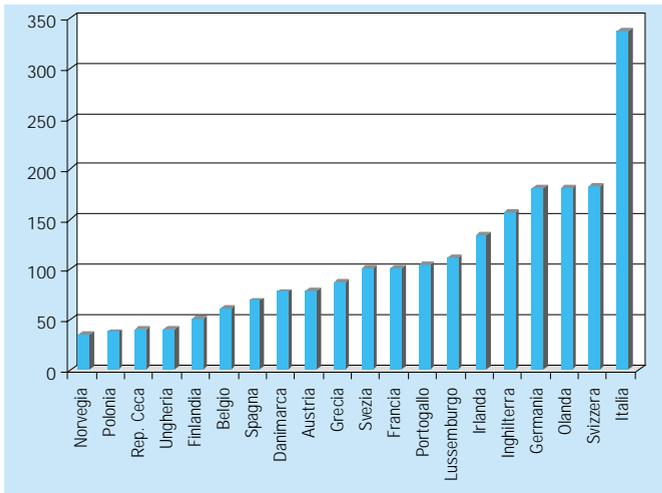


Fig 3 Patrimonio medio gestito nei paesi europei

con la Germania. Come si evince dalla Figura 3 i volumi medi gestiti non sono omogenei a livello europeo anche se per più dell'87% dei paesi rappresentanti l'industria tale valore è superiore a 100 milioni di euro.

Come è già stato accennato il valore delle masse investite in prodotti azionari è diminuito nel corso del 2002. Questo è passato da 1.366 miliardi di euro, a fine dicembre 2001, a 997 miliardi di euro. La conseguente rilevanza dei fondi azionari all'interno dell'industria del singolo paese è variata: in Germania si osserva una diminuzione di 12,8 punti percentuali della quota rappresentata dai fondi azionari compensata dall'incremento delle quote dei fondi monetari e obbligazionari. Una diminuzione compresa tra il 5 e l'8% viene invece rilevata negli altri paesi.

### 3 Le tipologie di fondi

Tab 2 Evoluzione dell'asset allocation

	equity funds			bond funds			money market funds		
	set2002	2001	2000	set2002	2001	2000	set2002	2001	2000
Francia	20,7%	25,8%	28,3%	18,1%	17,3%	16,9%	38,4%	32,2%	28,5%
Germania	39,2%	52,0%	61,0%	32,7%	25,1%	22,5%	19,6%	14,3%	8,4%
Inghilterra*	75,4%	80,7%	82,2%	15,7%	10,9%	9,3%	0,6%	0,5%	0,4%
Italia	20,5%	27,4%	34,6%	42,4%	39,4%	34,6%	19,3%	11,6%	5,0%
Lussemburgo	29,1%	37,4%	44,2%	45,5%	38,6%	33,3%	12,1%	10,7%	8,9%

\* Revisione della serie storica

La diversa propensione al rischio dei sottoscrittori europei mostrata dalla diversa detenzione di prodotti azionari mette in evidenza una differente cultura finanziaria degli investimenti, un diverso sistema finanziario nonché una diversa propensione al risparmio dei medesimi. Permane sempre elevato, seppure in diminuzione rispetto all'anno precedente, l'investimento in fondi azionari da parte degli inglesi e degli svedesi; questi prodotti rappresentano rispettivamente il 75% e il 63% di quelli complessivi.

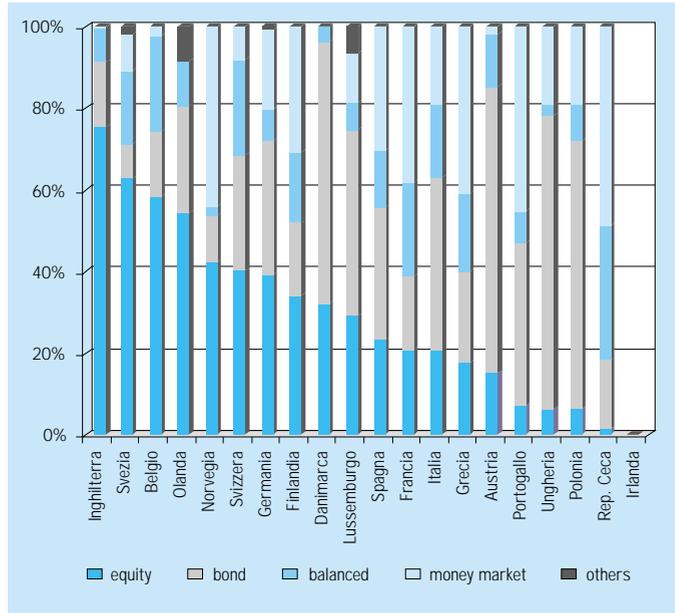


Fig 4 Asset allocation nei diversi paesi europei

Al contrario quote superiori al 40% si registrano nei fondi monetari della Repubblica Ceca, del Portogallo, della Norvegia e della Grecia.

4 Il risparmio gestito in Europa e negli Stati Uniti

Similmente all'industria europea anche quella statunitense ha registrato una diminuzione del patrimonio amministrato. Alla fine di settembre 2002 i risparmi affidati ai fondi comuni negli Stati Uniti ammontano a 6.142 miliardi di euro, valore sempre doppio di quello complessivamente affidato all'industria dei fondi europei, ma in diminuzione del 13,2% rispetto a quello registrato a fine 2001.

Il numero di prodotto offerti dalle due industrie è rimasto pressoché stabile se confrontato con l'anno precedente. L'Europa, con 28.353 fondi, continua ad offrire un numero di fondi tre volte superiore a quello presente negli Stati Uniti pari a 8.303 unità.

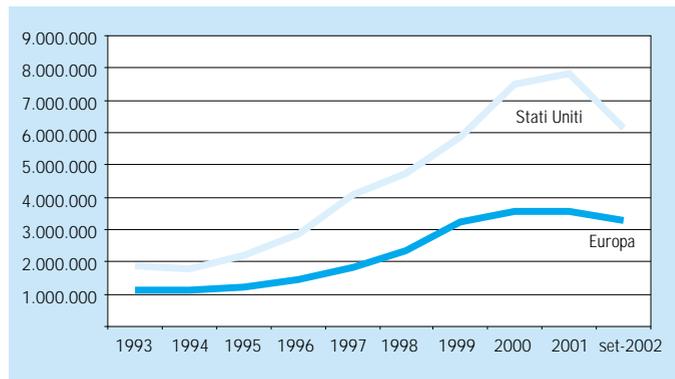


Fig 5 Evoluzione del patrimonio Europa vs Stati Uniti

Data la numerosità di prodotti offerti e i volumi amministrati nelle due diverse realtà ne consegue che il matrimonio medio di un fondo statunitense è pari a 740 milioni di euro mentre quello di un fondo europeo è pari a 116 milioni di 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:

- diminuzione del 7,6% dei fondi azionari;
- aumento dei fondi obbligazionari (+ 4,7%) e dei fondi monetari (+2,8%);
- sostanziale stabilità dei fondi bilanciati.

La tipologia di prodotti in cui sono affluite le risorse destinati nei fondi comuni statunitensi nel corso dei primi nove mesi del 2002 mostra una raccolta negativa per i fondi azionari e monetari e una raccolta nettamente positiva per i fondi obbligazionari.

Tab 4 Raccolta netta negli Stati Uniti per tipologia di fondi (in milioni di dollari)

	Gen-Set 2002	In %	Gen-Set 2001	In %	Gen-Set 2000	In %
Azionari	- 18.715	-38,8	55.266	12,4	258.050	70,7
Bilanciati	8.296	17,2	10.870	2,4	-8.454	-2,3
Obbligazionari	119.792	248,3	81.024	18,2	5.555	1,5
Monetari	-157.616	-326,7	297.680	66,9	110.023	30,1
Totale	-48.243	-100,0	444.840	100,0	365.174	100,0

Confrontando il portafoglio medio detenuto da un sottoscrittore europeo rispetto a quello statunitense si osserva una esposizione simile nei mercati azionari, il peso dei fondi azionari e bilanciati è infatti per entrambi gli investitori intorno al 46%. Diverse risultano invece le quote destinate ai fondi monetari e, per differenza, ai fondi obbligazionari: nei primi i sottoscrittori statunitensi hanno destinato il 35,6% delle risorse (19,8% i sottoscrittori europei), nei secondi il 18% (31,4% i sottoscrittori europei).

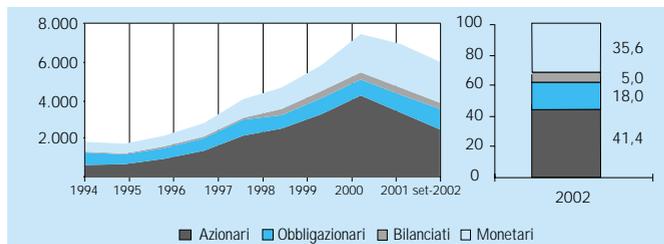


Fig 6 Evoluzione del patrimonio investito in Usa per categoria d'investimento

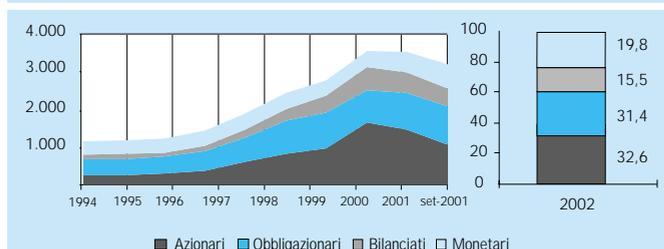
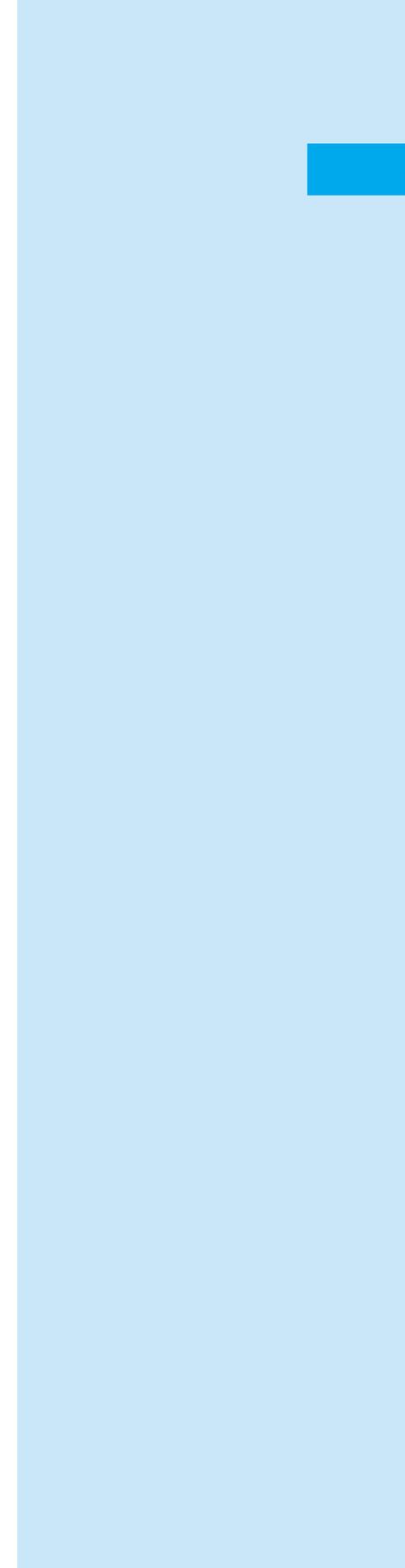


Fig 7 Evoluzione del patrimonio investito in Europa per categoria d'investimento



P A R T E I I

**Previdenza e Fondi  
Pensione Aperti**

## L'assetto regolamentare

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

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

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

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

L'esperienza, specialmente estera, ha inoltre dimostrato che gli investimenti dei fondi pensione si segnalano particolarmente per la loro qualità, in quanto si dirigono in misura prevalente verso i mercati regolamentati. Riguardo a tali mercati essi svolgono una importante funzione di stabilità poiché, raccogliendo flussi costanti di risorse ma avendo impegni differiti nel tempo e relativamente facili da pianificare in quanto a entità, possono meglio programmare le politiche di investimento e, quindi, attuare scelte di portafoglio in modo molto più consapevole rispetto ad un normale investitore. I fondi pensione, infatti, salvo ipotesi del tutto eccezionali, sono in genere “sganciati” da esigenze di breve periodo e, essendo legati a orizzonti temporali piuttosto ampi, si comportano in maniera sostanzialmente “anticiclica”.

- 1 Cosa è e quando nasce il fondo pensione

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

I fondi pensione negoziali sono quelli previsti in favore di particolari categorie professionali di soggetti. Essi hanno origine da contratto, accordo collettivo o regolamento, anche aziendale, (così dette 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 FON-CHIM, i lavoratori del settore metalmeccanico al COMETA). Sono soggetti giuridici e possono essere costituiti nella forma di associazioni ovvero di fondazioni, con o senza personalità giuridica.

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

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

## 2 Cosa è e come nasce 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, e cioè quella di strumento di attuazione delle forme di risparmio previdenziale di tipo individuale (piani pensionistici individuali o forme pensionistiche individuali).

Il piano pensionistico individuale, attuato tramite adesione a un fondo aperto rappresenta, quindi, un nuovo strumento previdenziale che consente a chiunque di accantonare quote del proprio risparmio che verranno gestite professionalmente su un conto individuale e che, decorso un certo periodo di tempo, gli consentiranno di ricevere una pensione integrativa.

Le forme pensionistiche individuali, aperte anch'esse 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 ai fondi pensione aperti; nel secondo caso, invece, l'adesione avviene attraverso la stipula di 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 rivolto a lavoratori e professionisti, il fondo aperto che realizzi anche dei piani di previdenza individuale assurge ad importante veicolo previdenziale anche per coloro che non siano titolari di redditi di lavoro o di impresa (es. casalinghe, studenti, titolari di redditi diversi ecc.) e che vogliano accantonare somme per scopi previdenziali.

Non lasciano infatti adito a dubbi le disposizioni normative vigenti 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).

Giova precisare che, allo stato, l'adesione su base contrattuale collettiva può avvenire solo a condizione che le fonti istitutive dei fondi negoziali (e cioè i contratti, gli accordi collettivi e i regolamenti, anche aziendali) non *“sussistano o non operino”*.

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

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

### 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 però diverse previsioni - esplicite o implicite - a livello di contrattazione collettiva nazionale. Ciò significa che qualora il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale preveda l'adesione dei lavoratori a un fondo pensione ad ambito definito, rimettendo alla contrattazione integrativa soltanto la regolamentazione di taluni aspetti contrattuali (quali ad esempio la retribuzione e le ferie) ma senza includervi la materia della previdenza complementare, si deve ritenere inibita la possibilità di adesione ad un fondo pensione aperto, anche se fatta a livello di contrattazione collettiva integrativa (previsione implicita). Del pari l'adesione a un fondo aperto deve considerarsi non attuabile nel caso in cui il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale non solo preveda l'adesione ad un fondo pensione ad ambito definito ma stabilisca, altresì, *esplicitamente*, che la materia inerente la previdenza complementare è riservata al solo livello di competenza nazionale. Di fatto, in questo caso, non è prevista la possibilità di deroga da parte della contrattazione collettiva integrativa;

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

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

Le forme pensionistiche possono operare in regime di:

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

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

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

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

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

Al suo interno, il fondo pensione può essere:

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

nel caso in cui il fondo individui più linee di investimento l'aderente deve comunicare al fondo, all'atto dell'adesione, la specifica linea di investimento cui intende aderire.

La scelta di una piuttosto che un'altra linea di investimento è dettata dall'analisi della politica di investimento della linea stessa e dal profilo di rischio proprio dell'aderente (variabile in base all'età anagrafica e all'anzianità contributiva).

Una volta effettuata la scelta della linea di investimento, la permanenza nella stessa è obbligatoria per il periodo di tempo minimo stabilito dal regolamento di gestione del fondo. Allo scadere di detto periodo l'aderente può richiedere la conversione (*switch*) della propria posizione individuale ad altra linea di investimento.

Come è possibile osservare, a colui che aderisce a fondi pensione non è allo stato consentito realizzare un'adesione "mul-

4 Come può essere il regime delle forme pensionistiche complementari

5 Come si aderisce ai fondi pensione aperti

ticomparto” distribuendo contemporaneamente i versamenti contributivi su diverse linee di investimento. A tale risultato non è tuttavia da escludere che si giunga in breve tempo: la Commissione di vigilanza è stata infatti interessata alla questione e se ne attende a breve un pronunciamento.

6 Chi gestisce il fondo pensione aperto

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

Le attività nelle quali il fondo può investire le proprie disponibilità sono disciplinate, al livello più generale dal decreto legislativo n. 124 del 1993 (in particolare dall’articolo 6, comma 5), a livello di maggiore dettaglio dal decreto del Ministro del tesoro 21 novembre 1996, n. 703 nonché, in ultima analisi, dallo stesso regolamento di gestione del fondo.

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

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

7 Chi è il responsabile del fondo pensione aperto

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

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

8 Dove sono depositate le disponibilità del fondo pensione

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

Similmente a quanto previsto per i fondi comuni, la banca depositaria è tenuta ad eseguire le operazioni impartite dal gestore del fondo, purché non siano contrarie alla legge, al regolamento e ai criteri stabiliti dal decreto n. 703 del 1996.

9 Come si finanziano i fondi pensione aperti

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

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

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

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

È prevista la possibilità di sospendere, in qualsiasi momento, la contribuzione, senza che questo causi il venire meno del rapporto fra l'aderente e il fondo.

Per i lavoratori che aderiscano su base collettiva la misura della contribuzione a proprio carico, della contribuzione a carico del datore di lavoro e delle quote di TFR è determinata dal contratto o accordo collettivo.

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

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

Le spese si distinguono in:

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

Nel caso in cui il fondo pensione investa le proprie disponibilità in parti di OICR (fondi comuni di investimento e Sicav), la commissione di gestione applicata a ciascuna linea di investimento del fondo pensione deve essere comprensiva della commissione gravante sull'OICR acquisito. È infatti previsto che il patrimonio del fondo non possa, in

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

nessun caso, essere gravato da spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né dalle commissioni di gestione applicate dall'OICR stesso.

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

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

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

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

Il **trasferimento** della posizione individuale può essere disposto, al ricorrere dei presupposti di legge sotto specificati, verso un altro fondo pensione (aperto o negoziale) ovvero verso altra forma pensionistica individuale (attuata 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, una volta decorso il tempo di permanenza minimo obbligatorio stabilito dalla legge e dal regolamento di gestione del fondo (cinque o tre anni);
- c) nel caso in cui vengano introdotte delle modifiche migliorative alle condizioni economiche di partecipazione (ad esempio aumento delle commissioni di gestione o di altre commissioni e spese).

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

- a) nel caso in cui vengano meno i presupposti di partecipazione al fondo senza aver maturato i requisiti previsti per la richiesta delle prestazioni pensionistiche (ad esempio nel caso di mutamento dell'attività lavorativa il diritto al riscatto può essere esercitato in alternativa al trasferimento della posizione individuale);
- b) nel caso di cessazione dell'attività lavorativa;

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

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

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

Gli aderenti ai fondi pensione, siano essi lavoratori subordinati o autonomi, che per otto anni abbiano accumulato contributi sulla propria posizione individuale, possono conseguire una anticipazione, anche totale, dei contributi accumulati.

La richiesta può essere effettuata solo al verificarsi di particolari evenienze, e cioè per:

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

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

12 Quando è possibile richiedere l'anticipazione

13 Quali sono e quando si conseguono le prestazioni pensionistiche

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

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

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

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

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

Le prestazioni del fondo possono essere erogate sotto forma di capitale ovvero in forma di rendita. Le prestazioni erogate in forma di capitale non possono eccedere il limite massimo del 50% della posizione individuale maturata, mentre la restante parte dovrà essere erogata sotto forma di rendita.

Tale regola sconta solamente due eccezioni, che si hanno qualora il percipiente abbia la qualifica di *vecchio iscritto*, ovvero risulti essere stato iscritto, alla data del 28 aprile 1993, a forme pensionistiche complementari istituite entro il 15 novembre 1992, ovvero qualora l'importo annuo della prestazione pensionistica in forma periodica risulti inferiore al 50% dell'importo dell'assegno sociale.

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

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

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

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

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

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

È stato presentato ed è attualmente in discussione alla Camera dei deputati il progetto di legge n. 2145, che contiene la delega al Governo per la riforma del sistema della previdenza obbligatoria e complementare italiana.

Principi ispiratori della legge di delegazione, per quanto specificamente riguarda la previdenza complementare, sono, in primo luogo, l'incremento dell'entità dei flussi di finanziamento alle forme pensionistiche complementari, attuato tramite il conferimento, anche in forza di meccanismi di silenzio-assenso, del trattamento di fine rapporto maturando (garantendo comunque la pienezza informativa e la libertà di scelta del lavoratore). Tale conferimento potrà essere dal lavoratore destinato alla forma di previdenza prescelta, ovvero, in mancanza di scelta, a quella prevista per la categoria di appartenenza e, in ultima ipotesi, ad un apposito costituito presso enti di previdenza obbligatoria.

Per compensare il drenaggio di risorse dalle imprese, che si vedono costrette a privarsi di una fonte di autofinanziamento a basso costo, la legge di delegazione prevede poi la riduzione degli oneri contributivi dovuti dal datore di lavoro per i neoassunti a tempo indeterminato, senza che ciò si trasferisca in modo negativo sull'importo pensionistico ricevuto dal lavoratore. Le imprese dovranno poi ricevere compensazioni, in termini di facilità di accesso al credito (in particolare le piccole e medie imprese), di riduzione del costo del lavoro e di eliminazione del contributo relativo al finanziamento del fondo di garanzia del trattamento di fine rapporto.

