

2004

factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

2004

factbook

GUIDA ITALIANA AL RISPARMIO GESTITO

SOMMARIO

1	Il Risparmio Gestito in Italia	7
Parte I	Fondi comuni	11
2	Fondi comuni: raccolta e patrimonio gestito	13
3	L'industria: le società di gestione	19
4	I sottoscrittori dei fondi comuni	23
5	I benchmark indicati dai gestori	29
6	Servizi e costi dei fondi comuni di investimento	49
7	L'assetto regolamentare	61
8	Il regime tributario degli OICVM	67
9	Lo scenario internazionale	77
Parte II	Previdenza e fondi pensione aperti	85
10	L'assetto regolamentare	87
11	Il regime tributario dei fondi pensione	101
12	I fondi pensione aperti in Italia	105
Parte III	Fondi immobiliari	113
13	L'assetto regolamentare	115
14	Il regime tributario dei fondi comuni di investimento immobiliare	119
15	I fondi immobiliari in Italia	125
Parte IV	Valutazione dei prodotti del Risparmio Gestito	129
16	Introduzione: efficienza della gestione e scelta del prodotto	131
17	La classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali	133
18	Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse	145
19	Standard di performance: l'adozione italiana dei GIPS	167
20	Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano	171
Parte V	Dati e statistiche	185

IL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

Il 2003 sarà ricordato come l'anno della ripresa per l'Industria italiana del Risparmio Gestito che, dopo due anni di saldi negativi, ha chiuso a +25.152,5 milioni di euro. Un dato molto importante se rapportato a quello dello stesso periodo del 2002 quando il saldo segnava -6.400,9 milioni di euro.

Anche il dato patrimoniale ha registrato un forte incremento passando dai 465.965,9 milioni di euro di fine 2002 ai 508.996,5 milioni di euro del dicembre 2003. In termini percentuali la crescita è stata pari al 9,2%.

Il quadro complessivo di fine anno è dunque stato estremamente positivo. Anche perché non si deve trascurare che ci sono stati alcuni comparti che hanno registrato risultati molto importanti come, ad esempio, quello degli azionari.

Le preferenze dei risparmiatori sono tornate ad orientarsi, con convinzione sempre maggiore, verso questo comparto. Dal mese di giugno fino alla fine dell'anno gli azionari hanno collezionato una serie ininterrotta di saldi positivi di raccolta. Un andamento sostanzialmente opposto è stato invece registrato per la categoria dei fondi obbligazionari che, al rientro dalla pausa estiva, hanno avviato un trend di raccolta al ribasso.

Un anno all'insegna degli alti e bassi è stato invece quello vissuto dai fondi di liquidità che hanno chiuso sette mesi su dodici in territorio positivo, ma non hanno ottenuto la palma della categoria preferita come era invece accaduto l'anno prima. Ottimi risultati invece per i fondi flessibili che hanno riportato in tutti i dodici mesi dei saldi positivi e hanno chiuso il 2003 a +5.992 milioni di euro.

Analizzando i dati mensili, si può vedere che il ritorno alle borse è stato caratterizzato da una maggiore consapevolezza. I risparmiatori si sono dimostrati più maturi e in grado di compiere scelte che tengono in debito conto i vantaggi e i rischi correlati a questo tipo di investimento.

Ma la crescita dell'Industria del Risparmio Gestito non è stata registrata solo tra i fondi comuni, ma anche tra i fondi immobiliari, tra i fondi pensione e i fondi di diritto estero che hanno ottenuto ottimi risultati.

Nel 2003 l'Industria ha cambiato anche un po' il proprio volto. Il primo luglio è infatti entrata in vigore la nuova classificazione che ha portato a quarantadue il

numero delle categorie di fondi e ha introdotto le "qualificazioni" per i fondi etici, a capitale garantito, a capitale protetto, indicizzati.

Il 2003 è stato anche l'anno in cui l'impegno dell'Industria del Risparmio Gestito per la diffusione della Corporate Governance ha prodotto dei frutti riconoscibili anche dal grande pubblico.