La delega prevede poi la realizzazione della piena parità concorrenziale fra le diverse forme di previdenza complementare e il pieno riconoscimento, in capo all'aderente, del diritto alla "portabilità" della propria posizione pensionistica, anche avendo riguardo ai flussi futuri di contribuzione (contributo datore del datore di lavoro e quote di trattamento di fine rapporto maturando), nel caso in cui egli intenda trasferirsi ad altre forme pensionistiche.

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

15 Prospettive di riforma della previdenza complementare

La parità concorrenziale sarà attuata anche per il profilo particolare dei presidi di *governance*, che verranno resi più stringenti attraverso la costituzione di un "organismo di sorveglianza", con precisi compiti di controllo e di vigilanza e la cui composizione si prevede che sia ripartita ed espressione delle "collettività" rappresentate nelle forme pensionistiche.

Ulteriori punti qualificanti la delega sono il perfezionamento dell'unitarietà e dell'omogeneità del sistema di vigilanza sul settore della previdenza complementare, affidando l'attività di alta vigilanza - esercitata tramite l'adozione di direttive generali in materia - al Ministero del lavoro e delle politiche sociali, mentre alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione è attribuito il compito di impartire disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali fra tutte le forme pensionistiche collettive e individuali e di vigilare sulle modalità di offerta al pubblico degli strumenti previdenziali.

Si prevede infine una semplificazione delle procedure di autorizzazione all'esercizio dell'attività, di riconoscimento della personalità giuridica dei fondi pensione e di approvazione degli statuti e dei regolamenti dei fondi e delle convenzioni per la gestione delle risorse, di nuovo con la possibilità di ricorso al silenzio-assenso e di esclusione dell'applicazione di procedure di approvazione preventiva per modifiche dovute alla mera variazione della normativa di rango primario o regolamentare.

Dal punto di vista della disciplina fiscale della previdenza complementare, la legge di delegazione si propone di ampliare la deducibilità fiscale della contribuzione ai fondi pensione, stabilendo differenti limiti, in valore assoluto ovvero in valore percentuale del reddito imponibile, e prevedendo meccanismi di rivalutazione e di salvaguardia dei livelli contributivi dei fondi preesistenti. Anche la tassazione dei rendimenti delle attività delle forme pensionistiche viene rivista, rendendone più favorevole il trattamento in ragione della finalità pensionistica perseguita.

## Il regime tributario dei fondi pensione

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

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

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

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

I proventi derivanti dall'investimento in quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposta sostitutiva concorrono a formare il risultato della gestione se percepiti o iscritti nel rendiconto del fondo pensione e su di essi spetta un credito di imposta nella misura del 15%; il suddetto credito di imposta concorre a formare il risultato della gestione ed è detratto dall'imposta sostitutiva

### 1 Fondi pensione: regime impositivo

dovuta dal fondo. L'imposta sostitutiva che risulta dovuta dal fondo pensione deve essere versata all'Erario entro il 16 del mese di febbraio di ciascun anno.

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

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

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

## 2 Regime tributario dei contributi

La normativa che ha riformato il regime tributario delle forme di previdenza complementare (d.lgs. 18 febbraio 2000, n. 47) ha disposto che, a decorrere dal 1° gennaio 2001, i contributi (sia quelli versati dal lavoratore che dal datore di lavoro, gli accantonamenti ex art. 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), sono deducibili dal reddito complessivo dell'aderente per un importo non superiore al 12% del reddito complessivo stesso e comunque a euro 5164,57.

È importante, al riguardo, sottolineare come tale beneficio fiscale operi:

- a) indipendentemente dalla composizione del reddito complessivo dell'aderente;

b) a prescindere dalla circostanza che i soggetti aderiscano a forme di previdenza collettive ovvero individuali.

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

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

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

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

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

Le prestazioni pensionistiche comunque erogate (sia in forma di capitale sia in forma di trattamento periodico) costituiscono, ai sensi dell'art. 47, comma 1, lett. *h-bis*, del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR), redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente. Circa il regime fiscale applicabile è previsto che:

- a) per le prestazioni erogate in forma periodica, comprese le prestazioni erogate in forma di capitale a seguito di riscatto della posizione individuale ai sensi dell'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

### 3 Regime tributario delle prestazioni pensionistiche

cause non dipendenti dalla volontà delle parti, si applicano le disposizioni di cui all'articolo 48-*bis*) del TUIR. In altri termini, tali prestazioni pensionistiche sono soggette a tassazione ordinaria;

- b) per le prestazioni erogate in forma di capitale, compresi il riscatto, anche parziale, esercitato ai sensi dell'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, trovano applicazione le disposizioni di cui agli articoli 16, comma 1, lett. a-*bis*) e 17-*bis*), del TUIR. Ciò significa che i capitali conseguiti sono soggetti a tassazione separata.

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

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

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

Per quanto concerne, infine, le prestazioni pensionistiche erogate in caso di riscatto parziale, esercitato ai sensi dell'articolo 10, comma 1-*bis*), del d.lgs. n. 124/93, o di anticipazione lo scomputo della componente finanziaria può essere effettuato, qualora ne ricorrano le condizioni, solo all'atto della liquidazione definitiva della prestazione.

## Il mercato: prodotti, patrimonio e aderenti

Nella sezione che segue saranno mostrati alcuni dati dell'industria italiana dei fondi pensione aperti. In particolare, avvalendosi di dati aggiornati al 30 settembre 2002, saranno spiegate le caratteristiche salienti dell'offerta delle società impegnate nella gestione finanziaria dei fondi pensione aperti; le scelte di asset allocation operate dai gestori; e le dinamiche dei flussi di raccolta; mentre avvalendosi di dati aggiornati al 30 giugno 2002, saranno commentate le caratteristiche principali della domanda dei fondi pensione, in particolare il profilo degli aderenti e le loro preferenze di investimento.

Al 30 settembre 2002, 54 società (33 compagnie di assicurazione, 16 società di gestione del risparmio, 3 banche e 2 sim) offrono complessivamente 77 fondi pensione, per un totale di 279 linee di investimento operative. A queste aderiscono 319.080 lavoratori, mentre l'attivo netto gestito è pari a 1.034,5 milioni di euro.

Dal confronto di questi dati con quelli del settembre 2001, emerge la crescita, in questo ulteriore anno di operatività, del numero di aderenti e delle masse gestite dai fondi pensione (cfr. Tabella 1 e Tabella 2). Infatti, nel settembre 2001, le linee di investimento operative offerte erano solo 259, gli iscritti 264.322 e l'attivo netto gestito 712,7 milioni di euro.

- 1 L'offerta delle società e la concentrazione del mercato

Tab 1 Iscritti per categoria

Categoria	30-09-2002		30-09-2001		30-09-2000	
	Iscritti	In %	Iscritti	In %	Iscritti	In %
AZIONARI	91.883	28,8	79.543	30,1	54.836	29,2
BILANCIATI AZIONARI	53.530	16,8	48.947	18,5	35.640	19,0
BILANCIATI	106.649	33,4	90.217	34,1	64.171	34,2
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	50.151	15,7	35.313	13,4	17.368	9,2
OBBLIGAZIONARI	9.255	2,9	4.917	1,9	11.814	6,3
MONETARI	5.031	1,6	2.920	1,1	2.059	1,1
FLESSIBILI	2.581	0,8	2.465	0,9	1.904	1,0
Totale	319.080	100,0	264.322	100,0	187.792	100,0

Tab 2 Attivo netto per categoria

Categoria	30-09-2002		30-09-2001		30-09-2000	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
AZIONARI	281,0	27,2	208,4	29,2	130,7	32,1
BILANCIATI AZIONARI	141,1	13,6	101,8	14,3	64,5	15,8
BILANCIATI	333,6	32,3	233,7	32,8	130,1	31,9
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	202,0	19,5	122,2	17,1	47,4	11,6
OBBLIGAZIONARI	35,6	3,4	18,8	2,6	24,5	6,0
MONETARI	34,5	3,3	23,6	3,3	8,4	2,1
FLESSIBILI	6,6	0,6	4,2	0,6	1,6	0,4
Totale	1.034,5	100,0	712,7	100,0	407,2	100,0

Le linee di investimento offerte dalle società impegnate nella gestione dei fondi pensione aperti sono in prevalenza di tipo bilanciato (il 55,2% del totale), seguono le linee azionarie (il 17,2% del totale), quelle obbligazionarie (il 16,8%), monetarie (il 9,7%) e flessibili (l'1,1%).

Non sorprende, perciò, come siano le linee bilanciate ad accogliere più del 65% degli aderenti e a contare per più del 65% dell'attivo netto.

Come anticipato, l'offerta proviene da 54 società, distinte tra compagnie assicurative, Sgr, Banche e Sim. Nonostante l'operazione intervenuta nel luglio 2002 ad opera della società Intesa asset management Sgr, che ha trasferito alla Sim Co.Ge.F. Spa il ramo di azienda relativo alla previdenza complementare, le Sgr confermano il primato in termini di numerosità di iscritti (31% del totale) e di patrimonio gestito (35,1% del totale). A seguito di questa operazione, le Sim, che a settembre 2001 contavano un numero di iscritti pari al 5,5% del totale e una massa gestita pari al 5,7% dell'attivo passano ora a contare un numero di iscritti di poco superiore al 30% e ad avere in gestione il 29,2% dell'attivo (cfr. Tabella 3 e Tabella 4).

**Tab 3** Iscritti per tipologia istitutore

Società	30-09-2002		30-09-2001		30-09-2000	
	Iscritti	In %	Iscritti	In %	Iscritti	In %
Società di Gestione del Risparmio	98.770	31,0	145.793	55,2	101.595	54,1
Società di Intermediazione Mobiliare	96.142	30,1	14.469	5,5	11.855	6,3
Impresa di assicurazione	63.343	19,9	51.955	19,7	36.209	19,3
Banca	60.825	19,1	52.105	19,7	38.133	20,3
Totale	319.080	100,0	264.322	100,0	187.792	100,0

**Tab 4** Attivo netto per tipologia istitutore

Società	30-09-2002		30-09-2001		30-09-2000	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
Società di Gestione del Risparmio	363,1	35,1	420,9	59,1	239,5	58,8
Società di Intermediazione Mobiliare	302,2	29,2	41,0	5,7	28,3	6,9
Impresa di assicurazione	245,8	23,8	160,9	22,6	86,3	21,2
Banca	123,4	11,9	90,0	12,6	53,2	13,1
Totale	1.034,5	100,0	712,7	100,0	407,2	100,0

L'offerta maggiore, in termini di linee istituite, proviene dalle compagnie di assicurazione, che ne gestiscono complessivamente 135. Il patrimonio da queste amministrato è, invece, pari al 23,8% del totale, quasi 246 milioni di euro. Le banche, che contano un numero di iscritti agli 11 comparti da esse istituiti simile a quello delle compagnie di assicurazione (poco più di 60.000) gestiscono un attivo di 123,4 milioni di euro (l'11,9% del totale).

Il mercato dei fondi pensione è molto concentrato. Infatti, le cinque società appartenenti ai primi tre gruppi ordinati per patrimonio gestito amministrano più del 57,6% del totale dell'attivo.

Il portafoglio dei fondi pensione aperti al 30 settembre 2002 è investito per il 45,4% in titoli ed Oicr obbligazionari; per il 43,2% in titoli ed Oicr azionari; per il 9,8% in liquidità ed Oicr di liquidità; e per il residuo in altre attività e passività finanziarie. Il peso degli Oicr è complessivamente pari al 33,3% del totale dell'attivo. Si assiste quasi ad una tripartizione degli investimenti tra titoli azionari (il 23,3% dell'attivo), titoli obbligazionari (il 34,1% dell'attivo) ed investimenti in Oicr (il 33,3%) (cfr. Figura1).

2 Dove investono i fondi pensione aperti: le scelte di asset allocation operate dai gestori

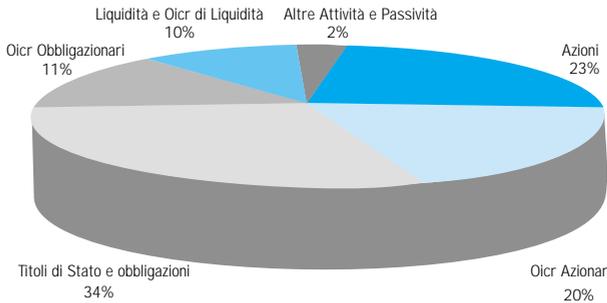


Fig 1 Composizione del portafoglio al 30 settembre 2002

Le decisioni di asset allocation operate dai gestori per area geografica sembrano privilegiare, nell'ordine, l'investimento in titoli italiani (36,4%), di altri paesi dell'area UE (24%), statunitensi (19,8%), giapponesi (3,6%), di altri paesi OCSE (0,6%) e non OCSE (0,48%) (cfr. Figura 2).

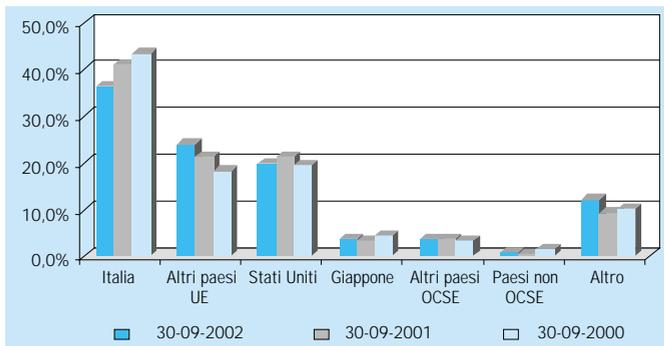


Fig 2 Asset allocation per area geografica

Rispetto al 2001 è diminuito il peso degli investimenti in titoli italiani (dal 40,9% del totale degli investimenti) a favore degli investimenti in titoli di altri paesi UE (che costituivano il 21,3% del totale a settembre 2001), mentre il peso % sulle piazze statunitensi e giapponesi è rimasto pressoché invariato.

È opportuno precisare, però, la diversità nelle scelte di asset allocation operate dai gestori per aree geografiche; quasi l'80% degli investimenti effettuati in Italia è rivolto all'acquisto di titoli di Stato ed obbligazioni, mentre sulle piazze estere, soprattutto statunitensi e giapponesi i gestori privilegiano l'acquisto di titoli azionari.

3 Le dinamiche della raccolta dei fondi pensione aperti

I flussi di raccolta dei fondi pensione provengono principalmente dalle sottoscrizioni effettuate dai lavoratori, autonomi e dipendenti, che vi aderiscono. Altri elementi che la determinano sono costituiti dai flussi in entrata rivenienti da trasferimenti da altri comparti o da altri fondi pensione. Tra i flussi in uscita rientrano le prestazioni erogate sotto forma di capitale, le trasformazioni in rendita, i riscatti, le anticipazioni, i trasferimenti ad altri comparti o ad altri fondi pensione.

Passando ad esaminare le varie componenti della raccolta, riguardo i contributi, mentre i lavoratori dipendenti possono generalmente contare anche sui contributi a carico del datore di lavoro e su quelli rivenienti dalle quote di TFR, i lavoratori autonomi possono contare solo sui propri versamenti. Generalmente si assiste ad una differenziazione nella tempistica dei versamenti, tale per cui i flussi provenienti dai lavoratori dipendenti sembrano più regolari lungo l'intervallo temporale, mentre i versamenti dei lavoratori autonomi sono mediamente concentrati negli ultimi mesi dell'anno. Tra i flussi in entrata, i trasferimenti da altre linee di investimento e da altri fondi pensione rappresentano una % modesta rispetto ai contributi. I trasferimenti verso altre linee di investimento e verso altri fondi pensione, invece, tra i flussi in uscita rappresentano la componente prevalente rispetto alle anticipazioni, ai riscatti e alle erogazioni, sotto forma di capitale e/o rendita (cfr. Tabella 5).

Tab 5 Evoluzione della raccolta netta

	Raccolta netta (in milioni di euro)		
	Da gen.2002 a sett.2002	Anno 2001	Anno 2000
Contributi	245,1	351,5	289,1
Lavoratori dipendenti	89,4	96,1	86,6
di cui a carico del lavoratore	22,0	28,0	33,7
di cui a carico del datore di lavoro	31,6	32,2	31,6
di cui da quote TFR	35,9	36,0	21,3
Lavoratori autonomi	155,7	255,4	202,5
Trasferimenti	50,7	105,1	88,7
da altri comparti	8,2	7,8	6,5
da altri fondi pensione	42,5	97,3	82,1
<b>TOTALE FLUSSI IN ENTRATA</b>	<b>295,8</b>	<b>456,6</b>	<b>377,7</b>
Anticipazioni	5,7	5,4	1,8
Premi per prestazioni accessorie	0,1	0,1	0,1
Prestazioni pensionistiche in capitale	1,3	0,4	0,0
Riscatti	11,8	8,0	6,5
Trasferimenti	10,5	9,0	6,9
ad altri comparti	8,2	7,8	6,5
ad altri fondi pensione	2,3	1,2	0,4
Trasformazioni in rendita	0,0	0,0	0,3
<b>TOTALE FLUSSI IN USCITA</b>	<b>29,5</b>	<b>22,9</b>	<b>15,6</b>
<b>TOTALE RACCOLTA NETTA</b>	<b>266,3</b>	<b>433,7</b>	<b>362,2</b>

4 Caratteristiche degli iscritti

Gli ultimi dati relativi al profilo degli iscritti sono disponibili al 30 giugno 2002. A questa data i lavoratori aderenti ai fondi pensione aperti sono poco più di 311.000. Al 30 giugno 2001 e al 30 giugno 2000 erano rispettivamente 253.740 e 172.935.

L'osservazione della distribuzione degli iscritti per sesso evidenzia l'aumento del peso delle donne nel tempo. Infatti, se a giugno 2001 le donne rappresentavano appena il 24,4% del totale degli iscritti, con un rapporto di una donna ogni 3 uomini, ora a giugno 2002, le donne rappresentano il 26,2% del totale, per cui il rapporto uomini - donne è diminuito: per ogni donna ci sono 2,8 uomini.

Le distribuzioni degli iscritti per classi di età (cfr. Figura 3) e area geografica (cfr. Figura 4) non evidenziano sostanziali mutamenti. Infatti, le classi di età maggiormente rappresentate sono, per i tre anni considerati, quelle comprese tra 30 e 49 anni, che a giugno 2002 rappresentano complessivamente il 67% degli iscritti. L'età media dei sottoscrittori al 30 giugno 2002 è di 41,6 anni.

Quanto all'area geografica, maggiore è la % di iscritti residenti nelle regioni del Nord (complessivamente il 50,4% del totale). Segue il Centro con il 25,9% e il Sud e le Isole che in-

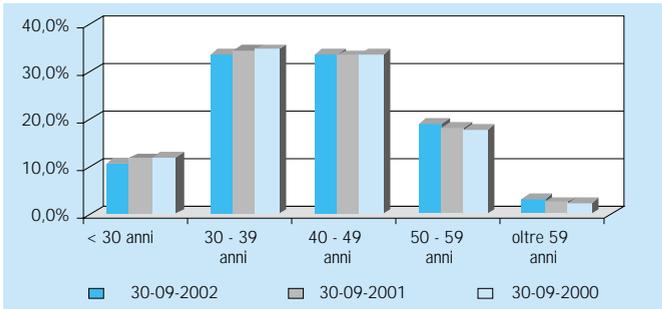


Fig 3 Iscritti per età

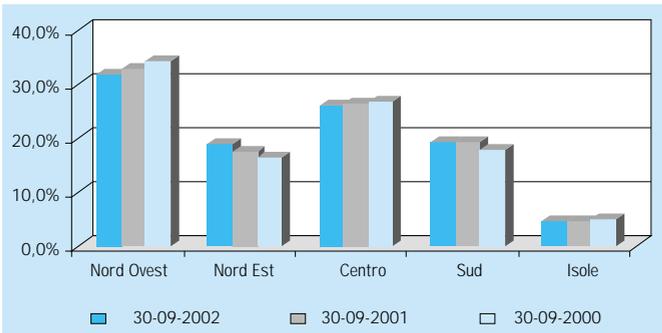


Fig 4 Iscritti per area geografica

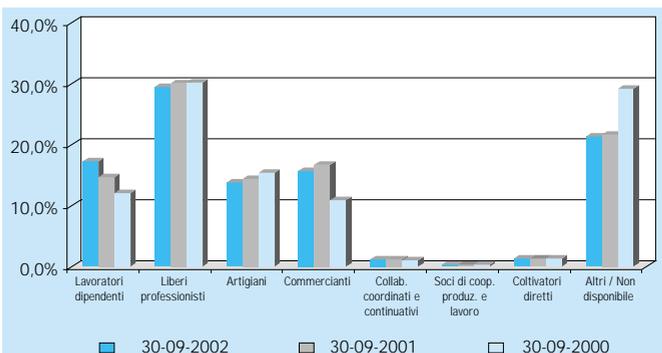


Fig 5 Iscritti per professione

sieme raggiungono il 23,7% del totale. Quanto alle professioni maggiormente esercitate dagli iscritti ai fondi pensione, tolti i casi per cui il dato non è disponibile (a giugno 2002 non erano disponibili i dati per il 21,3% del totale degli iscritti), è confermata l'elevata adesione da parte dei lavoratori autonomi (più del 60% del totale) e tra questi quella dei liberi professionisti (il 29,4% del totale). Il peso dei lavoratori dipendenti è però crescente, a motivo della possibilità concessa dalle società di stipulare convenzioni con i fondi pensione aperti per consentire ai propri dipendenti l'adesione su base collettiva a questo strumento di previdenza complementare. Riguardo alle preferenze di investimento dei sottoscrittori, se si analizzano i dati per classi di età si nota (cfr. Tabella 6) la tendenza degli iscritti più giovani (classe di età inferiore o uguale a 30 anni) a privilegiare forme di investimento di tipo azionario, e ciò coerentemente con l'orizzonte di investimento ottimo per questa categoria di sottoscrittori. Le stesse linee azionarie sono preferite da solo il 15,4% degli aderenti oltre i 59 anni. Nelle altre classi di età la preferenza maggiore è accordata a linee bilanciate pure.

**Tab 6** Preferenze di investimento per classi di età (30 giugno 2002)

Categoria	Classi di età				
	< 30 anni	31-39 anni	40-49 anni	50-59 anni	Oltre 59 anni
AZIONARI	32,7%	32,6%	29,5%	22,2%	15,4%
BILANCIATI AZIONARI	19,8%	19,3%	16,6%	13,2%	10,8%
BILANCIATI	31,7%	32,8%	35,0%	34,7%	29,5%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	12,0%	11,5%	14,7%	22,4%	28,5%
OBBLIGAZIONARI	2,2%	2,0%	2,2%	4,2%	8,9%
MONETARI	0,9%	1,0%	1,1%	2,5%	5,9%
FLESSIBILI	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Se si osserva la Tabella 7, che sintetizza le preferenze di investimento dei sottoscrittori per area geografica, appare confermata la preferenza accordata alle linee bilanciate un po' per tutte le aree geografiche, ad eccezione dei sottoscrittori residenti nel Nord Est che privilegiano linee di investimento di tipo azionario (il 37,4% del totale dei residenti in queste regioni ne è iscritto).

**Tab 7** Preferenze di investimento per aree geografiche (30 giugno 2002)

Categoria	Aree geografiche				
	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud	Isole
AZIONARI	33,4%	37,4%	24,2%	21,2%	24,6%
BILANCIATI AZIONARI	11,8%	16,3%	25,2%	13,4%	25,2%
BILANCIATI	35,1%	28,5%	30,4%	42,1%	28,5%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	15,3%	13,1%	14,1%	18,9%	15,3%
OBBLIGAZIONARI	2,8%	2,6%	3,0%	1,9%	4,9%
MONETARI	1,4%	1,7%	1,0%	2,0%	0,9%
FLESSIBILI	0,2%	0,4%	2,1%	0,5%	0,7%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%





P A R T E I I I

**Fondi immobiliari**

## L'assetto regolamentare dei fondi immobiliari

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

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

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

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

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

- a) ricostruire il patrimonio immobiliare pubblico, allo scopo di valorizzarlo, migliorarne la gestione, ridurre l'indebitamento della pubblica amministrazione e diffondere la proprietà immobiliare;
- b) favorire la cessione dei beni non essenziali, realizzando, quindi, con maggiore efficacia il processo di privatizzazione già avviato ed in parte già in essere, *"con crescenti effetti di efficienza economica"*;
- c) servire al mercato un prodotto, per l'appunto il fondo immobiliare, *"fondamentale nella presente congiuntura economica caratterizzata tra l'altro da domanda di beni rifugio"*.

Ed è proprio per realizzare quest'ultimo obiettivo che il legislatore è intervenuto con una riforma di ampio raggio, che investe non solo gli aspetti civilistici dei fondi comuni di investimento immobiliare ma anche, e soprattutto, quelli fiscali. Le nuove disposizioni normative, che allo stato ancora necessitano dell'opera di attuazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob per quanto di competenza di ciascuno, apportando alcune modifiche al d. lgs. n. 58/98, hanno ridisegnato la struttura di tale prodotto.

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

La circostanza per la quale si possa procedere alla raccolta del patrimonio anche mediante più emissioni di quote, induce a ritenere ammissibile una riapertura delle sottoscrizioni; riapertura che, poi, non necessariamente deve interessare un comparto diverso da quello già sottoscritto. E neppure può escludersi che, in occasione della riapertura delle sottoscrizioni, si possa, contemporaneamente, per effetto della disciplina dei rimborsi anticipati, riconoscere ai sottoscrittori una possibilità di liquidazione del proprio investimento in alternativa alla cessione della quota sul mercato (questa nuova struttura qualifica il fondo immobiliare come fondo semi-chiuso, ovvero semi-aperto).

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

Sotto il primo aspetto - conferimenti in natura - il regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze di prossima emanazione dovrebbe prevedere la possibilità che le quote del fondo vengano sottoscritte dai partecipanti anche mediante conferimento di beni immobili, di diritti reali immobiliari ovvero di partecipazioni in società immobiliari (e cioè quegli stessi beni che costituiscono il portafoglio tipico del fondo immobiliare). La facoltà di prevedere tale modalità di sottoscrizione, rimessa ad una specifica clausola regolamentare dei fondi, potrà essere riconosciuta a condizione che:

- a) il fondo acquisisca un'apposita relazione di stima dalla quale risulti il valore attribuito ai beni conferiti e dia pubblicità di essa;
- b) il valore risultante dalla relazione di stima non sia inferiore al valore delle quote emesse a fronte dei conferimenti;

- c) il fondo acquisisca la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione seguita dal fondo e in relazione all'attività di sollecitazione.

Altrettanto significativa appare la legittimazione di quelle operazioni che la prassi comunemente definisce "operazioni in conflitto d'interessi", nel contesto delle quali la cessione o il conferimento di beni al fondo può essere effettuata anche dai soci della Sgr o da società facenti parte del gruppo cui la stessa appartiene, ovvero si rende possibile la cessione di beni del fondo verso tali soggetti. Il compimento delle suddette operazioni deve, però, avvenire nel rispetto di alcune cautele quali, in particolare, la pubblicità delle relazioni di stima dei conferimenti e il divieto di cessione, per almeno due anni dalla data di conferimento, delle quote ricevute a fronte dei conferimenti stessi, per un valore non inferiore al 30 per cento del valore complessivo delle sottoscrizioni (*lock-in clause*).

Riguardo infine all'indebitamento, le nuove disposizioni ne individuano il limite nel 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, nonché nel 20 per cento degli altri beni in cui risulta essere investito il patrimonio del fondo; nell'ambito dei suddetti limiti è consentito ai fondi assumere prestiti anche per far fronte ai rimborsi anticipati delle quote nonché per effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo stesso.



## Il regime tributario dei fondi comuni di investimento immobiliare

Il decreto legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, ha introdotto una nuova disciplina fiscale per i fondi comuni di investimento immobiliare di diritto italiano.

I fondi immobiliari non sono soggetti passivi delle imposte dirette (IRPEF e IRPEG) e dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP); nessun adempimento è quindi dovuto dalla Sgr per conto dei fondi con riferimento a tali imposte.

È prevista l'applicazione di un'imposta sostitutiva nella misura dell'1% sul valore netto contabile del fondo. Inoltre, il legislatore ha riconosciuto ai fondi immobiliari la qualifica di soggetti *lordisti*, salvo alcune eccezioni, al momento della percezione dei redditi di capitale. Sui redditi di capitale per i quali il fondo continua a subire le ritenute alla fonte (ad esempio, proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate, delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi, dei titoli atipici) queste sono applicate a titolo di imposta.

Sul valore netto contabile del fondo la Sgr preleva annualmente una somma pari all'1% a titolo di imposta sostitutiva da versare entro il 20 del mese di febbraio dell'anno successivo. Il valore netto contabile del fondo su cui applicare l'imposta sostitutiva è calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 3), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e cioè, nella maggior parte dei casi, dei valori risultanti dalla relazione semestrale e dal rendiconto annuale del fondo, salvo che la Sgr non proceda alla distribuzione dei proventi. In tale ipotesi, infatti, i valori tra cui effettuare la media possono essere più di due in quanto occorre considerare, oltre ai valori risultanti dalla relazione semestrale e dal rendiconto annuale, anche il valore del patrimonio del fondo risultante dal rendiconto di gestione predisposto in occasione della distribuzione dei proventi.

Inoltre, nel caso in cui il fondo abbia operato solo per una parte dell'anno (perché avviato o cessato in corso d'anno) il valore netto del fondo, determinato come media annua dei valori risultanti dai prospetti contabili, deve essere ragguagliato ai mesi per i quali lo stesso è risultato operante. In buona sostanza, ai fini della determinazione della base imponibile su cui commisurare il prelievo, la Sgr deve dividere per dodici il valore netto del fondo (calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti contabili) e moltiplicare il risultato così ottenuto per i mesi di effettiva attività.

- 1 Fondi comuni di investimento immobiliare: regime impositivo
- 2 L'imposta sostitutiva dovuta dal fondo immobiliare

3 Regime tributario  
del fondo ai fini IVA

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

Per quanto attiene al recupero dell'eventuale eccedenza di credito IVA vantata dalla Sgr, quale unico soggetto IVA, in relazione all'acquisto di immobili imputabili al fondo, è prevista, in alternativa alla richiesta di rimborso, la possibilità di utilizzare, in tutto o in parte, il credito IVA in compensazione delle imposte e dei contributi ai sensi dell'art. 17 del d.lgs. 9 luglio 1997, n. 241 (c.d. "compensazione orizzontale"), senza limiti di importo. È inoltre possibile cedere a terzi il credito indicato nella dichiarazione annuale ai sensi degli artt. 43-bis) e 43-ter) del d.p.r. 29 settembre 1973, n. 602 (trattasi, rispettivamente, delle disposizioni relative alla cessioni di crediti d'imposta chiesti a rimborso e di quelle relative alla cessione delle eccedenze d'imposta non chieste a rimborso nell'ambito del gruppo).

4 Regime tributario  
dei proventi  
conseguiti  
dai partecipanti

Per quanto concerne i proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi immobiliari, la normativa prevede un differente regime tributario a seconda che gli stessi siano conseguiti o meno nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale.

In particolare, i proventi conseguiti da soggetti non esercenti attività di impresa commerciale (persone fisiche, enti non commerciali, società semplici) non concorrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti. Il regime di non imponibilità riguarda sia i proventi direttamente riferibili all'incremento patrimoniale rilevato in capo al fondo e percepiti in costanza di partecipazione al fondo (c.d. proventi periodici) o realizzati in sede di riscatto o cessione delle quote sia le plusvalenze che eccedono l'incremento patrimoniale del fondo realizzate attraverso la cessione o il rimborso delle quote.

I proventi conseguiti nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale (società commerciali, imprenditori individuali) concorrono, invece, a formare il reddito nell'esercizio in cui sono percepiti o iscritti in bilancio. Per questi proventi è tuttavia riconosciuto, al fine di attenuare la doppia imposizione (in quanto il fondo ha già pagato l'imposta patrimoniale), un credito di imposta nella misura dell'1% del valore delle quote proporzionalmente riferito al periodo di possesso di ciascuna quota di partecipazione; tale credito di imposta non concorre a formare il reddito ma è unicamente detratto dall'imposta dovuta. Per la determinazione del credito

di imposta dell'1% a fronte del provento percepito o iscritto in bilancio è necessario far riferimento al valore delle quote risultante, in ciascun periodo di imposta, dall'ultimo prospetto predisposto dalla Sgr.

**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 dei proventi nel 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; al fine di attenuare la doppia imposizione sui proventi (in quanto il fondo immobiliare ha già scontato l'imposta sostitutiva nella misura dell'1% sul valore netto contabile) è riconosciuto un credito di imposta dell'1%, che non concorre a formare il reddito del contribuente ma è unicamente detratto dall'imposta dovuta.



## Il mercato: prodotti e patrimonio

In questa sezione sono commentati alcuni dati dell'industria dei fondi immobiliari in Italia, relativi all'offerta delle società di gestione, alla domanda dei sottoscrittori, al patrimonio gestito. La fonte dei dati patrimoniali è costituita dal rapporto semestrale Assogestioni sui fondi immobiliari al 30 giugno 2002; alcuni dati anagrafici sono aggiornati al 31 dicembre 2002.

L'offerta dei fondi immobiliari è cresciuta nel corso degli anni: 3, infatti, sono stati i fondi immobiliari lanciati nel 1999, anno di esordio degli stessi; 3 nel 2000; 5 nel 2001 e 6 nel 2002; di questi ultimi, 3 sono ancora in collocamento e inizieranno ad essere operativi nei primi mesi del 2003 (cfr. Tabella 1).

### 1 L'offerta dei fondi immobiliari

Tab 1 Caratteristiche dei fondi immobiliari chiusi

Data richiamo impegni	Denominazione	Durata (in anni)	Riservato inv. qualif	Modalità di distribuzione dei proventi	Asset allocation immobiliare obiettivo
<b>BENI STABILI GESTIONI</b>					
9-12-1999	SECURFONDO	15	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari, prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
14-06-2002	IMMOBILIUM 2001	15	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari prevalentemente di utilizzo terziario, direzionale e commerciale, nonché alberghiero, universitario, museale e di ricerca
In collocamento fino al 15-1-2003	INVEST REAL SECURITY	15	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e diritti reali immobiliari nei settori terziario, in centri commerciali e logistici e in alberghi
<b>BIPIEMME REAL ESTATE</b>					
1-03-2002	INVESTIETICO	10	No	A distribuzione dei proventi	Immobili destinati preferibilmente ad attività ad alto contenuto sociale nonché ad uso terziario sia direzionale che commerciale
<b>BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA</b>					
19-05-2000	BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	10	No	A distribuzione dei proventi	n.d.
19-12-2001	PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	7	No	Ad accumulazione dei proventi	n.d.
<b>DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR</b>					
15-02-1999	VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	15	No	Dal 5° anno a distribuzione dei proventi (prima solo in via straordinaria)	Uffici 50%-Retail 25%-Logistica 25%
6-07-2000	PIRAMIDE GLOBALE	15	No	Ad accumulazione dei proventi	Uffici 45%-Retail 25%-Logistica 10%-Hotel 10%-Altro 10%
<b>FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR SpA</b>					
1-03-2001	FONDO ALPHA*	15	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Uffici min. 70% - max 80%; Terziario (escluso uffici) min. 30% - max 40%
<b>INVESTIRE IMMOBILIARE SGR SpA</b>					
10-12-2002	INVESTIRE RESIDENZIALE 1	5	Si	A distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e diritti reali immobiliari nel settore residenziale, nonché commerciale e terziario
In collocamento fino al 28-2-2003	INVESTIRE IMMOBILIARE 1	15	No	Ad accumulo dei proventi per i primi tre anni ed a distribuzione dal quarto anno	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nel settore turistico-alberghiero nonché nel settore terziario, commerciale e logistico
<b>MEDIOLANUM GESTIONE FONDI</b>					
Chiusura sottoscrizioni al 10-1-2003	MEDIOLANUM PROPERTY	15	Si	A distribuzione dei proventi	Beni immobili non residenziali
<b>NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR</b>					
31-03-2001	NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	15	No	A distribuzione dei proventi	Superfici commerciali min 15% - max 25%; Uffici centrali min 10% - max 20%; Uffici non centrali min 15% - max 25%; Edifici industriali/logistica min 15% - max 25%; Immobili turistico e ricreativi min 20% - max 30%
11-10-2001	NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	15	No	Ad accumulazione dei proventi	Superfici commerciali min 20% - max 50%; Uffici centrali/non centrali min 40% - max 80%; Edifici industriali/logistica min 15% - max 20%; Immobili turistico e ricreativi min 5% - max 10%
<b>POLIS FONDI SGR pA</b>					
17-06-2000	POLIS	12	No	Ad accumulazione e con facoltà di distribuzione dei proventi	Imm. terz. min. 40% - max 60%; Imm. comm. min. 10% - max 25%; Imm. logistica max 15%; Imm. alberghiero max 15%; altro max 20%
<b>SORGENTE SGR SpA</b>					
10-12-2001	MICHELANGELO	8	Si	A distribuzione dei proventi	Imm. a uso terziario a reddito min 50% - max 70%; Imm. a uso terziario da restaurare e locare min 15% - max 30%; Imm. a uso ufficio e/o abitazione da restaurare e vendere min 0% - max 5%
<b>UNICREDIT FONDI SGR</b>					
9-12-1999	UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	15	No	A distribuzione dei proventi	Industr. e logistico min 10% - max 20%; Comm. le min 35% - max 45%; Terziario min 25% - max 35%

\* Fondo ad apporto

Le società impegnate nella gestione dei fondi immobiliari sono 12, di cui 9 appartenenti a gruppi di matrice bancaria. Considerando anche i fondi tuttora in collocamento, tre dei 17 fondi immobiliari esistenti al 31 dicembre 2002 sono riservati esclusivamente alla clientela istituzionale.

La durata dei fondi presenti sul mercato è compresa tra 5 e 15 anni. Di essi, sette sono a distribuzione dei proventi, tre ad accumulazione ed i restanti ad accumulazione ma con facoltà di distribuzione dei proventi. Dei fondi effettivamente operativi, otto sono quotati in Borsa (precisamente sul Segmento MTF di classe 2 del comparto MTA).

2 La domanda dei fondi immobiliari

Il numero dei sottoscrittori al momento del richiamo degli impegni ha superato le 145.000 unità. Dal momento del collocamento in borsa, poi, non è più possibile determinare il numero effettivo dei sottoscrittori a causa della difficoltà di monitorare le compravendite di quote.

3 Asset under management

Complessivamente il sistema gestisce, al 30 giugno 2002, un patrimonio di 3.008,2 milioni di euro; del totale delle attività (3.151,6 milioni di euro) il 55,7% è investito in immobili e diritti reali, il 33,6% in valori mobiliari e liquidità e l'1,9% in partecipazioni in società immobiliari (cfr. Figura 1).

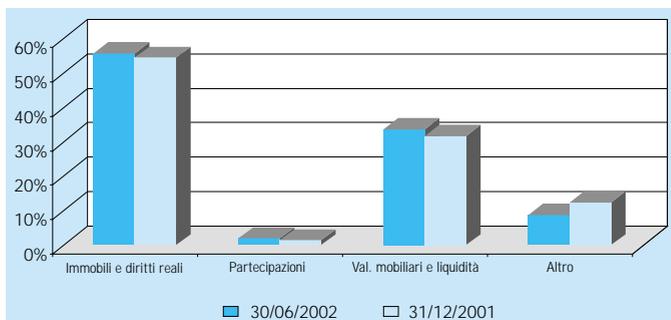


Fig 1 Evoluzione delle attività dei fondi immobiliari

Tra le scelte di asset allocation immobiliare per aree geografiche i fondi sembrano aver preferito le regioni del Nord Ovest (47%) e quelle del Centro (40%) (cfr. Figura 2).

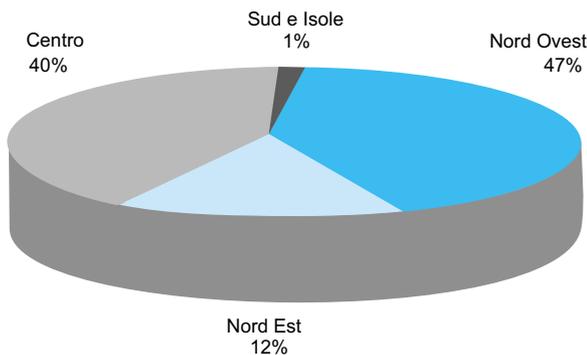
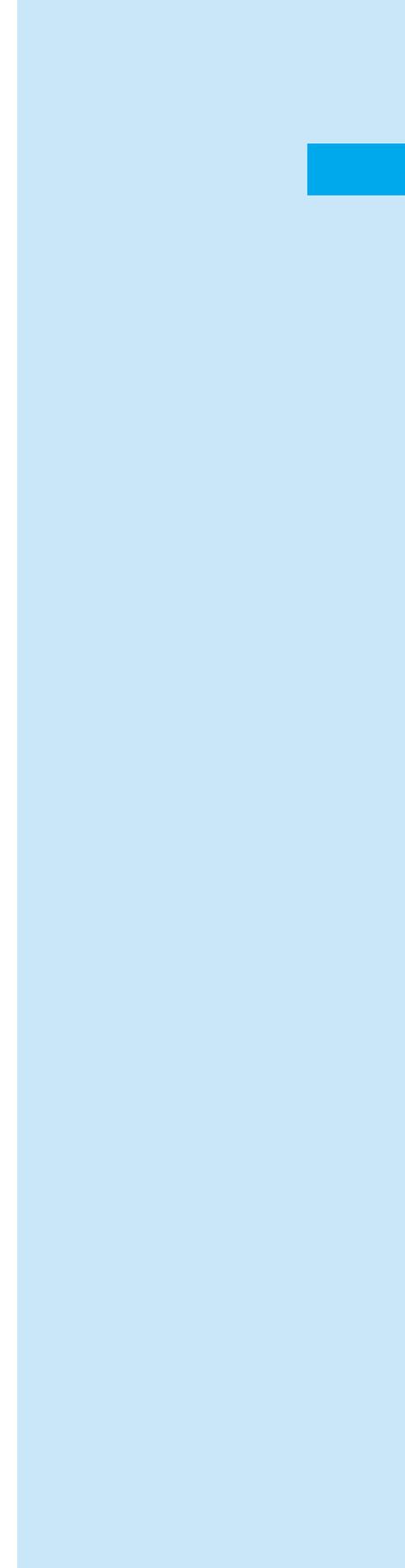


Fig 2 Investimenti immobiliari per area geografica a fine giugno 2002

---

Tra le destinazioni d'uso degli immobili le scelte spaziano dagli uffici alla logistica, a superfici commerciali, a centri direzionali, a residenze sanitarie assistenziali.

Nei primi sei mesi del 2002 alcuni fondi hanno fatto uso della leva finanziaria indebitandosi per 40,2 milioni di euro.



**P A R T E I V**

**Valutazione dei prodotti  
del Risparmio Gestito**

## Introduzione: efficienza della gestione e scelta del prodotto

I capitoli che seguono sono dedicati ad alcune selezionate problematiche riguardanti il complesso e sfaccettato argomento della “misurazione dei servizi di investimento”. Sotto questa denominazione possono essere accomunati i vari contributi forniti sia dall’Industria della gestione che dalla ricerca economica alla costruzione di un quadro di riferimento il più possibile condiviso e funzionale alla valutazione dei prodotti del Risparmio Gestito sotto il duplice profilo dell’efficienza del processo della gestione (lato dell’offerta) e della scelta tra le alternative disponibili (lato della domanda).

La consueta premessa di tali contributi (troppo spesso sottovalutata se non addirittura ignorata) è costituita dalla discussa capacità di qualsiasi modello economico di fornire una misurazione dei risultati della gestione (in primis del rischio) che abbia un chiaro significato prospettico e non semplicemente uno retrospettivo. A parere di William F. Sharpe, l’ipotesi che nel futuro si possa ripetere quanto osservato nel passato sarebbe addirittura un atto di eroismo.

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

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

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

I contributi presentati nei prossimi capitoli sono il risultato dello sforzo di elaborare metodologie di valutazione dell’efficienza della gestione. Sebbene costituiscano il bagaglio indispensabile di ogni risparmiatore consapevole e informato, esse non sono tuttavia sufficienti per fornire la soluzione al complesso problema della scelta di come allocare i propri risparmi.

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

## La classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali

La classificazione Assogestioni costituisce un irrinunciabile punto di riferimento per la valutazione di primo livello delle caratteristiche dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali. Con la classificazione Assogestioni le società di gestione hanno a disposizione uno strumento conosciuto e compreso da tutto il pubblico degli investitori, capace pertanto di definire e caratterizzare l'offerta dei propri prodotti di investimento in modo chiaro e condiviso. In questo modo gli investitori hanno la possibilità di orientarsi preliminarmente tra i prodotti offerti sul mercato.

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

Il presente capitolo incorpora le modifiche e le integrazioni al sistema di classificazione Assogestioni deliberate dal Consiglio Direttivo ed entrate in vigore a far data dal 1° luglio 2003. Per una descrizione del sistema di classificazione in essere prima di tale data si rimanda al Capitolo 9 di "Fondi comuni di investimento. Guida a dati e statistiche 2002" disponibile nella sezione Pubblicazioni - Pubblicazioni statistiche del sito [assogestioni.it](http://assogestioni.it). Le disposizioni che seguono integrano l'art. 7 del Codice Deontologico Assogestioni ai sensi del quale "le informazioni fornite alla clientela dalle società di gestione devono essere corrette, chiare e comprensibili per l'investitore medio". Pertanto le società associate sono impegnate ad assicurarne una scrupolosa applicazione. Assogestioni si riserva il diritto di tutelare nelle sedi e nei modi più opportuni la corretta applicazione delle disposizioni in parola.

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

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

### 1 La classificazione dei fondi comuni

#### 1.1 Asset allocation di base: le macro categorie

---

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

## 1.2 Fattori di rischio specifici: le categorie

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

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

## Fondi azionari

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da:

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

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

- Azionari Italia
- Azionari area euro
- Azionari Europa
- Azionari America
- Azionari Pacifico
- Azionari paesi emergenti
- Azionari paese
- Azionari internazionali
- Azionari energia e materie prime (10 e 15)
- Azionari industria (20)
- Azionari beni di consumo (25 e 30)
- Azionari salute (35)

- Azionari finanza (40)
- Azionari informatica (45)
- Azionari servizi di telecomunicazione (50)
- Azionari servizi di pubblica utilità (55)
- Azionari altri settori
- Azionari altre specializzazioni

#### Specificazioni:

- I fondi appartenenti alle categorie Azionari Italia, area euro, Europa, America, Pacifico e paesi emergenti si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente appartenente alle rispettive aree geografiche di definizione. Le aree Europa, America e Pacifico sono costituite dai paesi sviluppati dei rispettivi continenti.
- I fondi azionari paese si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente appartenente al paese (o, se del caso, gruppo ristretto di paesi) discrezionalmente definito dal regolamento.
- I fondi azionari internazionali si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente qualunque.
- I fondi azionari appartenenti ad una delle 9 categorie settoriali si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente qualunque ma appartenenti ad uno o più settori definiti dal Global Industry Classification Standard (GICS) cui i nomi delle categorie fanno riferimento e i cui codici sono indicati tra parentesi oppure (Azionari altri settori) ad una qualunque combinazione di due o più settori. La caratterizzazione settoriale prevale su quella geografica. Pertanto i fondi specializzati sia per area geografica sia per settore sono classificati nell'ambito delle categorie settoriali.
- L'investimento principale dei fondi azionari altre specializzazioni, definito dai rispettivi regolamenti, non è nel suo complesso riconducibile alle altre categorie.

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

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

I fondi obbligazionari investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e liquidità (fa eccezione la categoria obbligazionari misti). Le categorie si differenziano in base ai se-

Fondi bilanciati

---

Fondi obbligazionari

---

guenti fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari:

- Rischio mercato: valuta di denominazione e duration del portafoglio
- Rischio credito: giurisdizione e tipologia dell'emittente; merito creditizio dell'emissione

Le categorie obbligazionarie sono:

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

Specificazioni

- I fondi appartenenti alle categorie obbligazionarie diverse dalla categoria Obbligazionari misti possono detenere azioni rivenienti da conversione dei titoli obbligazionari presenti in portafoglio a condizione che il loro ammontare complessivo non superi il 10% del portafoglio e che vengano vendute nel più breve tempo possibile nell'interesse dei partecipanti al fondo.

Categorie non specializzate (misti e flessibili):

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

Categorie specializzate:

- Le categorie obbligazionarie specializzate sono caratterizzate da un investimento principale pari almeno al 70% del portafoglio (80% per i fondi "governativi") e da un investimento residuale pari al massimo al 30% del portafoglio (20% per i fondi "governativi").
- I fondi obbligazionari paesi emergenti si caratterizzano

per un investimento principale in strumenti finanziari di emittenti appartenenti a paesi emergenti. I fondi appartenenti alle altre categorie si caratterizzano per un investimento principale in strumenti di emittenti appartenenti a paesi sviluppati.

- I fondi “euro”, “dollaro” e “yen” si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari denominati rispettivamente in euro, dollaro USA e yen.
- I fondi “governativi” si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da emittenti sovrani/istituzioni sovranazionali promosse da enti sovrani. I fondi “corporate investment grade” si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da altri emittenti e con rating non inferiore a Baa3 (Moody’s), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente.
- I fondi “high yield” si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari senza rating oppure con rating inferiore a Baa3 (Moody’s), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente.
- La duration complessiva del portafoglio dei fondi obbligazionari governativi a breve termine non deve superare i 2 anni. Quella dei fondi obbligazionari governativi a medio/lungo termine deve essere superiore ai 2 anni.
- L’investimento residuale dei fondi obbligazionari specializzati è costituito da strumenti finanziari con rating non inferiore a Baa3 (Moody’s), BBB- (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente.
- I fondi obbligazionari altre specializzazioni sono caratterizzati da una politica di investimento specializzata in fattori di rischio e/o tecniche di gestione non rappresentate dalle altre categorie obbligazionarie. A tali fondi non si applica la distinzione tra investimento principale e investimento residuale.

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 A2 (Moody’s), A (S&P) oppure rating equivalente assegnato da altra agenzia indipendente. I fondi di liquidità non possono investire in titoli emessi da emittenti privi di rating. La duration del portafoglio deve essere inferiore a 6 mesi. Infine non è ammessa la copertura del rischio di cambio.

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

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

Fondi di liquidità

---

Fondi flessibili

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

### 1.3 Limiti di categoria e valorizzazione del portafoglio

Il trattamento dei derivati

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

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

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

L'investimento in fondi

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

Il calcolo della duration

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.

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

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:

2 La classificazione dei fondi pensione

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

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

3 La classificazione delle gestioni patrimoniali

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

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

Specificazioni:

- Alle gestioni patrimoniali si possono applicare le seguenti ulteriori qualificazioni della politica di investimento, per la definizione delle quali si rimanda a quanto previsto per i fondi comuni (vedi oltre):
  - Gestione etica
  - Gestione a capitale protetto
  - Gestione a capitale garantito
  - Gestione indicizzata.
- Per quanto riguarda le regole per la valorizzazione del portafoglio ai fini del rispetto dei limiti di categoria vale quanto stabilito per i fondi comuni.

4 Definizione di alcune qualificazioni di interesse generale

Assogestioni propone una definizione di particolari caratteristiche (qualificazioni) delle politiche di investimento dei fondi comuni con l'obiettivo di agevolare l'identificazione di informazioni che per la loro natura non possono trovare posto nella struttura della classificazione ma che ciò nonostante possono risultare di interesse sia per le società di gestione sia per il pubblico degli investitori.

Si noti che le qualificazioni sono indipendenti dalla classificazione e quindi non costituiscono un'ulteriore suddivisione delle categorie esistenti e nemmeno nuove categorie. Esse semplicemente si affiancano alle categorie Assogestioni e ne integrano il contenuto informativo.

Le definizioni delle qualificazioni sono integrate dalle seguenti due condizioni:

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

Si qualifica “etico” il fondo che sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di eticità:

- ha una politica di investimento che vieta l’acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l’acquisto di titoli sulla base di criteri diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso e/o
- si attiene a un processo di investimento secondo principi diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso (corporate governance del fondo).

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

Fondo etico

---

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

Fondo a capitale protetto

---

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

Fondo a capitale garantito

---

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

Fondo indicizzato

---

## 5 Attribuzione, modifica e monitoraggio delle categorie

Ogni società associata che dà inizio al collocamento di un nuovo fondo comune (comparto) oppure di un nuovo fondo pensione (linea di investimento) comunica in tempo utile ad Assogestioni le informazioni anagrafiche del nuovo prodotto, inclusa la categoria in cui ha deciso di collocarlo. L’attribuzione iniziale della categoria è compito della società di promozione; tuttavia il comitato per la classificazione si riserva la facoltà di presentare al Consiglio Direttivo le proprie osservazioni circa l’eventuale incoerenza tra la politica di investimento e la categoria prescelta.

Attribuzione iniziale della categoria

---

Variazione della categoria su richiesta della società di promozione

---

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

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

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

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

Variazione d'ufficio della categoria

---

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

Rispetto dei limiti di categoria

---

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

## Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse

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 ge-

stito, 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 pe-

riodo di investimento, per cui non è corretto impiegarlo per confrontare, ad esempio, la redditività di un impiego semestrale del capitale con quella di un impiego annuale.

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

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

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

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

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

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

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

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  $n$  scadenze successive  $t_0, t_1, \dots, t_{n-1}$ , cioè:

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

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

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

Per comprendere meglio le procedure di calcolo degli indici finora illustrati è utile avvalersi di un semplice esempio. La 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

### 1.3 Indici a confronto

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%

tasso di rendimento realizzato. La prima colonna, intestata  $i=0$ , contiene *pro memoria* il patrimonio  $V(t_0)$  alla fine del 1998, che è pari a 1.000 Euro.

Il capitale investito nel primo periodo, che si legge nella seconda colonna, ammonta a  $V(t_0)+F(t_1)=1.000 + 1.000=2.000$  Euro in quanto all'inizio del 1999 vengono acquistate quote per mille Euro. Il primo trimestre si conclude con un guadagno di 400 Euro sul capitale investito, corrispondente a un tasso di rendimento di periodo del 20%. La lettura della tavola per i periodi rimanenti è analoga. Sulla base dei dati riportati si possono calcolare gli indici di rendimento *time weighted* e *money weighted* per l'intero anno 1999.

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

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

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

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

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

Applicando la (5) si ottiene:

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

I risultati ottenuti mostrano come, adottando diverse procedure, sia possibile pervenire a valutazioni marcatamente diverse del rendimento annuale. L'indice *money weighted* supera quello *time weighted* di oltre dieci punti percentuali. Ciò è dovuto principalmente al disinvestimento di 1.000 Euro all'inizio del 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.

## 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 varia-

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

Si è sottolineato che il gestore non è libero di assumere qualsiasi livello di rischio che ritenga opportuno, infatti, nel prospetto di ogni fondo è indicato un parametro oggettivo di riferimento o benchmark, il quale "*individua il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe*" (Asso-gestioni, *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 rischio-tipo 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 Tabella 2 è rappresentata la volatilità di tre indici di mercato utilizzati diffusamente dagli operatori come benchmark. Su archi temporali differenti la volatilità degli indici non rimane costante ma si modifica.

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

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

Elaborazione su dati Thomson Financial Datastream.

La Figura 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).

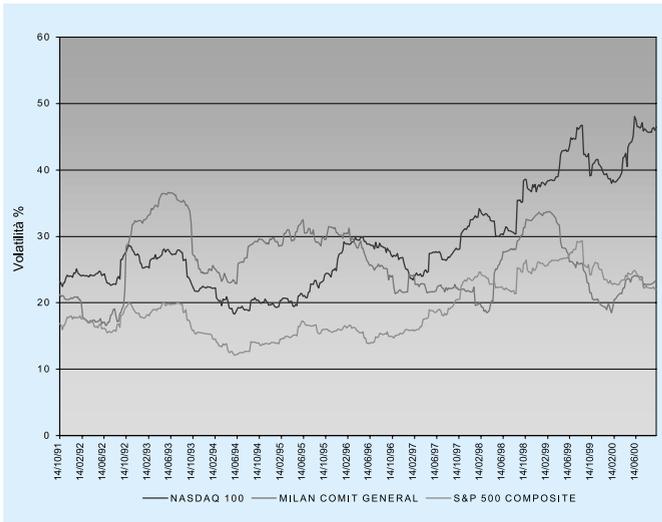


Fig 1 Variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark

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

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

Dalle diverse considerazioni svolte emerge che per compiere delle valutazioni metodologicamente corrette della performance è estremamente importante effettuare confronti tra fondi di investimento il più possibile omogenei. Le suddivisioni dei prodotti gestiti che vengono svolte sulla base del benchmark dichiarato possono condurre alla creazione di classi troppo eterogenee al proprio interno e quindi non adeguate per lo svolgimento di analisi comparate.

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

stione affini. In tal modo i prodotti all'interno del gruppo risultano direttamente confrontabili dato che presentano profili di rischio-rendimento simili.

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

### 3 Misure Risk-adjusted performance

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

In questo paragrafo si presentano una serie di indicatori denominati risk-adjusted performance (RAP) i quali sintetizzano in un indice sia una misura di rendimento sia una di rischio. La particolarità di queste misure è dunque quella di fornire una misura di rendimento rettificata per il livello di rischio che è stato assunto per ottenere tale risultato. Tale opera di rettifica avviene rapportando il rendimento del fondo alla sua rischiosità.

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

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

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

$$DS = \sigma(R_t) = \sqrt{\frac{1}{T} * \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2} \quad (6)$$

in cui:

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

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

$R_t$ : rendimento sottoperiodale;

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

Il radicando dell'espressione (6) viene denominato varianza e spesso è utilizzato come misura di rischio in modo analogo alla deviazione standard. La moderna teoria del portafoglio sostiene che il rischio rilevante che deve essere considerato e per il quale l'investitore viene compensato non è quello misurato tramite la standard deviation, ma quello rappresentato dal beta. È possibile, infatti, considerare due componenti di rischio di un portafoglio:

- il rischio complessivo
- il rischio sistematico o di mercato

Il primo è quello misurato dalla standard deviation e rappresenta la variabilità totale dei rendimenti; il secondo invece evidenzia la sensibilità del fondo rispetto ai movimenti di mercato. Il rischio sistematico inoltre costituisce quella parte di rischio non diversificabile di un portafoglio e quindi rappresenta la componente principale di rischiosità di un fondo comune dato che quest'ultimo non è altro che un portafoglio ben diversificato.

Inoltre, qualora l'investitore possedesse un portafoglio di attività finanziarie composto da fondi sarebbe più interessato a conoscere il rischio sistematico dei fondi in portafoglio piuttosto che il loro rischio complessivo.

Il beta viene utilizzato per misurare la sensibilità dei rendimenti di un fondo in relazione al mercato (o ad un benchmark) e mira a determinare se il fondo sia più o meno rischioso rispetto al mercato. Il beta misura dunque il rischio rispetto al mercato, rischio che deriva dalle variazioni dell'intero mercato. Il beta di un portafoglio viene espresso dalla seguente formula:

$$\beta_P = \frac{\sigma_{PM}}{\sigma_M^2} \quad (7)$$

nella quale:

$\sigma_{PM}$ : rappresenta la covarianza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del mercato;

$\sigma_M^2$ : 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:

$$S = \frac{\overline{R} - \overline{R}_f}{\sigma(R_t)} = \frac{\overline{ER}}{\sigma(R_t)} \quad (8)$$

in cui:

$\overline{R}$ : rendimento medio del fondo durante l'evaluation period;  
 $\overline{R}_f$ : rendimento medio dell'attività risk-free durante il medesimo periodo;

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

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

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

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

Se all'espressione (8) sostituiamo le informazioni inerenti al fondo con quelle del benchmark che viene seguito dalla gestione, cioè se al rendimento medio e alla volatilità del prodotto poniamo le rispettive misure del parametro oggettivo di riferimento, determiniamo l'indice di Sharpe del benchmark:

$$S_B = \frac{\overline{R}_B - \overline{R}_f}{\sigma(R_{B_t})} = \frac{\overline{ER}_B}{\sigma(R_{B_t})} \quad (9)$$

Al fine di determinare le qualità del fondo di investimento che si desidera valutare si può confrontare l'indice di Sharpe del benchmark con quello del portafoglio gestito. Se l'indice di Sharpe risulta superiore a quello del benchmark significa che il gestore del fondo ha ottenuto risultati superiori, nell'ambito del trade-off rischio-rendimento, rispetto a quelli del parametro oggettivo di riferimento, vale a dire che ha prodotto maggior rendimento per unità di rischio rispetto al benchmark. La scelta del fondo migliore all'interno di un insieme omogeneo, quindi di strumenti caratterizzati da benchmark equivalenti, può essere svolta anche graficamente. Se nello spazio rischio-rendimento collochiamo i prodotti gestiti e l'attività priva di rischio, ed in seguito uniamo

tramite una semiretta ogni punto indicante il fondo con l'attività risk-free, il fondo migliore risulterà quello sulla linea con maggiore pendenza.

Nella 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.

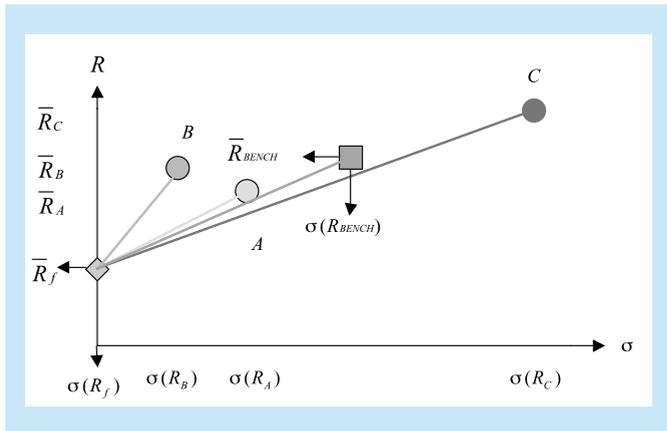


Fig 2 Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe

Dall'analisi del grafico emerge che i tre fondi si trovano su semirette con diversa pendenza, e quindi con differenti indici di Sharpe. Dalla rappresentazione si ricava, infatti, che:

$$S_B > S_A > S_{BENCH} > S_C$$

Emerge quindi che il fondo *B* ha raggiunto risultati, in termini di rischio e rendimento, superiori rispetto agli altri due prodotti ed al benchmark e risulta quindi il migliore. Se avessimo classificato i gestori solo sulla base del rendimento da questi prodotto saremmo arrivati a valutazioni errate dato che avremmo collocato al primo posto il fondo *C*. Tale fondo ha ottenuto rendimenti superiori perché il suo gestore si è posizionato su livelli di rischiosità più elevati rispetto agli altri fondi o al benchmark e non quindi perché dispone di particolari abilità. Si ribadisce dunque l'importanza di non redigere classificazioni dei prodotti gestiti considerando esclusivamente il loro rendimento, ma effettuare analisi attraverso misure che, per costruzione, considerino oltre al rendimento anche il rischio.

Modigliani e Modigliani nel 1997 proposero una misura alternativa di risk-adjusted performance. L'obiettivo perseguito era quello di costruire una misura di facile comprensione dato che l'indice di Sharpe potrebbe risultare di difficile interpretazione per l'investitore medio.

L'idea sottostante a tale misura RAP è quella di confrontare i fondi con medesimi obiettivi di investimento (medesimo benchmark) portandoli ad un uguale livello di rischio, cioè variare la loro rischiosità fino a farla coincidere con quella del benchmark ed in seguito misurare il rendimento di questi

### 3.2 Indice di Modigliani

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:

$$RAP_M = (\bar{R} - \bar{R}_f) * \frac{\sigma_B}{\sigma_F} + \bar{R}_f \tag{10}$$

$RAP_M$ : misura di Modigliani;

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

$\bar{R}_f$ : rendimento medio dell'attività priva di rischio nell'evaluation period;

$\sigma_B$ : deviazione standard del benchmark nell'evaluation period;

$\sigma_F$ : deviazione standard del fondo durante l'evaluation period.

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

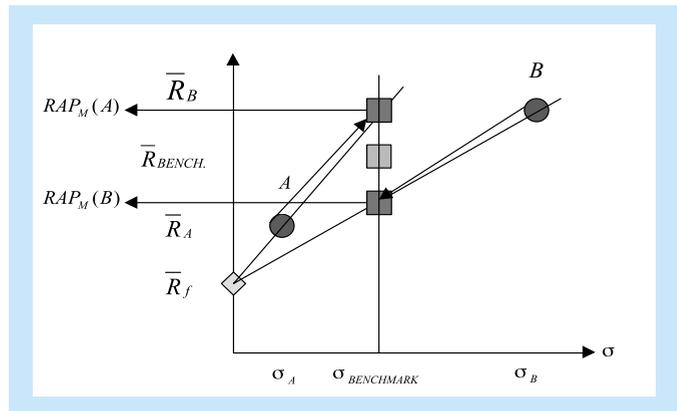


Fig 3 Interpretazione grafica dell'indice di Modigliani

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.

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 inve-

### 3.3 L'information ratio

stimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Assogestioni (1999) prescrive che tanto più il fondo che si analizza è rischioso tanto più deve essere lungo l'arco temporale da considerare. Valutazioni su periodi inferiori all'anno risultano comunque inaccettabili dato che le differenze tra benchmark e fondo possono risultare del tutto casuali.

Per confrontare i risultati di diversi portafogli gestiti, in termini di rendimento e di rischio, è quindi necessario disporre di misure ex-post che mostrino le abilità relative del gestore rispetto al parametro di riferimento. Una misura risk-adjusted performance che può essere utilizzata a tal proposito è l'information ratio, il quale è definito come segue:

$$IR = \frac{\overline{TE}}{\sigma(TE_t)} \quad (11)$$

in cui:

$\overline{TE}$ : tracking error medio del fondo;

$\sigma(TE_t)$ : deviazione standard del tracking error.

Il tracking error rappresenta la differenza tra il rendimento del fondo e quello del benchmark e viene determinato tramite la seguente espressione:

$$TE_t = R_t - R_{Bt}$$

dove:

$TE_t$ : tracking error del fondo in  $t$ ;

$R_{Bt}$ : rendimento offerto dal benchmark in  $t$ ;

$R_t$ : rendimento del fondo in  $t$ .

Il tracking error rappresenta il valore aggiunto che il fondo ha prodotto rispetto al benchmark e costituisce quindi una misura della bontà del prodotto. Tale rendimento ha la proprietà di essere un differenziale determinato su basi relative, dato che ogni fondo viene confrontato con i propri obiettivi e non con un riferimento generico come l'attività risk-free. Il denominatore dell'espressione (11) rappresenta invece una misura di rischio relativa, infatti, la deviazione standard del tracking error misura la volatilità di tale premio prodotto dal fondo rispetto al benchmark di riferimento. La volatilità del tracking error fornisce indicazioni sulla rischiosità differenziale che si sopporta investendo nel fondo rispetto all'alternativa virtuale di detenere direttamente il benchmark. Tale misura mostra quindi quanto rischio aggiuntivo, rispetto al benchmark, il gestore ha assunto al fine di produrre un determinato differenziale di rendimento.

L'analisi del tracking error e della sua volatilità fornisce un'indicazione migliore delle qualità del fondo rispetto al rendimento medio o alla deviazione standard, dato che tali misure sono costruite parametrando il risultato di ogni fondo al proprio benchmark. Qualora si prenda in considerazione l'andamento del tracking error di un fondo o la sua volatilità si può analizzare se questo sia simile o si discosti significativamente dal benchmark. Da tale analisi è possibile stabilire se il gestore del fondo adotti un tipo di strategia passiva oppure attiva. Con

il termine gestione passiva ci si riferisce a quei fondi che tendono a replicare un predefinito benchmark o indice di mercato. I gestori di tali fondi acquistano ciascuna attività nella medesima proporzione in cui questa è presente nell'indice. L'obiettivo perseguito da tali fondi è dunque quello di ottenere un rendimento il più simile possibile a quello del benchmark e vengono quindi valutati proprio in base al livello di accuratezza raggiunto in tale opera di duplicazione. I fondi di investimento che adottano tale politica di investimento vengono anche denominati *index fund*. Un gestore attivo, invece, è colui che costruisce il proprio fondo sulla base delle proprie aspettative sul futuro. Tale gestore non detiene le attività nella medesima proporzione in cui queste sono presenti nel benchmark ma, in base alle proprie previsioni e analisi, attribuisce maggior peso a quei settori o titoli che prevede otterranno risultati migliori rispetto al resto del mercato.

L'indicatore rappresentato dall'espressione (11) appare simile nella sua formulazione all'indice di Sharpe, in quanto l'extra-rendimento del fondo viene determinato in un caso considerando l'attività priva di rischio (indice di Sharpe), mentre nell'altro prendendo come riferimento il benchmark (*information ratio*). L'indice di Sharpe potrebbe essere pensato quindi come un caso particolare dell'*information ratio* in cui la funzione del benchmark viene svolta dall'attività *risk-free*.

L'*information ratio*, benché molto meno utilizzato dagli operatori e dai media, fornisce delle informazioni sulla qualità del prodotto gestito più approfondite dell'indice di Sharpe, dato che il maggior rendimento e rischio del fondo viene determinato sulla base del benchmark e non dell'attività priva di rischio. L'*information ratio* ha quindi la proprietà di sintetizzare sia una misura di extra-rendimento sia una di extra-rischio del fondo rispetto al benchmark. Dato che tale indicatore viene costruito sulla base del parametro oggettivo di riferimento, esso può essere interpretato come la capacità del gestore di produrre extra-rendimento per unità di rischio rispetto al benchmark di riferimento.

In base alla costruzione dell'indice emerge che un fondo di investimento che opera seguendo una strategia di gestione attiva sarà tanto migliore quanto più sarà stato in grado di massimizzare il proprio rendimento differenziale rispetto al benchmark e minimizzare la rischiosità sempre su base differenziale. Infine si evidenzia che, a parte la simile rappresentazione analitica tra indice di Sharpe e *information ratio*, le 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 de-

#### 3.4 L'alfa di Jensen

terminare la capacità di quest'ultimo di selezionare i titoli sottovalutati.

Tale misura, comunemente denominata alfa di Jensen ( $\alpha$ ), 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 ( $\beta$ ).

Il beta, come esposto in precedenza, quantifica il rischio di mercato o rischio sistematico di un'attività finanziaria, cioè misura la correlazione esistente tra il rendimento di un fondo di investimento e il rendimento del mercato o del benchmark. I prodotti gestiti che presentano valori significativamente positivi nel tempo dell'alfa di Jensen sono riusciti a battere il mercato, cioè hanno prodotto un rendimento superiore a quello atteso in base al rischio sistematico assunto. Tale extrarendimento è stato determinato dalla capacità del money manager di posizionarsi con maggior peso sui titoli sottovalutati che compongono il benchmark da un lato, e dall'altro di ridurre l'esposizione verso le attività sopravvalutate.

I fondi di investimento caratterizzati da valori significativamente negativi nel tempo dell'alfa non sono invece riusciti a battere il mercato, hanno selezionato i titoli meno performanti e quindi hanno prodotto un rendimento inferiore rispetto a quello che avrebbero dovuto produrre sulla base della loro rischiosità. I gestori di tali fondi non mostrano possedere quindi particolari abilità nell'individuare le attività finanziarie maggiormente promettenti. Analiticamente l'alfa di Jensen può essere determinata come segue:

$$\alpha_p = \bar{R} - \bar{R}_{CAPM} \quad (12)$$

in cui:

$\alpha_p$ : 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 ( $\beta_p$ ).

Il tasso di rendimento determinato sulla base del CAPM può essere ricavato ricorrendo alla classica espressione del modello:

$$\bar{R}_{CAPM} = \bar{R}_f + \beta_p * (\bar{R}_B - \bar{R}_f) \quad (13)$$

dove:

$\bar{R}_{CAPM}$ : rendimento medio determinato applicando il CAPM;

$\bar{R}_f$ : rendimento medio dell'attività priva di rischio;

$\bar{R}_B$ : rendimento medio del benchmark;

$\beta_p$ : misura di rischio sistematico del fondo di investimento.

Si noti che l'alfa di Jensen è un indicatore risk-adjusted performance espresso in termini percentuali e risulta quindi di semplice comprensione. È inoltre importante evidenziare che le espressioni (12) e (13) devono essere applicate considerando orizzonti temporali medio-lunghi, e che quindi nel breve periodo possono fornire informazioni poco significative.

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*):

$$RAR = RRet - RRisk \quad (14)$$

Ciascuna misura relativa è calcolata rapportando la corrispondente misura del fondo (*Ret*, *Risk*) per quella del relativo gruppo di appartenenza. Se  $g(P)$  rappresenta il gruppo di appartenenza del fondo si ha:

$$\begin{aligned} RRet &= \frac{Ret}{BRet_{g(P)}} \\ RRisk &= \frac{Risk}{BRisk_{g(P)}} \end{aligned} \quad (15)$$

in cui  $BRet_{g(P)}$  e  $BRisk_{g(P)}$  costituiscono le basi relative al gruppo di appartenenza del fondo.

Sulla base della misura *RAR* risultante dal procedimento descritto la Morningstar stila la propria classifica dei fondi all'interno del gruppo di appartenenza assegnando delle stelle come segue:

★★★★: fondi che si collocano nel primo decile della classifica;

★★★★: fondi che si collocano nel 22,5% delle posizioni successive;

### 3.5 Il sistema di rating di Morningstar e Micropal

☆☆☆: 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:

$$MI = \frac{\bar{R} - \bar{R}_{cat}}{\sigma(R_t - \bar{R}_{cat t})} \quad (16)$$

dove:

$MI$ : indice Micropal;

$\bar{R}$ : rendimento medio del fondo;

$\bar{R}_{cat}$ : rendimento medio della categoria di appartenenza del fondo;

$\sigma(R_t - \bar{R}_{cat t})$ : 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.

- AIMR, Performance Presentation Standards 1993, 1993.
- Assogestioni, "Standard di presentazione della performance: Manuale AIMR", Quaderni di documentazione e ricerca, n.17, Roma, 1997.
- \_\_\_\_\_, Benchmark e fondi comuni: Le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento, 1999.
- Elton E.J., Gruber M.J., *Modern Portfolio Theory and Investment analysis*, 5th edition, Wiley & Sons, New York, 1995.
- Standard Italiani di Presentazione delle Performance degli Investimenti (IPPS) - Versione italiana dei GIPS, Italian Investment Performance Committee, Luglio 2002.
- Jensen M.C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, May 1968.
- Markowitz H.M., "Portfolio Selection" in *Journal of Finance*, 7: 77-91, marzo 1952.
- Markowitz H.M., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Wiley & Sons, New York, 1959.
- Modigliani F., Modigliani L., "Risk-Adjusted Performance", *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1997.
- Sharpe W.F., "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, 39, n°1 January 1966.
- \_\_\_\_\_, "Determining a Fund's Effective Asset Mix", *Investment Management Review*, Dec. 1988.
- \_\_\_\_\_, "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 18 n°1, 1992.
- \_\_\_\_\_, "The Sharpe ratio", *Journal of Portfolio Management*, Fall 1994.
- \_\_\_\_\_, Morningstar's Risk-adjusted Ratings, Stanford University, Jan. 1998.
- Sharpe W.F., Gordon J.A., Bailey J.V., *Investments*, 5th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1995.
- Simon K. "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds" *New England Economic Review*, FRB of Boston, Sept.-Oct. 1998.



## Standard di performance: l'adozione italiana dei GIPS

Nel campo della misurazione della performance degli investimenti a partire dagli anni '60 si sono sviluppati e diffusi un linguaggio e un quadro di riferimento concettuale comuni tra le diverse parti interessate ai processi di investimento. Tale fenomeno, tuttora in fase di evoluzione, ha avuto origine dall'esigenza tipica di un'industria marcatamente concorrenziale di fornirsi di regole uniformi e condivise per la valutazione e la presentazione delle caratteristiche dei servizi offerti dai diversi gestori.

In tale ambito si è subito rivelato importante concordare le modalità di calcolo e presentazione delle performance storiche dell'attività di gestione, soprattutto in considerazione del fatto che queste informazioni giocano un ruolo critico nel processo di selezione del gestore e proprio per questo motivo sono potenzialmente oggetto di comunicazioni distorte e poco trasparenti.

Fin dai suoi primi sviluppi il processo di elaborazione di standard di performance ha consentito di mettere a fuoco le problematiche fondamentali e di impostarne la soluzione secondo un approccio che contemperasse il rigore della teoria con i costi di implementazione e le effettive capacità dei sistemi di trattamento delle informazioni di volta in volta disponibili.

A tale proposito già nel 1968 il Bank Administration Institute in un suo fondamentale contributo intitolato "Measuring Investment Performance of Pension Funds" segnalava all'attenzione della comunità finanziaria la necessità di valorizzare il portafoglio ai prezzi di mercato, di calcolare il rendimento "total return", di misurare la performance anche sulla dimensione del rischio.

Sulla scia del contributo di Dietz del 1966, il documento in parola metteva inoltre in luce la distinzione tra misure di performance time-weighted e money-weighted; sottolineava l'importanza di impiegare intervalli temporali uniformi e concludeva con la raccomandazione di sviluppare banche dati di performance le più ampie possibili per facilitare la disseminazione delle informazioni. Qualche anno più tardi l'associazione inglese degli analisti finanziari (SIA) perveniva ad analoghi suggerimenti.

In sintesi, tralasciando per esigenze di spazio i contributi forniti sull'argomento negli anni successivi, si può sostenere che almeno fino agli anni '90 si è assistito alla diffusione di pratiche a livello nazionale, più o meno formalizzate, che pur condividendo, in linea di massima, i principi poc'anzi riassunti, ne hanno fornito diverse declinazioni che risentivano della storia e delle abitudini degli operatori nazionali.

### 1 Origini degli standard di performance

## 2 I GIPS

Per allontanare il pericolo che lo sviluppo di standard differenziati per piazze nazionali limitasse l'operatività e la confrontabilità trans-frontaliera dei gestori nel 1999 l'Association for Investment Management and Research (AIMR) ha elaborato e proposto alla comunità finanziaria internazionale i Global Investment Performance Standards (GIPS). Forti dell'esperienza maturata nell'ambito del sistema finanziario statunitense i GIPS si pongono i seguenti obiettivi:

- Far accettare in tutto il mondo standard per il calcolo e la presentazione delle performance degli investimenti in un formato chiaro e paragonabile, con tutta l'informativa necessaria.
- Garantire l'accuratezza e la coerenza dei dati relativi alla performance degli investimenti ai fini della loro comunicazione, della tenuta di valide statistiche, del marketing e delle presentazioni.
- Promuovere un'equa concorrenza globale tra gli enti gestori su tutti i mercati senza creare barriere all'entrata nei confronti di nuovi arrivati.
- Incoraggiare la nozione di "autoregolamentazione" del settore su base mondiale.

I GIPS fissano standard per ognuna delle 5 aree fondamentali per la valutazione e la presentazione delle performance degli investimenti: dati di input, metodi di calcolo, costruzione dei compositi, informativa, presentazione dei risultati. Per ogni area vengono codificate una serie di regole che possono essere interpretate come una sintesi degli orientamenti espressi nelle best practices internazionali in merito ai fondamenti della valutazione della performance.

Per una esposizione dettagliata di tali regole si deve necessariamente rimandare al testo degli standard nonché alle linee guida interpretative (Guidance Statements) disponibili sul sito internet [aimr.org](http://aimr.org). In questa sede è sufficiente richiamare alcune significative previsioni in essi contenute: tassi di rendimento time-weighted, valorizzazione ai prezzi di mercato, trade date accounting, inclusione di tutti i portafogli discrezionali.

## 3 La diffusione dei GIPS

A partire dalla nascita dei GIPS l'AIMR ha dato vita ad un importante programma internazionale con il duplice obiettivo di guadagnare agli standard la massima accettazione al di fuori degli USA e di gestire secondo modalità condivise l'interpretazione e lo sviluppo dei GIPS. In tale contesto si inserisce l'istituzione nel corso del 2000 dell'Investment Performance Council il cui obiettivo primario è proprio quello di gestire lo sviluppo e la diffusione degli standard e la cui struttura, particolarmente articolata, prevede la partecipazione di un consistente numero di professionisti provenienti dalle più svariate regioni del mondo. Fin dai suoi primi incontri l'IPC ha dato vita a vari sotto comitati tra i quali il Country Standard Subcommittee (CSSC).

La creazione del CSSC risponde alla necessità di fissare organi ma anche regole che facilitino l'adozione nei diversi paesi dei GIPS. L'IPC ha quindi proceduto ad emanare una serie di linee guida per l'adozione dei GIPS a livello nazionale. In esse viene prevista l'opportunità che, in ogni paese interessato a promuovere i GIPS, venga creato uno "sponsor" locale che operi da strumento di dialogo tra la realtà locale e gli organismi internazionali.

In Italia, la preesistente Commissione Italiana per i GIPS sul finire del 2001 si trasforma nell'Italian Investment Performance Committee e viene ufficialmente riconosciuta sponsor italiano dei GIPS. A seguito di questo fondamentale riconoscimento l'IIPC si adopera per far approvare all'IPC la (nuova) versione italiana dei GIPS secondo le linee guida nel frattempo emanate (una prima versione italiana accompagnata da un buon numero di appendici era stata diffusa fin dal giugno del 1999).

In considerazione della possibilità che nel contesto nazionale già esistano standard di performance e/o che la regolamentazione del mercato finanziario sia tale da giustificare talune integrazioni agli standard, le norme fissate dall'IPC per l'adozione dei GIPS a livello paese prevedono un doppio approccio:

- il primo, "Translation of GIPS" (TG), prevede la fedele traduzione del testo inglese nella lingua del paese che lo intende adottare, senza aggiunte né cancellazioni;
- il secondo, "Country Version of GIPS" (CVG), prevede la possibilità, per quei paesi la cui regolamentazione non permette di fare altrimenti, di adottare una traduzione del testo inglese e di integrarla con l'aggiunta di norme specifiche e ben identificabili che si applicano agli operatori che intendano dichiararsi conformi alla versione nazionale dei GIPS.

Con riferimento alla realtà italiana e in particolar modo alla fiscalità dei fondi comuni, la Commissione Italiana per i GIPS prima e l'Italian Investment Performance Committee poi, hanno rilevato che, affinché i confronti tra le performance dei prodotti nazionali ed esteri possano avvenire su un piano di parità, è necessario applicare ai primi un algoritmo di lordizzazione, cioè una formula che consenta di eliminare gli effetti della fiscalità che grava direttamente sulla performance dei fondi italiani, diversamente da quanto avviene per quelli di altre giurisdizioni.

A tal fine l'IIPC ha approvato il modello di lordizzazione proposto da Assogestioni (vedi capitolo seguente) e ha provveduto ad inserirlo, insieme ad opportune norme di coordinamento, nella versione italiana dei GIPS. In considerazione della specificità della legislazione italiana i GIPS sono quindi stati introdotti in Italia secondo quanto previsto dall'approccio della CVG, in accordo con quanto riconosciuto dal

#### 4 L'adozione dei GIPS in Italia: gli IPPS

CSSC in merito a “the need to withdraw the effect of taxation on mutual funds in those countries where mutual funds are required to pay taxes”.

L’IPC ha approvato gli “Standard Italiani di Presentazione delle Performance degli Investimenti (IPPS) - Versione Italiana dei GIPS” il 25 giugno 2002. Il successivo 1° luglio sono entrati in vigore.

## 5 Link utili

Per eventuali approfondimenti dei temi trattati in questo capitolo si invita a consultare la sezione Pubblicazioni-Misurazione dei servizi del sito [assogestioni.it](http://assogestioni.it) e i siti [aimr.org/standards](http://aimr.org/standards) e [iipc.it](http://iipc.it)

## 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"):

$$L_i = L_{i-1} \frac{\tau x_{1/1/b} (N_{1/1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i-1} (N_{i-1} - N_{i-2}) + x_i (N_i - \tau N_{i-1})}{\tau x_{1/1/b} (N_{1/1/b} - N_{31/12/b-1}) + \dots + \tau x_{i-1} (N_{i-1} - N_{i-2}) + x_i (N_{i-1} - \tau N_{i-1})} \quad (5)$$

dove:

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

In termini di flussi:

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

inoltre:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

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

$i$	$g_i$	$x_i$	$N_i$	$\Delta_N$	$L_i$	$\Delta_L$
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 partico-

lari 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.

$i$	$g_i$	$x_i$	$N_i$	$\Delta_N$	$L_i$	$\Delta_L$	$ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$
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":

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

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

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

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

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

Il modello per il calcolo della quota lorda può essere facilmente esteso anche ai fondi che prevedono la distribuzione dei proventi. La distribuzione dei proventi deliberata dalla Sgr ha luogo alla chiusura del giorno  $j$  e consiste nella decurtazione del patrimonio netto dell'importo  $P_j$  pro-quota che si desidera mettere in pagamento. Quindi al termine del giorno  $j$  il patrimonio netto è pari a  $x_j N_j$  mentre il totale dei proventi messi in pagamento ammonta a  $x_j P_j$ .

### 3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

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  $j+1$ .





P A R T E V

**Dati e statistiche**

## Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro) - Importi complessivi \*

	FONDI/APERTI			FONDI/RISERVATI			FONDI/SPECULATIVI			TOTALE
	Fondi armonizzati italiani	Fondi armonizzati lux, storici	Fondi armonizzati esteri	Altri fondi non armonizzati	Fondi di fondi*	Fondi riservati	Fondi speculativi (f.d.f.)	Fondi speculativi (puri)	Fondi speculativi esteri	
dicembre 1984	597	2.186								2.783
dicembre 1985	10.217	3.902								14.119
dicembre 1986	33.609	5.511								39.121
dicembre 1987	30.703	4.535								35.238
dicembre 1988	26.630	4.465								31.095
dicembre 1989	25.393	4.420								29.814
dicembre 1990	24.471	3.187								27.657
dicembre 1991	29.025	2.838								31.863
dicembre 1992	31.327	2.562								33.889
dicembre 1993	56.858	2.676								59.535
dicembre 1994	67.226	2.769								69.994
dicembre 1995	65.482	3.521								69.003
dicembre 1996	101.720	6.996								108.716
dicembre 1997	189.740	12.603								202.342
dicembre 1998	372.274	19.748	3.080							395.102
dicembre 1999	472.450	30.385	31.722			2.849				537.405
dicembre 2000	449.931	34.345	60.449		5.016	3.293				548.018
dicembre 2001	403.679	30.919	74.160	170	7.389	4.614	761			514.303
dicembre 2002	360.694	23.568	73.968	180	6.275	4.948	2.103	100	405	465.966

\* Fondi di fondi non inclusi nei totali  
 Dato rettificato a gennaio 2003

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Importi complessivi\*

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	155.215	153.404	160.850	153.707	148.481	134.035	121.231	120.709	105.615	110.251	114.397	104.166
Az. Italia	22.138	21.629	20.537	19.972	19.088	17.785	15.829	15.971	13.604	14.352	15.396	14.159
Az. Area Euro	11.626	11.162	7.710	7.379	7.081	6.565	5.801	5.999	4.921	5.245	5.359	4.839
Az. Europa	40.124	40.255	41.173	39.610	38.355	35.025	31.017	30.992	26.862	28.413	29.091	26.370
Az. America	21.883	22.334	20.274	18.681	18.094	16.008	14.971	14.997	13.600	14.714	15.755	14.488
Az. Pacifico	12.870	12.797	11.544	11.485	11.410	10.298	9.640	9.462	8.753	8.375	8.591	7.914
Az. Paesi Emergenti	5.966	5.934	5.128	5.002	4.772	4.218	3.940	3.960	3.507	3.600	3.835	3.527
Az. Paese	2.621	2.472	15.984	15.280	14.680	13.134	11.616	11.314	9.655	9.735	9.268	8.439
Az. Internazionali	18.528	18.376	18.990	18.066	17.483	15.551	14.402	14.253	12.606	12.950	13.507	12.304
Az. Settoriali	12.386	11.542	13.313	12.157	11.535	10.018	9.062	8.912	7.718	8.264	8.924	7.879
Az. Altre Special.	7.074	6.903	6.199	6.075	5.983	5.434	4.953	4.949	4.390	4.603	4.671	4.247
BILANCIATI	58.694	57.507	57.634	56.388	54.077	50.534	47.499	47.111	43.317	42.884	43.504	41.303
Bilanciati Azionari	3.675	3.613	3.680	3.495	3.340	3.026	2.777	2.758	2.452	2.515	2.578	2.368
Bilanciati	39.519	38.679	38.882	37.805	36.213	33.799	31.824	31.659	28.981	28.878	29.153	27.687
Bilanciati Obbligazionari	15.500	15.215	15.072	15.087	14.524	13.708	12.898	12.694	11.885	11.492	11.773	11.248
OBBLIGAZIONARI	238.533	237.361	233.917	232.317	229.313	226.672	224.988	227.643	225.702	224.227	224.269	225.880
Obbl. Misti	29.551	28.596	27.055	26.581	25.535	24.356	23.150	22.687	21.495	20.555	19.427	18.948
Obbl. Area Euro A Breve Termine	86.620	87.297	86.796	87.111	88.537	91.231	94.335	95.435	95.744	97.948	98.819	100.586
Obbl. Area Euro A M/L Termine	69.055	68.904	68.270	67.432	65.452	63.759	61.809	63.979	64.002	62.753	63.084	64.053
Obbl. Area Europa	6.574	6.391	6.092	5.876	5.565	5.198	4.945	4.906	4.862	4.597	4.541	4.490
Obbl. Area Dollaro	5.493	5.526	5.463	5.347	5.051	4.733	4.711	4.664	4.530	4.351	4.420	4.118
Obbl. Area Yen	607	574	561	549	536	517	493	495	461	457	541	536
Obbl. Paesi Emergenti	2.969	3.093	3.237	3.309	3.181	2.806	2.530	2.594	2.448	2.434	2.432	2.388
Obbl. Internazionali	23.664	23.127	22.683	22.377	21.733	20.622	19.755	19.577	18.976	17.946	17.448	17.027
Obbl. Altre Specializzazioni	14.001	13.853	13.760	13.736	13.723	13.449	13.261	13.306	13.183	13.186	13.557	13.735
FONDI DI LIQUIDITA	53.555	56.151	58.513	60.980	63.755	66.362	69.597	72.888	75.610	79.281	81.283	83.554
Fondi di Liquidità Area Euro	53.555	56.151	58.513	60.980	63.755	66.362	69.597	72.888	75.610	79.281	81.283	83.554
FLESSIBILI	7.953	8.136	8.722	8.662	8.542	8.399	8.251	8.262	8.528	10.002	10.767	11.062
Totale	513.951	512.558	519.637	512.054	504.167	486.002	471.566	476.614	458.773	466.646	474.220	465.966

\* Fondi di fondi non inclusi nei totali

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	109.006	106.962	111.563	106.203	101.960	92.346	84.395	83.848	73.473	76.596	79.784	72.561
Az. Italia	16.854	16.536	17.440	16.948	15.956	14.810	13.415	13.505	11.513	12.145	12.951	11.893
Az. Area Euro	5.558	5.260	5.549	5.307	5.108	4.727	4.193	4.200	3.467	3.686	3.804	3.482
Az. Europa	31.366	31.072	32.041	30.601	29.338	27.068	24.366	24.194	20.918	21.956	22.242	20.186
Az. America	12.449	12.422	13.205	12.112	11.692	10.287	9.574	9.572	8.745	9.440	10.061	9.135
Az. Pacifico	9.301	9.097	9.415	9.345	9.226	8.351	7.851	7.685	7.118	6.788	6.933	6.349
Az. Paesi Emergenti	3.750	3.821	4.074	3.963	3.747	3.310	3.090	3.092	2.738	2.803	2.935	2.685
Az. Paese	834	826	916	892	882	767	671	659	572	580	583	540
Az. Internazionali	16.234	16.032	16.541	15.683	15.199	13.526	12.543	12.419	10.966	11.258	11.731	10.664
Az. Settoriali	9.502	8.892	9.435	8.559	8.121	7.084	6.505	6.360	5.524	5.935	6.470	5.736
Az. Altre Special.	3.158	3.005	2.949	2.793	2.691	2.416	2.188	2.162	1.912	2.005	2.075	1.891
BILANCIATI	50.858	49.811	49.854	48.830	46.937	44.017	41.375	41.054	37.883	37.570	38.201	36.200
Bilanciati Azionari	2.656	2.612	2.662	2.527	2.417	2.201	2.033	2.019	1.805	1.846	1.895	1.749
Bilanciati	34.492	33.756	33.903	32.970	31.677	29.685	27.917	27.758	25.503	25.501	25.793	24.417
Bilanciati Obbligazionari	13.710	13.443	13.289	13.334	12.842	12.131	11.425	11.277	10.575	10.222	10.513	10.034
OBBLIGAZIONARI	187.810	186.686	182.988	180.728	177.538	174.708	171.924	173.312	172.690	170.920	170.834	171.879
Obbl. Misti	29.031	28.082	26.541	26.072	25.032	23.857	22.663	22.138	20.972	20.038	18.945	18.431
Obbl. Area Euro A Breve Termine	69.501	69.927	68.892	68.813	69.316	70.398	71.679	73.707	75.436	77.490	78.635	80.450
Obbl. Area Euro A M/L Termine	45.325	45.524	45.107	43.981	42.597	41.870	40.447	40.446	40.007	38.350	38.194	38.497
Obbl. Area Europa	5.277	5.109	4.847	4.770	4.519	4.175	3.952	3.914	3.898	3.673	3.618	3.564
Obbl. Area Dollaro	3.339	3.360	3.298	3.128	2.843	2.613	2.492	2.436	2.337	2.235	2.303	2.220
Obbl. Area Yen	262	236	230	224	218	209	200	201	186	196	286	289
Obbl. Paesi Emergenti	2.453	2.503	2.607	2.667	2.551	2.266	2.080	2.131	2.031	2.020	2.015	1.982
Obbl. Internazionali	20.606	20.065	19.657	19.274	18.645	17.605	16.849	16.755	16.364	15.473	14.973	14.468
Obbl. Altre Specializzazioni	12.015	11.881	11.809	11.799	11.818	11.715	11.564	11.584	11.459	11.445	11.865	11.980
FONDI DI LIQUIDITA	48.615	51.092	53.372	55.606	58.093	60.167	63.725	66.544	69.099	72.386	74.369	75.705
Fondi di Liquidità Area Euro	48.615	51.092	53.372	55.606	58.093	60.167	63.725	66.544	69.099	72.386	74.369	75.705
FLESSIBILI	5.833	5.792	5.864	5.640	5.478	5.158	4.838	4.828	4.464	4.634	4.568	4.350
Totale	402.123	400.342	403.640	397.007	390.005	376.395	366.257	369.585	357.609	362.106	367.756	360.694

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi stonici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
<b>AZIONARI</b>	16.051	15.687	16.230	15.643	15.061	13.567	12.101	11.979	10.387	10.609	10.288	9.393
Az. Italia	2.508	2.314	82	81	76	66	63	64	57	61	65	67
Az. Area Euro	4.035	3.849	51	48	42	37	32	32	25	28	29	26
Az. Europa	810	811	183	175	168	153	142	137	121	127	132	121
Az. America	3.435	3.523	24	21	20	16	16	16	14	15	16	14
Az. Pacifico	1.666	1.708	21	21	36	24	26	25	24	24	22	22
Az. Paesi Emergenti	1.212	1.120										
Az. Paese	2	5	13.110	12.510	11.959	10.757	9.506	9.397	8.129	8.200	7.782	7.065
Az. Internazionali	599	592	624	603	581	520	489	488	433	446	474	445
Az. Settoriali	400	385	632	679	685	622	572	572	491	521	536	484
Az. Altre Special.	1.383	1.380	1.504	1.505	1.495	1.372	1.256	1.248	1.093	1.188	1.232	1.149
Obbligazionari	14.570	14.407	13.994	13.948	13.698	13.496	13.551	13.640	13.700	13.601	14.143	14.175
Obbl. Area Euro A Breve Termine	8.540	8.752	9.016	9.090	9.603	9.627	9.719	9.776	9.811	9.773	10.069	10.082
Obbl. Area Euro A M/L Termine	5.334	4.931	4.212	4.059	3.288	3.117	3.081	3.089	3.098	3.035	3.279	3.293
Obbl. Area Europa	116	115	112	111	109	108	108	109	110	109	107	107
Obbl. Area Dollaro	192	215	244	271	276	262	261	266	266	251	249	240
Obbl. Area Yen	8	8	9	9	9	7	7	7	7	7	7	7
Obbl. Paesi Emergenti	255	259	269	274	277	230	214	220	208	216	220	220
Obbl. Internazionali	26	25	24	24	23	23	23	23	23	22	22	22
Obbl. Altre Specializzazioni	98	103	107	110	113	122	138	150	176	188	189	204
<b>Totale</b>	<b>30.621</b>	<b>30.094</b>	<b>30.224</b>	<b>29.591</b>	<b>28.759</b>	<b>27.063</b>	<b>25.653</b>	<b>25.618</b>	<b>24.086</b>	<b>24.210</b>	<b>24.431</b>	<b>23.568</b>

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	29.900	30.494	32.759	31.539	31.139	27.828	24.468	24.611	21.523	22.764	24.027	21.935
Az. Italia	2.598	2.599	2.800	2.701	2.813	2.686	2.150	2.197	1.862	1.967	2.187	2.019
Az. Area Euro	2.033	2.054	2.110	2.024	1.932	1.801	1.576	1.668	1.429	1.531	1.526	1.332
Az. Europa	7.918	8.342	8.919	8.805	8.821	7.777	6.484	6.636	5.800	6.266	6.652	6.003
Az. America	5.970	6.361	7.017	6.522	6.357	5.683	5.360	5.388	4.821	5.238	5.657	5.319
Az. Pacifico	1.881	1.970	2.084	2.096	2.125	1.901	1.744	1.731	1.592	1.545	1.617	1.526
Az. Paesi Emergenti	1.004	993	1.054	1.039	1.025	908	850	869	769	798	900	842
Az. Paese	1.784	1.640	1.957	1.878	1.840	1.610	1.439	1.258	955	955	902	834
Az. Internazionali	1.695	1.752	1.825	1.780	1.702	1.505	1.371	1.346	1.207	1.246	1.302	1.196
Az. Settoriali	2.484	2.265	3.246	2.919	2.729	2.312	1.985	1.980	1.702	1.808	1.919	1.659
Az. Altre Special.	2.532	2.519	1.746	1.777	1.796	1.646	1.509	1.540	1.385	1.410	1.364	1.207
BILANCIATI	7.785	7.646	7.728	7.507	7.092	6.472	5.964	5.856	5.247	5.158	5.142	4.783
Bilanciati Azionari	1.020	1.001	1.018	969	922	825	743	739	646	668	683	619
Bilanciati	4.975	4.872	4.927	4.785	4.488	4.069	3.747	3.700	3.291	3.220	3.198	2.950
Bilanciati Obbligazionari	1.790	1.772	1.783	1.754	1.682	1.578	1.474	1.417	1.310	1.270	1.260	1.214
OBBLIGAZIONARI	33.362	33.468	34.142	34.827	35.256	35.632	36.657	37.821	36.419	36.811	36.392	36.909
Obbl. Misti	520	514	514	510	503	499	487	549	523	517	481	517
Obbl. Area Euro A Breve Termine	7.138	7.173	7.445	7.757	8.164	9.744	11.465	10.472	9.004	9.192	8.618	8.544
Obbl. Area Euro A M/L Termine	18.395	18.450	18.951	19.392	19.566	18.772	18.282	20.444	20.897	21.368	21.612	22.263
Obbl. Area Europa	1.181	1.167	1.133	995	937	916	885	882	854	816	816	819
Obbl. Area Dollaro	1.236	1.221	1.196	1.214	1.195	1.116	1.208	1.207	1.165	1.103	1.107	894
Obbl. Area Yen	337	330	322	316	309	301	286	287	268	254	247	240
Obbl. Paesi Emergenti	260	331	361	368	353	309	236	244	209	198	197	186
Obbl. Internazionali	3.031	3.038	3.002	3.079	3.066	2.995	2.883	2.799	2.590	2.450	2.453	2.538
Obbl. Altre Specializzazioni	1.264	1.244	1.217	1.198	1.162	980	925	937	909	913	862	908
FONDI DI LIQUIDITA	3.516	3.602	3.725	3.912	4.083	4.544	4.211	4.698	5.036	5.425	5.452	6.462
Fondi di Liquidità Area Euro	3.516	3.602	3.725	3.912	4.083	4.544	4.211	4.698	5.036	5.425	5.452	6.462
FLESSIBILI	661	788	1.010	991	816	831	853	897	1.440	2.686	3.451	3.879
Totale	75.224	75.998	79.364	78.777	78.385	75.307	72.152	73.882	69.664	72.842	74.463	73.968

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Dettaglio dei Altri fondi non armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	177	180	215	242	244	223	201	206	172	180	193	180
Az. Italia	177	180	215	242	244	223	201	206	172	180	193	180
Totale	177	180	215	242	244	223	201	206	172	180	193	180

**Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	81	80	83	80	78	71	66	66	61	102	106	98
Az. Europa	30	30	31	30	29	27	25	25	23	63	66	61
Az. America	29	28	29	26	25	22	21	21	19	21	21	20
Az. Pacifico	22	22	23	24	24	22	20	20	19	18	19	18
BILANCIATI	52	51	52	50	48	45	159	202	187	157	161	320
Bilanciati	52	51	52	50	48	45	159	202	187	157	161	320
OBBLIGAZIONARI	2.791	2.801	2.794	2.814	2.821	2.837	2.857	2.871	2.893	2.896	2.900	2.918
Obbl. Area Euro A Breve Termine	1.441	1.446	1.442	1.451	1.454	1.463	1.473	1.481	1.492	1.494	1.497	1.510
Obbl. Area Dollaro	725	730	726	734	737	741	750	755	762	763	761	765
Obbl. Altre Specializzazioni	624	626	626	629	630	632	634	636	639	639	641	643
FONDI DI LIQUIDITA	1.424	1.456	1.416	1.462	1.580	1.651	1.661	1.647	1.476	1.470	1.462	1.387
Fondi di Liquidita Area Euro	1.424	1.456	1.416	1.462	1.580	1.651	1.661	1.647	1.476	1.470	1.462	1.387
FLESSIBILI	232	245	278	321	341	328	278	237	229	228	230	226
Totale	4.578	4.633	4.623	4.727	4.868	4.932	5.020	5.022	4.845	4.853	4.860	4.948

**Dettaglio dei Fondi speculativi italiani**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
FLESSIBILI	27	66	73	79	86	98	100					
Totale	27	66	73	79	86	98	100					

**Dettaglio dei Fondi speculativi esteri**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
FLESSIBILI	366	388	378	396	396	386	388	391	395	394	394	405
Totale	366	388	378	396	396	386	388	391	395	394	394	405

**Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
FLESSIBILI	862	923	1.193	1.314	1.511	1.670	1.829	1.837	1.922	1.974	2.026	2.103
Totale	862	923	1.193	1.314	1.511	1.670	1.829	1.837	1.922	1.974	2.026	2.103

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - patrimonio Italia - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi di fondi (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
AZIONARI	1.639	1.662	1.755	1.713	1.678	1.507	1.395	1.392	1.274	1.298	1.353	1.282
Az. Area Euro	0	1	1	1	1	2	2	2				
Az. Europa	56	58	62	62	60	52	47	46	39	42	45	41
Az. America	23	26	32	33	34	27	25	24	21	24	31	30
Az. Pacifico	10	13	15	16	18	17	17	12	12	12	12	12
Az. Paesi Emergenti	0	1	1	2	2	2	2	2	2	3	3	3
Az. Internazionali	1.481	1.494	1.569	1.529	1.492	1.343	1.242	1.247	1.144	1.161	1.202	1.141
Az. Settoriali	17	18	20	19	19	17	16	15	13	14	16	14
Az. Altre Special.	52	53	56	54	53	49	46	45	42	41	42	39
BILANCIATI	4.454	4.526	4.645	4.625	4.561	4.341	4.173	4.195	3.990	3.963	4.002	3.827
Bilanciati/Azionari	375	382	403	396	388	361	343	345	320	318	327	305
Bilanciati	3.124	3.144	3.192	3.161	3.103	2.931	2.802	2.812	2.659	2.647	2.675	2.552
Bilanciati Obbligazionari	955	1.000	1.050	1.069	1.070	1.049	1.029	1.038	1.012	999	1.000	970
OBBLIGAZIONARI	666	669	670	674	663	651	644	647	647	644	641	636
Obbl. Misti	405	401	396	392	384	375	368	367	361	352	351	343
Obbl. Area Euro A.M.L. Termine	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2
Obbl. Paesi Emergenti	1	1	1	1	1	1						
Obbl. Internazionali	201	204	202	198	188	183	179	181	185	181	176	174
Obbl. Altre Specializzazioni	58	62	71	83	89	92	94	96	99	108	111	117
FLESSIBILI	656	656	658	647	631	600	578	575	550	545	548	530
Totale	7.415	7.512	7.728	7.660	7.532	7.099	6.790	6.808	6.461	6.450	6.544	6.275

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)  
 Importi complessivi \*

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
<b>AZIONARI</b>	-28	-280	2.015	303	-195	-1.911	-2.843	-387	-2.478	-1.667	-1.544	-755	-9.771
Az. Italia	-272	-314	152	-115	-35	-221	-642	-65	-359	-226	-33	-139	-2.267
Az. Area Euro	-57	-366	127	42	-43	12	-43	19	-136	-123	-163	-50	-780
Az. Europa	5	216	235	50	78	-586	-898	89	-557	-394	-373	-374	-2.511
Az. America	375	879	991	110	115	-189	48	-11	98	170	197	243	3.024
Az. Pacifico	-179	-239	-6	11	-96	-88	-161	-69	-208	-149	-26	-74	-1.283
Az. Paesi Emergenti	-45	-25	109	-13	-10	-57	-45	2	-116	-58	8	-27	-276
Az. Paese	-49	-153	-43	-190	-159	-318	-600	-176	-548	-321	-861	-128	-3.546
Az. Internazionali	194	42	100	153	-50	-333	-136	-78	-333	-337	-113	-68	-961
Az. Settoriali	-38	-245	159	49	-77	-153	-303	-102	-245	-167	-93	-101	-1.316
Az. Altre Special.	37	-75	192	207	82	22	-64	3	-74	-62	-86	-37	144
<b>BILANCIATI</b>	-793	-960	-489	28	-1.412	-1.588	-1.527	-685	-1.614	-1.601	-665	-656	-11.960
Bilanciati Azionari	-9	-35	-5	-28	-59	-70	-71	-21	-66	-59	-21	-21	-463
Bilanciati	-587	-660	-310	-117	-904	-959	-818	-372	-988	-1.003	-361	-272	-7.348
Bilanciati Obbligazionari	-197	-265	-174	174	-449	-560	-638	-293	-561	-540	-283	-363	-4.149
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	-584	-1.315	-2.271	-2.532	-2.701	-2.831	-2.461	453	-3.209	-1.238	-25	268	-18.447
Obbl. Misti	-339	-958	-1.546	-428	-901	-1.015	-929	-707	-927	-1.100	-486	-369	-9.704
Obbl. Area Euro A Breve Termine	878	518	-380	-124	1.310	2.477	2.772	731	-1.966	2.121	831	1.252	10.419
Obbl. Area Euro A M/L Termine	-627	-187	-58	-1.338	-2.090	-2.668	-2.442	1.258	948	-903	157	-21	-7.970
Obbl. Area Europa	-11	-166	-218	-277	-315	-174	-293	-93	-104	-235	-71	-108	-2.065
Obbl. Area Dollaro	39	16	39	-55	-166	-145	-101	-107	-188	-142	97	-210	-922
Obbl. Area Yen	23	-27	-17	-14	-13	-14	-26	-7	-18	-3	74	4	-38
Obbl. Paesi Emergenti	-16	54	144	83	-49	-165	-197	-55	-98	-107	-56	-48	-511
Obbl. Internazionali	-554	-555	-196	-321	-458	-879	-1.089	-482	-651	-895	-456	-403	-6.939
Obbl. Altre Specializzazioni	23	-8	-39	-58	-20	-248	-156	-85	-205	25	-116	172	-717
<b>FONDI DI LIQUIDITA</b>	1.973	2.481	2.304	2.284	2.653	2.314	3.108	2.855	2.566	3.524	1.781	1.967	29.811
Fondi di Liquidità Area Euro	1.973	2.481	2.304	2.284	2.653	2.314	3.108	2.855	2.566	3.524	1.781	1.967	29.811
<b>FLESSIBILI</b>	93	246	448	148	-83	108	63	-55	539	1.311	743	405	3.967
Totale	661	172	2.007	231	-1.737	-3.907	-3.660	2.181	-4.196	329	290	1.229	-6.401

\* Fondi di fondi non inclusi nei totali

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)**  
**Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	-412	-831	690	-263	-766	-1.401	-1.317	-396	-1.663	-1.324	-873	-843	-9.399
Az. Italia	-240	-187	44	-99	-292	-270	-325	-67	-312	-206	-77	-156	-2.187
Az. Area Euro	-37	-237	79	15	-29	-29	-34	-7	-149	-105	-55	-9	-598
Az. Europa	-272	-186	-71	-155	-231	-242	-348	-102	-544	-454	-462	-328	-3.393
Az. America	113	239	480	-66	30	214	-114	46	99	113	15	-31	711
Az. Pacifico	-208	-301	-63	-6	-140	-99	-114	-82	-163	-155	-53	-119	-1.501
Az. Paesi Emergenti	-39	45	90	-12	-44	-54	-37	-11	-85	-56	-33	-46	-281
Az. Paese	12	-3	-1	2	7	-53	-35	-8	-17	-14	-16	-3	-129
Az. Internazionali	144	4	37	98	-19	295	-91	-52	-290	-313	-138	-77	-993
Az. Settoriali	88	-133	89	-29	-42	-105	-153	-90	-166	-112	-70	-59	-783
Az. Altre Special.	25	-72	6	-12	-7	-40	-66	-21	-37	-23	16	-15	-245
BILANCIATI	-772	-826	-488	58	-1.126	-1.307	-1.384	-567	-1.322	-1.332	-537	-710	-10.312
Bilanciati Azionari	-12	-23	-3	-20	-43	-47	-51	-15	-44	-42	-14	-13	-327
Bilanciati	-556	-560	-299	-116	-695	-782	-772	-332	-793	-815	-266	-364	-6.347
Bilanciati Obbligazionari	-204	-243	-186	193	-389	-478	-561	-220	-485	-475	-258	-333	-3.639
OBBLIGAZIONARI	-778	-1.195	-2.929	-2.861	-2.901	-2.749	-3.296	7	-1.347	-1.721	38	151	-19.581
Obbl. Misti	-327	-953	-1.545	-424	-895	-1.011	-919	-711	-901	-1.097	-495	-403	-9.680
Obbl. Area Euro A Breve Termine	746	307	996	-377	418	969	1.006	1.775	1.366	1.981	1.150	1.418	9.764
Obbl. Area Euro A M/L Termine	-687	184	-74	-1.430	-1.444	-1.365	-1.721	-422	-917	-1.469	-163	-214	-9.722
Obbl. Area Europa	-7	-166	-223	-107	-251	-138	-258	-78	-62	-202	-70	-98	-1.660
Obbl. Area Dollaro	29	13	17	-136	-201	-126	-180	-87	-126	-83	102	-29	-807
Obbl. Area Yen	22	-23	-8	-6	-6	-6	-10	-2	-9	11	79	7	47
Obbl. Paesi Emergenti	-14	-10	104	68	-55	-125	-130	-48	-63	-90	-47	-37	-447
Obbl. Internazionali	-534	-534	-188	-394	-459	-848	-963	-326	-431	-775	-463	-490	-6.405
Obbl. Altre Specializzazioni	-4	-14	-18	-55	-10	-99	-120	-94	-204	3	-55	-3	-671
FONDI DI LIQUIDITA	1.863	2.382	2.204	2.090	2.375	1.797	3.405	2.681	2.393	3.168	1.756	1.154	27.267
Fondi di Liquidità Area Euro	1.863	2.382	2.204	2.090	2.375	1.797	3.405	2.681	2.393	3.168	1.756	1.154	27.267
FLESSIBILI	-3	11	-19	-56	-67	-78	-128	-39	-98	-5	-33	-37	-551
Totale	-102	-460	-541	-1.032	-2.486	-3.738	-2.719	1.686	-2.037	-1.215	352	-286	-12.578

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi stonici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	-51	-195	97	30	-114	-229	-523	-94	-412	-333	-757	-125	-2.705
Az. Italia	-21	-155	5	0	-3	-5	1	1	-1	2	0	7	-171
Az. Area Euro	-50	-172	-1	0	-5	-2	-1	0	-2	1	0	-1	-232
Az. Europa	-4	8	-1	-1	-2	-3	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-10
Az. America	20	159	1	-1	0	-2	1	0	0	0	0	0	178
Az. Pacifico	-9	2	-1	0	14	-8	3	0	0	1	-2	2	2
Az. Paesi Emergenti	-15	-60	-76										
Az. Paese	2	3	-107	-154	-181	-211	-514	-93	-353	-299	-756	-129	-2.792
Az. Internazionali	1	-2	22	5	-7	-19	-6	-1	-21	-6	14	0	-22
Az. Settoriali	6	10	108	110	35	11	-6	0	-17	-17	-13	1	227
Az. Altre Special.	20	14	72	71	35	10	1	0	-17	-12	2	-4	191
OBBLIGAZIONARI	-198	-189	-309	-142	-251	-281	-47	-19	-73	-74	502	-109	-1.190
Obbl. Area Euro A Breve Termine	-104	188	298	20	507	-36	31	11	-36	-45	278	-60	1.052
Obbl. Area Euro A M/L Termine	-117	-405	-657	-195	-776	-221	-78	-37	-51	-35	227	-53	-2.396
Obbl. Area Europa	-4	-1	-2	-1	-2	-2	-1	0	-1	-1	-2	-2	-18
Obbl. Area Dollaro	6	22	37	29	12	-3	-8	1	-4	-11	0	-2	78
Obbl. Area Yen	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-1
Obbl. Paesi Emergenti	-4	0	10	4	5	-28	-7	-3	-7	2	-2	-4	-35
Obbl. Internazionali	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	-5
Obbl. Altre Specializzazioni	27	7	4	3	3	11	17	9	25	15	1	12	134
Totale	-249	-384	-212	-112	-365	-510	-570	-113	-485	-407	-255	-234	-3.895

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	431	742	1.203	506	673	-276	-999	101	-398	-6	86	213	2.275
Az. Italia	-15	26	79	-46	247	60	-313	0	-40	-17	44	9	33
Az. Area Euro	30	44	49	27	-9	42	-9	27	15	-19	-107	-40	50
Az. Europa	281	394	306	206	311	-341	-549	192	-12	61	90	-45	892
Az. America	241	480	510	177	85	27	161	-57	-1	57	182	274	2.135
Az. Pacifico	38	60	58	16	30	19	-50	13	-46	6	29	44	217
Az. Paesi Emergenti	9	-10	19	-1	34	-3	-8	13	-32	-2	41	19	81
Az. Paese	-63	-153	65	-38	15	-54	-51	-75	-178	-8	-89	4	-625
Az. Internazionali	49	40	41	50	-24	-19	-38	-24	-22	-18	11	9	54
Az. Settoriali	-132	-122	-38	-32	-69	-59	-143	-12	-62	-38	-11	-42	-760
Az. Altre Special.	-7	-17	114	147	54	51	1	24	-20	-28	-103	-18	198
BILANCIATI	-22	-134	-1	-29	-286	-281	-254	-159	-292	-269	-128	-116	-1.971
Bilanciati Azionari	3	-12	-2	-8	-17	-23	-20	-6	-21	-17	-7	-8	-136
Bilanciati	-31	-101	-11	-2	-209	-177	-157	-81	-195	-188	-96	-79	-1.324
Bilanciati Obbligazionari	6	-21	12	-20	-60	-82	-77	-73	-76	-64	-26	-30	-510
OBBLIGAZIONARI	392	70	967	471	452	200	881	465	-1.789	557	-565	228	2.328
Obbl. Misti	-12	-6	-1	-4	-6	-4	-11	5	-26	-3	9	34	-24
Obbl. Area Euro A Breve Termine	236	22	317	233	385	1.544	1.736	-1.056	-3.296	185	-597	-106	-397
Obbl. Area Euro A M/L Termine	178	34	672	287	130	-1.081	-643	1.717	1.916	601	93	246	4.148
Obbl. Area Europa	0	1	6	-169	-62	-35	-34	-15	-41	-32	1	-8	-388
Obbl. Area Dollaro	5	-19	-14	53	23	-16	87	-20	-58	-48	-5	-176	-189
Obbl. Area Yen	2	-4	-10	-8	-7	-7	-16	-5	-9	-14	-5	-2	-85
Obbl. Paesi Emergenti	2	64	29	11	1	-11	-60	-4	-29	-19	-6	-8	-29
Obbl. Internazionali	-19	-20	-8	74	1	-31	-126	-156	-220	-120	7	87	-530
Obbl. Altre Specializzazioni	0	-2	-26	-7	-14	-160	-53	-1	-26	7	-62	162	-180
FONDI DI LIQUIDITA	159	69	143	152	164	451	-303	193	348	366	36	891	2.668
Fondi di Liquidità Area Euro	159	69	143	152	164	451	-303	193	348	366	36	891	2.668
FLESSIBILI	-52	139	176	31	-234	20	24	-2	553	1.242	705	364	2.966
Totale	909	886	2.488	1.130	769	113	-651	598	-1.578	1.890	133	1.580	8.266

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)  
 Dettaglio dei Altri fondi non armonizzati (italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	4	3	24	30	13	-6	-4	2	-6	-4	0	1	58
Az. Italia	4	3	24	30	13	-6	-4	2	-6	-4	0	1	58
Totale	4	3	24	30	13	-6	-4	2	-6	-4	0	1	58

Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Europa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. America	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Pacifico	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BILANCIATI	0	0	0	0	0	0	111	41	0	0	0	171	323
Bilanciati	0	0	0	0	0	0	111	41	0	0	0	171	323
OBBLIGAZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3	-3
Obbl. Area Euro A Breve Termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Area Dollaro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3	-3
Obbl. Altre Specializzazioni	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FONDI DI LIQUIDITA	-49	29	-43	42	115	67	6	-19	-175	-9	-11	-78	-124
Fondi di Liquidita Area Euro	-49	29	-43	42	115	67	6	-19	-175	-9	-11	-78	-124
FLESSIBILI	6	15	29	48	23	-3	-39	-42	-4	-2	-1	-1	29
Totale	-43	44	-14	90	137	64	78	-19	-179	-11	-11	88	225

Dettaglio dei Fondi speculativi italiani

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	27	40	7	7	8	11	2	100					
Totale	27	40	7	7	8	11	2	100					

Dettaglio dei Fondi speculativi esteri

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	44	23	-9	10	1	-14	1	0	1	1	0	7	64
Totale	44	23	-9	10	1	-14	1	0	1	1	0	7	64

Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	97	59	271	115	194	156	167	20	81	67	61	71	1.359
Totale	97	59	271	115	194	156	167	20	81	67	61	71	1.359

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta netta - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi di Fondi di Fondi (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	7	23	56	32	12	-26	-25	-6	-25	-10	9	21	66
Az. Area Euro	0	0	0	0	0	0	0	0	2				
Az. Europa	0	3	3	2	0	-3	-2	-1	-2	1	1	0	0
Az. America	0	3	6	4	3	-4	0	-2	0	1	6	2	18
Az. Pacifico	0	3	1	1	2	1	1	-4	0	0	0	1	5
Az. Paesi Emergenti	-2	0	1	1	1	0	0	0	0	1	0	0	1
Az. Internazionali	10	12	43	23	5	-21	-24	2	-22	-13	1	19	36
Az. Settoriali	0	2	2	1	1	0	0	-1	0	0	0	0	5
Az. Altre Special.	-1	1	2	0	0	1	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
BILANCIATI	33	71	83	76	9	-15	-58	-13	-86	-71	-37	-57	-64
Bilanciati/Azionari	11	8	12	8	0	0	-2	2	-7	-9	0	-4	20
Bilanciati	-36	16	22	36	-5	-21	-48	-15	-66	-43	-26	-39	-225
Bilanciati Obbligazionari	58	47	49	33	13	6	-8	0	-12	-19	-11	-15	141
OBBLIGAZIONARI	0	3	4	6	-6	-6	-6	-4	0	-2	-7	-4	-23
Obbl. Misti	-2	-4	-6	-3	-6	-6	-5	-5	-5	-9	-4	-7	-60
Obbl. Area Euro A.M.L. Termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Paesi Emergenti	1	0	0	0	0	0	1						
Obbl. Internazionali	2	3	0	-3	-7	-3	-5	-1	1	-3	-5	-3	-23
Obbl. Altre Specializzazioni	-1	4	10	12	7	3	3	1	3	9	2	6	58
FLESSIBILI	-1	-1	1	3	-9	-8	-9	-5	-12	-11	-5	-4	-62
Totale	40	96	144	116	6	-55	-99	-28	-122	-95	-41	-44	-83

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)  
 Importi complessivi \*

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	4.936	6.036	7.990	5.490	6.803	5.017	5.874	4.016	3.520	3.767	4.811	3.170	61.431
Az. Italia	423	497	646	524	796	631	467	565	292	365	476	336	6.017
Az. Area Euro	213	396	333	232	466	246	463	272	239	122	447	115	3.545
Az. Europa	1.375	1.483	1.671	1.210	1.476	1.497	1.654	1.128	924	1.096	1.093	963	15.569
Az. America	1.044	1.810	1.703	970	1.385	854	1.519	864	965	1.015	1.281	803	14.213
Az. Pacifico	348	489	598	519	614	498	526	312	282	341	477	300	5.303
Az. Paesi Emergenti	162	252	240	186	227	106	176	78	42	71	177	79	1.795
Az. Paese	119	93	1.033	447	663	278	206	142	288	165	156	112	3.701
Az. Internazionali	651	517	851	640	557	460	517	389	300	377	353	262	5.874
Az. Settoriali	371	293	606	441	397	271	226	187	116	139	260	146	3.451
Az. Altre Special.	229	207	310	323	223	176	120	82	73	78	91	54	1.964
BILANCIATI	558	420	751	1.249	545	627	605	245	202	356	344	402	6.304
Bilanciati Azionari	42	27	56	42	42	68	22	14	12	18	21	17	380
Bilanciati	344	259	462	622	286	285	475	177	131	256	218	299	3.814
Bilanciati Obbligazionari	172	135	233	586	217	274	108	54	60	82	104	86	2.110
OBBLIGAZIONARI	9.489	10.971	13.018	9.702	9.761	10.243	11.395	9.261	15.440	12.997	9.630	9.587	131.493
Obbl. Misti	482	458	502	496	192	191	164	83	112	114	215	127	3.137
Obbl. Area Euro A Breve Termine	4.787	5.358	5.699	4.787	5.851	6.685	7.790	4.773	6.358	7.283	5.196	4.935	69.501
Obbl. Area Euro A M/L Termine	2.331	3.531	4.492	2.716	2.143	2.104	2.174	3.512	6.868	4.176	3.011	2.874	39.930
Obbl. Area Europa	253	158	225	238	121	110	136	88	98	160	90	207	1.883
Obbl. Area Dollaro	285	382	382	312	272	169	283	110	106	196	254	196	2.944
Obbl. Area Yen	39	21	15	7	7	10	6	5	4	29	94	21	257
Obbl. Paesi Emergenti	98	193	304	181	150	82	41	38	106	64	46	44	1.344
Obbl. Internazionali	786	423	892	598	591	537	452	383	1.343	450	429	671	7.555
Obbl. Altre Specializzazioni	428	448	507	368	435	356	351	270	446	526	296	513	4.943
FONDI DI LIQUIDITA	5.094	5.172	5.767	5.804	6.471	6.704	7.946	5.210	6.588	8.077	5.806	6.847	75.486
Fondi di Liquidita Area Euro	5.094	5.172	5.767	5.804	6.471	6.704	7.946	5.210	6.588	8.077	5.806	6.847	75.486
FLESSIBILI	367	456	645	361	357	373	321	94	712	1.484	955	604	6.728
Totale	20.444	23.054	28.171	22.605	23.937	22.964	26.142	18.827	26.463	26.680	21.546	20.610	281.441

\* Fondi di fondi non inclusi nei totali

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)**  
**Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	3.030	2.746	4.197	3.139	3.032	2.773	2.792	1.970	2.037	2.424	2.246	1.581	31.968
Az. Italia	242	279	439	359	324	329	275	209	171	281	236	209	3.352
Az. Area Euro	101	105	196	123	142	118	130	74	66	57	53	52	1.217
Az. Europa	810	665	846	669	669	876	791	568	524	653	572	471	8.112
Az. America	582	716	944	611	669	432	578	371	632	642	528	289	6.994
Az. Pacifico	214	188	411	397	340	374	303	207	226	256	266	183	3.366
Az. Paesi Emergenti	115	143	181	142	97	72	83	45	24	48	39	36	1.024
Az. Paese	29	16	27	25	37	23	11	8	7	7	9	10	209
Az. Internazionali	565	422	745	542	473	386	476	335	281	351	303	209	5.086
Az. Settoriali	294	178	337	219	232	128	112	129	79	100	194	101	2.101
Az. Altre Special.	79	34	70	52	51	35	33	25	28	31	48	21	507
BILANCIATI	404	305	533	1.069	474	576	457	182	177	317	309	201	5.003
Bilanciati Azionari	22	17	35	26	34	60	15	10	9	12	15	14	268
Bilanciati	264	195	341	499	241	256	345	126	124	243	203	116	2.951
Bilanciati Obbligazionari	118	93	157	543	199	260	98	46	45	62	91	72	1.784
OBBLIGAZIONARI	7.395	7.865	8.479	6.759	6.002	6.395	6.759	5.453	8.433	9.019	6.017	6.297	84.871
Obbl. Misti	481	458	500	494	190	188	164	76	103	108	204	92	3.057
Obbl. Area Euro A Breve Termine	3.992	3.814	3.608	3.419	3.458	4.108	4.609	3.610	4.849	5.703	3.768	3.996	48.932
Obbl. Area Euro A M/L Termine	1.364	2.396	2.735	1.649	1.106	1.138	1.107	1.053	1.519	2.014	1.086	1.229	18.396
Obbl. Area Europa	235	111	167	218	97	93	116	79	92	140	61	123	1.532
Obbl. Area Dollaro	239	300	244	131	186	112	113	83	89	173	210	116	1.997
Obbl. Area Yen	29	14	3	2	2	2	3	2	2	25	91	17	192
Obbl. Paesi Emergenti	76	100	228	140	113	67	34	35	103	51	36	40	1.021
Obbl. Internazionali	631	304	557	417	475	411	328	287	1.283	388	312	387	5.778
Obbl. Altre Specializzazioni	347	369	436	289	375	276	228	228	393	417	250	298	3.966
FONDI DI LIQUIDITA	4.643	4.851	5.334	5.106	5.803	5.695	7.168	4.612	5.862	7.095	5.395	5.400	66.964
Fondi di Liquidità Area Euro	4.643	4.851	5.334	5.106	5.803	5.695	7.168	4.612	5.862	7.095	5.395	5.400	66.964
FLESSIBILI	153	194	152	102	93	99	65	42	52	144	82	78	1.256
Totale	15.625	15.961	18.694	16.174	15.404	15.538	17.241	12.259	16.561	19.000	14.049	13.557	190.061

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi stonici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	264	519	1.127	600	694	247	172	77	61	139	174	98	4.171
Az. Italia	32	24	6	1	7	6	2	1	1	3	1	8	93
Az. Area Euro	43	43	1	1	0	0	0	0	0	2	1	1	91
Az. Europa	10	30	1	1	1	1	1	0	1	1	0	0	46
Az. America	77	256	2	1	1	1	1	0	0	0	1	0	340
Az. Pacifico	25	66	1	1	17	1	3	1	1	2	0	2	121
Az. Paesi Emergenti	11	42	53										
Az. Paese	2	3	861	368	524	163	113	55	33	99	121	58	2.401
Az. Internazionali	7	7	31	12	12	7	5	3	3	4	20	6	117
Az. Settoriali	14	18	123	124	62	29	18	8	5	8	18	10	436
Az. Altre Special.	43	31	100	91	71	39	28	8	16	20	14	12	472
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>315</b>	<b>656</b>	<b>1.017</b>	<b>515</b>	<b>1.290</b>	<b>524</b>	<b>574</b>	<b>205</b>	<b>386</b>	<b>582</b>	<b>1.019</b>	<b>336</b>	<b>7.418</b>
Obbl. Area Euro A Breve Termine	196	532	813	374	1.168	443	458	162	291	421	645	265	5.766
Obbl. Area Euro A M/L Termine	71	72	115	82	68	35	78	23	56	107	347	43	1.094
Obbl. Area Europa	1	2	1	0	0	0	1	0	1	1	0	1	8
Obbl. Area Dollaro	13	30	49	37	22	14	10	6	5	9	7	5	207
Obbl. Area Yen	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Obbl. Paesi Emergenti	4	10	30	14	18	5	3	1	1	11	7	3	105
Obbl. Internazionali	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
Obbl. Altre Specializzazioni	30	10	10	8	14	25	24	14	33	33	12	20	233
<b>Totale</b>	<b>579</b>	<b>1.175</b>	<b>2.144</b>	<b>1.114</b>	<b>1.984</b>	<b>771</b>	<b>745</b>	<b>282</b>	<b>447</b>	<b>721</b>	<b>1.193</b>	<b>434</b>	<b>11.589</b>

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	1.631	2.760	2.636	1.713	3.053	1.987	2.902	1.962	1.419	1.195	2.387	1.484	25.129
Az. Italia	139	184	170	126	441	286	181	347	116	72	235	112	2.409
Az. Area Euro	70	248	136	108	325	128	333	197	173	63	394	62	2.237
Az. Europa	556	789	823	540	807	620	862	559	400	442	521	492	7.410
Az. America	385	838	757	358	716	421	940	493	333	373	753	514	6.879
Az. Pacifico	109	234	185	121	257	123	219	105	55	83	211	115	1.816
Az. Paesi Emergenti	36	67	59	44	130	35	93	33	18	23	139	43	718
Az. Paese	88	74	145	54	102	93	81	79	248	59	26	43	1.091
Az. Internazionali	79	88	75	86	73	67	36	51	17	21	31	48	671
Az. Settoriali	63	97	146	98	103	115	97	50	32	31	49	35	914
Az. Altre Special.	107	142	140	180	101	101	59	49	29	27	30	21	985
BILANCIATI	153	116	218	181	72	51	38	22	25	38	34	30	978
Bilanciati Azionari	20	10	21	16	8	8	8	4	3	6	6	4	112
Bilanciati	80	64	121	123	45	30	20	10	7	13	15	12	540
Bilanciati Obbligazionari	54	43	77	42	18	13	10	8	15	20	14	14	326
OBBLIGAZIONARI	1.779	2.449	3.523	2.429	2.469	3.323	4.063	3.603	6.622	3.396	2.594	2.954	39.205
Obbl. Misti	1	1	3	2	2	3	1	7	9	6	11	35	79
Obbl. Area Euro A Breve Termine	599	1.012	1.279	995	1.225	2.134	2.723	1.001	1.219	1.160	784	673	14.804
Obbl. Area Euro A M/L Termine	896	1.063	1.642	985	970	930	989	2.436	5.293	2.055	1.578	1.602	20.439
Obbl. Area Europa	18	45	57	20	24	16	20	9	5	19	29	83	343
Obbl. Area Dollaro	33	52	88	143	63	43	159	21	12	14	37	75	740
Obbl. Area Yen	10	6	12	5	4	7	3	2	2	4	2	4	62
Obbl. Paesi Emergenti	18	83	47	27	19	10	5	3	3	1	3	2	219
Obbl. Internazionali	155	119	335	181	116	125	124	97	59	61	117	284	1.775
Obbl. Altre Specializzazioni	50	68	61	70	47	55	39	29	19	76	33	196	745
FONDI DI LIQUIDITA'	391	225	356	329	334	792	634	424	576	903	336	1.336	6.636
Fondi di Liquidità Area Euro	391	225	356	329	334	792	634	424	576	903	336	1.336	6.636
FLESSIBILI	60	149	186	79	34	50	31	8	567	1.256	747	407	3.573
Totale	4.015	5.699	6.919	4.730	5.961	6.204	7.667	6.019	9.209	6.788	6.098	6.211	75.521

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)  
 Dettaglio dei Altri fondi non armonizzati (italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	11	11	30	38	24	10	8	7	3	9	5	7	163
Az. Italia	11	11	30	38	24	10	8	7	3	9	5	7	163
Totale	11	11	30	38	24	10	8	7	3	9	5	7	163

Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Europa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. America	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Pacifico	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BILANCIATI	0	0	0	0	0	0	111	41	0	0	0	171	323
Bilanciati	0	0	0	0	0	0	111	41	0	0	0	171	323
OBBLIGAZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Area Euro A Breve termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Area Dollaro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Altre Specializzazioni	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FONDI DI LIQUIDITA	60	95	78	369	334	217	145	175	150	78	75	111	1.886
Fondi di Liquidita Area Euro	60	95	78	369	334	217	145	175	150	78	75	111	1.886
FLESSIBILI	11	21	32	49	26	0	0	0	0	0	0	0	139
Totale	71	116	109	419	359	218	256	216	150	78	76	282	2.348

Dettaglio dei Fondi speculativi italiani

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	27	40	7	7	8	11	3	101					
Totale	27	40	7	7	8	11	3	101					

Dettaglio dei Fondi speculativi esteri

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	44	23	1	10	11	26	1	5	1	1	35	8	166
Totale	44	23	1	10	11	26	1	5	1	1	35	8	166

Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	100	70	274	120	194	172	184	32	86	75	79	108	1.493
Totale	100	70	274	120	194	172	184	32	86	75	79	108	1.493

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - raccolta lorda - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi di Fondi di Fondi (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	34	53	72	53	49	30	30	20	13	28	27	40	448
Az. Area Euro	0	0	0	0	0	1	0	0	2				
Az. Europa	1	4	3	4	3	1	3	2	1	4	3	1	30
Az. America	1	4	6	5	5	2	2	1	1	3	6	3	36
Az. Pacifico	0	5	1	2	2	1	1	1	1	1	1	2	16
Az. Paesi Emergenti	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	4
Az. Internazionali	31	38	58	39	35	21	23	15	10	19	15	34	338
Az. Settoriali	1	3	2	1	2	1	0	0	0	0	1	0	11
Az. Altre Special.	1	1	2	2	2	3	0	0	0	0	0	0	10
BILANCIATI	162	134	178	132	97	88	72	40	41	73	35	38	1.089
Bilanciati/Azionari	14	11	16	13	8	7	6	5	2	2	3	2	89
Bilanciati	76	61	94	69	52	48	42	22	24	51	21	22	581
Bilanciati Obbligazionari	72	61	67	50	37	33	24	12	16	20	11	15	419
OBBLIGAZIONARI	16	16	22	21	19	18	14	13	15	27	10	12	203
Obbl. Misti	4	3	3	2	3	3	3	1	3	3	1	1	29
Obbl. Area Euro A.M.L. Termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Obbl. Paesi Emergenti	1	0	0	0	0	0	2						
Obbl. Internazionali	10	9	8	6	8	10	5	5	7	9	3	2	82
Obbl. Altre Specializzazioni	1	5	11	13	8	6	6	7	5	15	5	8	89
FLESSIBILI	10	7	13	12	9	10	6	5	4	6	6	4	90
Totale	221	211	284	217	173	145	122	78	73	134	77	95	1.830

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)**  
**Importi complessivi\***

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
<b>AZIONARI</b>	4.964	6.316	5.976	5.188	6.998	6.928	8.717	4.403	5.999	5.434	6.355	3.925	71.202
Az. Italia	695	810	494	639	831	852	1.109	629	651	590	509	475	8.284
Az. Area Euro	270	761	206	190	510	235	506	252	374	246	610	165	4.325
Az. Europa	1.371	1.268	1.436	1.160	1.398	2.083	2.552	1.039	1.481	1.490	1.466	1.338	18.080
Az. America	669	931	712	860	1.271	1.043	1.471	875	867	845	1.085	561	11.189
Az. Pacifico	527	728	604	508	710	586	687	381	490	489	503	374	6.585
Az. Paesi Emergenti	207	271	131	198	237	163	221	76	158	129	169	106	2.071
Az. Paese	168	246	1.076	638	822	596	806	318	836	486	1.017	239	7.247
Az. Internazionali	457	475	752	487	607	793	653	467	633	714	467	331	6.834
Az. Settoriali	410	538	447	392	474	424	529	288	362	305	353	246	4.767
Az. Altre Special.	192	282	119	116	141	154	183	79	147	140	177	91	1.820
<b>BILANCIATI</b>	1.351	1.381	1.239	1.221	1.957	2.215	2.132	930	1.816	1.957	1.008	1.058	18.264
Bilanciati Azionari	51	62	60	70	102	137	93	35	77	77	41	38	843
Bilanciati	931	919	772	739	1.190	1.244	1.293	548	1.119	1.259	579	570	11.162
Bilanciati Obbligazionari	369	400	407	412	665	834	746	347	620	621	387	449	6.259
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	10.072	12.286	15.290	12.234	12.462	13.074	13.857	8.808	18.649	14.235	9.655	9.319	149.940
Obbl. Misti	820	1.417	2.048	924	1.093	1.206	1.094	790	1.039	1.214	701	496	12.840
Obbl. Area Euro A Breve Termine	3.909	4.840	6.080	4.910	4.541	4.208	5.017	4.041	8.325	5.162	4.365	3.683	59.082
Obbl. Area Euro A M/L Termine	2.958	3.719	4.550	4.054	4.233	4.771	4.616	2.254	5.919	5.079	2.854	2.895	47.900
Obbl. Area Europa	265	324	443	514	436	284	429	181	202	395	160	315	3.948
Obbl. Area Dollaro	246	366	342	367	437	314	384	216	293	337	157	406	3.866
Obbl. Area Yen	15	48	32	22	19	24	32	12	22	32	20	17	295
Obbl. Paesi Emergenti	114	139	161	98	199	246	238	93	205	170	101	92	1.855
Obbl. Internazionali	1.340	978	1.089	918	1.049	1.416	1.541	866	1.994	1.345	885	1.075	14.494
Obbl. Altre Specializzazioni	406	456	546	426	456	604	506	355	651	501	412	342	5.660
<b>FONDI DI LIQUIDITA</b>	3.120	2.691	3.463	3.520	3.818	4.390	4.838	2.355	4.022	4.552	4.025	4.881	45.675
Fondi di Liquidita Area Euro	3.120	2.691	3.463	3.520	3.818	4.390	4.838	2.355	4.022	4.552	4.025	4.881	45.675
<b>FLESSIBILI</b>	275	209	197	213	440	265	258	149	173	173	212	199	2.761
Totale	19.782	22.883	26.165	22.374	25.674	26.871	29.801	16.646	30.659	26.351	21.255	19.381	287.842

\* Fondi di fondi non inclusi nei totali

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)**  
**Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	3.443	3.577	3.507	3.402	3.799	4.174	4.109	2.366	3.700	3.748	3.120	2.424	41.367
Az. Italia	481	466	395	458	615	599	601	277	484	487	312	365	5.539
Az. Area Euro	137	342	118	109	171	147	164	81	214	163	108	61	1.814
Az. Europa	1.082	851	917	824	900	1.118	1.139	671	1.067	1.106	1.033	799	11.506
Az. America	468	477	464	677	639	647	692	325	533	529	514	320	6.283
Az. Pacifico	422	490	474	402	480	473	417	289	388	410	319	302	4.867
Az. Paesi Emergenti	154	98	91	154	141	126	120	56	109	104	72	82	1.305
Az. Paese	17	19	28	23	30	76	46	16	24	20	25	14	337
Az. Internazionali	421	418	708	444	492	681	567	387	571	664	441	286	6.079
Az. Settoriali	206	312	248	248	274	233	265	219	246	212	263	160	2.885
Az. Altre Special.	54	106	64	65	58	75	99	45	65	53	32	36	752
BILANCIATI	1.176	1.131	1.020	1.011	1.600	1.882	1.841	749	1.499	1.650	846	912	15.315
Bilanciati Azionari	34	40	38	46	77	107	65	25	53	54	29	27	595
Bilanciati	820	755	640	615	936	1.037	1.116	458	916	1.058	469	479	9.298
Bilanciati Obbligazionari	322	336	343	350	587	739	659	266	530	538	348	406	5.423
OBBLIGAZIONARI	8.172	9.061	11.408	9.619	8.903	9.145	10.055	5.446	9.780	10.740	5.978	6.146	104.452
Obbl. Misti	807	1.410	2.045	918	1.085	1.199	1.083	788	1.004	1.204	699	494	12.737
Obbl. Area Euro A Breve Termine	3.246	3.506	4.604	3.795	3.040	3.139	3.603	1.834	3.483	3.722	2.618	2.578	39.168
Obbl. Area Euro A M/L Termine	2.052	2.213	2.809	3.079	2.550	2.504	2.828	1.475	2.436	3.483	1.249	1.443	28.118
Obbl. Area Europa	242	277	390	324	348	231	374	158	154	342	130	221	3.192
Obbl. Area Dollaro	211	287	228	268	387	238	293	171	214	256	108	145	2.805
Obbl. Area Yen	7	38	11	8	8	8	13	5	11	14	12	10	144
Obbl. Paesi Emergenti	90	110	124	72	168	192	164	83	166	141	83	77	1.468
Obbl. Internazionali	1.165	838	745	810	934	1.259	1.291	612	1.714	1.163	775	877	12.183
Obbl. Altre Specializzazioni	352	383	454	344	385	375	408	321	598	414	305	300	4.638
FONDI DI LIQUIDITA	3.780	2.469	3.129	3.017	3.429	3.899	3.763	1.931	3.469	3.928	3.639	4.246	39.697
Fondi di Liquidità Area Euro	2.780	2.469	3.129	3.017	3.429	3.899	3.763	1.931	3.469	3.928	3.639	4.246	39.697
FLESSIBILI	156	183	171	158	159	177	193	81	149	149	115	116	1.807
Totale	15.726	16.420	19.235	17.207	17.890	19.276	19.960	10.573	18.597	20.215	13.697	13.843	202.639

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi storici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
Azionari	315	713	1.030	570	807	476	695	171	473	473	930	224	6.876
Az. Italia	53	179	2	2	10	11	2	1	2	2	1	1	264
Az. Area Euro	93	215	2	1	5	2	1	0	2	1	1	1	323
Az. Europa	14	22	3	2	2	3	2	1	2	2	2	2	56
Az. America	58	97	1	2	1	2	0	0	0	0	0	1	162
Az. Pacifico	34	64	2	1	3	9	1	1	1	1	2	1	119
Az. Paesi Emergenti	26	103	129										
Az. Paese	0	0	968	522	705	374	627	148	386	399	877	187	5.193
Az. Internazionali	7	9	10	7	19	26	12	4	23	10	6	6	138
Az. Settoriali	8	8	15	14	28	18	24	8	23	25	30	9	209
Az. Altre Special.	24	17	29	19	35	29	27	9	34	32	12	16	282
Obbligazionari	513	846	1.326	656	1.542	805	620	223	459	656	517	445	8.608
Obbl. Area Euro A Breve Termine	300	344	514	354	661	479	427	150	326	466	367	325	4.714
Obbl. Area Euro A M/L Termine	189	477	771	276	843	256	156	59	106	142	120	96	3.491
Obbl. Area Europa	5	2	2	2	3	3	2	1	2	2	2	2	26
Obbl. Area Dollaro	7	8	12	9	10	18	18	5	9	20	7	7	130
Obbl. Area Yen	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	4
Obbl. Paesi Emergenti	8	10	20	10	13	34	10	4	8	9	9	6	140
Obbl. Internazionali	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	0	0	7
Obbl. Altre Specializzazioni	3	3	6	5	10	14	7	5	8	18	12	8	98
Totale	828	1.559	2.356	1.226	2.349	1.281	1.315	394	932	1.128	1.448	668	15.484

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	1.200	2.019	1.433	1.207	2.380	2.263	3.901	1.861	1.817	1.201	2.301	1.271	22.854
Az. Italia	154	158	92	171	194	225	495	347	156	89	192	103	2.376
Az. Area Euro	40	204	87	81	333	86	342	170	158	82	501	103	2.187
Az. Europa	275	395	517	334	496	962	1.411	367	412	381	431	537	6.518
Az. America	143	358	247	182	631	394	779	549	334	316	571	240	4.744
Az. Pacifico	71	174	128	105	227	104	269	91	101	78	182	71	1.600
Az. Paesi Emergenti	27	77	40	45	96	37	101	19	49	26	97	24	637
Az. Paese	151	227	80	92	87	147	132	154	426	67	115	38	1.717
Az. Internazionali	30	48	34	36	97	85	74	76	39	40	20	39	617
Az. Settoriali	195	219	183	130	173	173	240	62	94	69	59	77	1.673
Az. Altre Special.	114	159	26	32	47	50	58	25	49	55	133	39	787
BILANCIATI	175	250	219	210	357	332	291	182	317	307	162	146	2.949
Bilanciati Azionari	17	22	22	24	25	31	27	10	24	23	12	11	248
Bilanciati	111	164	132	124	254	207	177	91	202	201	111	91	1.864
Bilanciati Obbligazionari	47	64	65	62	78	95	87	81	90	84	39	44	836
OBBLIGAZIONARI	1.387	2.379	2.556	1.958	2.017	3.124	3.182	3.139	8.410	2.839	3.160	2.726	36.877
Obbl. Misti	13	7	3	6	7	7	11	2	35	9	2	2	104
Obbl. Area Euro A Breve Termine	363	991	962	761	840	591	988	2.057	4.515	975	1.380	779	15.201
Obbl. Area Euro A M/L Termine	718	1.029	970	698	840	2.011	1.632	719	3.377	1.454	1.486	1.356	16.292
Obbl. Area Europa	18	45	51	188	85	51	54	23	46	51	28	91	731
Obbl. Area Dollaro	28	71	102	91	41	58	72	41	70	62	42	251	929
Obbl. Area Yen	8	10	21	13	11	15	19	7	11	17	8	6	146
Obbl. Paesi Emergenti	16	19	17	16	18	21	64	7	32	20	9	9	247
Obbl. Internazionali	174	139	343	108	115	156	250	253	279	181	110	197	2.304
Obbl. Altre Specializzazioni	51	70	87	77	61	215	92	29	45	70	95	34	924
FONDI DI LIQUIDITA'	232	156	214	176	170	341	937	231	228	538	300	446	3.968
Fondi di Liquidità Area Euro	232	156	214	176	170	341	937	231	228	538	300	446	3.968
FLESSIBILI	112	10	9	48	268	30	8	9	14	14	43	43	607
Totale	3.106	4.813	4.431	3.600	5.192	6.090	8.318	5.422	10.786	4.899	5.966	4.631	67.255

**Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)**  
**Dettaglio dei Altri fondi non armonizzati (italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	7	8	6	8	12	16	12	5	9	13	4	6	105
Az. Italia	7	8	6	8	12	16	12	5	9	13	4	6	105
Totale	7	8	6	8	12	16	12	5	9	13	4	6	105

**Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Europa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. America	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Az. Pacifico	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BILANCIATI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilanciati	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OBBLIGAZIONARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3
Obbl. Area Euro A Breve Termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbl. Area Dollaro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3
Obbl. Altre Specializzazioni	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FONDI DI LIQUIDITA	109	66	120	327	219	150	139	193	325	86	86	189	2.010
Fondi di Liquidita Area Euro	109	66	120	327	219	150	139	193	325	86	86	189	2.010
FLESSIBILI	4	6	3	2	3	4	39	42	4	2	1	1	110
Totale	113	72	123	329	222	153	178	235	329	89	87	193	2.123

**Dettaglio dei Fondi speculativi italiani**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	0	0	0	0	0	0	1	1					
Totale	0	0	0	0	0	0	1	1					

**Dettaglio dei Fondi speculativi esteri**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	0	0	10	0	10	40	0	5	0	0	35	1	101
Totale	0	0	10	0	10	40	0	5	0	0	35	1	101

**Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani)**

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
FLESSIBILI	2	11	4	4	0	15	17	12	6	7	18	37	134
Totale	2	11	4	4	0	15	17	12	6	7	18	37	134

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - riscatti - (mil euro)  
 Dettaglio dei Fondi di Fondi (non armonizzati, italiani)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	totale
AZIONARI	27	30	16	21	37	56	55	26	38	39	18	19	382
Az. Area Euro	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
Az. Europa	1	1	1	3	2	5	4	3	3	3	2	2	30
Az. America	1	0	0	1	2	6	2	3	1	1	0	1	18
Az. Pacifico	0	2	0	0	1	1	1	5	0	1	0	1	11
Az. Paesi Emergenti	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Az. Internazionali	20	26	15	16	30	42	47	14	32	32	14	15	302
Az. Settoriali	0	1	0	0	1	1	0	2	1	0	0	0	6
Az. Altre Special.	1	0	0	2	1	2	1	0	1	1	1	1	11
BILANCIATI	129	63	94	55	88	103	130	53	127	144	73	95	1.153
Bilanciati/Azionari	3	4	4	5	7	7	8	4	9	11	3	5	69
Bilanciati	111	45	72	33	57	69	90	37	90	94	47	60	806
Bilanciati Obbligazionari	15	14	18	17	24	27	32	13	28	39	22	29	278
OBBLIGAZIONARI	16	14	18	15	25	24	21	17	16	29	17	16	226
Obbl. Misti	6	7	8	5	8	9	8	6	7	12	5	9	89
Obbl. Area Euro A.M.L. Termine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Obbl. Paesi Emergenti	0	0	0	0	1	0	1						
Obbl. Internazionali	8	6	8	9	16	13	10	6	6	11	8	5	105
Obbl. Altre Specializzazioni	2	1	2	1	1	2	3	5	2	6	4	2	31
FLESSIBILI	11	9	12	9	18	18	15	9	16	17	10	9	152
Totale	182	115	140	101	168	200	221	106	196	229	118	139	1.913

Officina Grafica La Commerciale  
Milano marzo 2003