Il 5 marzo 2003 il Comitato di Corporate Governance di Assogestioni ha inviato una lettera a Consob e a Parmalat per chiedere maggiori informazioni e comunicazioni con il mercato. A dicembre, dopo dieci mesi dalla lettera dei gestori, è scoppiato il caso Parmalat nel quale però non sono rimasti coinvolti tutti quei risparmiatori che avevano scelto i fondi.

Il caso Parmalat, così come il caso Cirio (altro evento negativo per la finanza italiana nel 2003), ha dimostrato che la scelta di affidarsi a gestori professionisti è stata vincente rispetto a quella di affidarsi al "fai da te" o a quella di scegliere investimenti finanziari poco trasparenti e senza adeguate informazioni.

Di tutte queste esperienze e risultati l'Industria del Risparmio Gestito ha fatto tesoro e da essi è partita per affrontare le sfide che interesseranno i mercati nel 2004.

PATRIMONIO GESTITO DAGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN MIL DI EURO

	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO E SICAV	395.561	552.291	577.873	545.995	495.711	543.872
Fondi/SICAV italiani aperti	372.274	475.298	453.224	409.223	368.025	
Fondi comuni mobiliari chiusi*	n.d.	697	751	900	1.200	
Fondi comuni immobiliare chiusi	459	1.410	1.601	2.686	3.380	
Fondi lussemburghesi storici	19.748	30.385	34.345	30.919	23.568	
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi italiani)	3.080	31.722	60.449	74.160	74.373	
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi esteri)*	n.d.	12.779	27.503	28.107	25.165	
Su totale attività delle famiglie (in %)	17,45	21,21	20,84	20,78	19,89	21,67
GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI*	280.530	370.292	392.112	410.406	401.755	410.000
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni	187.539	199.945	185.586	218.806	240.320	241.900
Banche	191.533	222.390	213.367	184.076	164.351	
Sim	88.997	48.761	39.346	39.429	34.350	
SGR / prima del 1997 Fiduciarie	n.d.	99.141	139.399	186.901	203.054	
Su totale attività delle famiglie (in %)	12,38	14,22	14,14	15,62	16,12	16,33
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	8,27	7,68	6,69	8,33	9,64	9,64
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita*	106.098	137.627	166.959	196.099	228.214	241.500
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	101.588	123.684	141.080	160.926	190.283	198.030
Su totale attività delle famiglie (in %)	4,68	5,29	6,02	7,46	9,16	9,62
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	4,48	4,75	5,09	6,13	7,63	7,89
FONDI PENSIONE*	56.276	72.944	77.819	60.446	58.035	61.000
Fondi pensione al netto delle quote di fondi comuni	n.d.	n.d.	75.053	58.100	56.010	58.560
Fondi pensione di enti di previdenza e di fondi creditizi [^]	56.276	72.166	76.077	57.218	53.516	
Fondi pensione aperti e negoziali	n.d.	778	1742	3228	4519	
Su totale attività delle famiglie (in %)	2,48	2,80	2,81	2,30	2,33	2,43
Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di F.C.	n.d.	n.d.	2,71	2,21	2,25	2,33
TOTALE RISPARMIO GESTITO*	740.964	948.864	979.592	983.827	982.324	1.042.362
Su totale attività delle famiglie (in %)	32,69	36,45	35,33	37,45	39,41	41,53
TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE*	2.266.832	2.603.529	2.772.713	2.626.990	2.492.764	2.510.000

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia ad eccezione delle stime relative al 2003(*)

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.

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

FONDI COMUNI

FONDI COMUNI: RACCOLTA E PATRIMONIO GESTITO

Il 2003 è stato l'anno della svolta. Le caratteristiche di trasparenza, la diversificazione degli investimenti oltreché la professionalità dei gestori unite all'andamento positivo dei mercati finanziari hanno indotto i risparmiatori a destinare oltre 25 miliardi di euro all'industria dei fondi comuni nel corso del 2003.

Le risorse complessivamente detenute dai risparmiatori italiani nei fondi sono quindi cresciute del 9,2% nel corso dell'ultimo anno attestandosi a fine dicembre a quasi 509 miliardi di euro. Se si considerano anche le quote acquistate da investitori stranieri le risorse gestite dall'industria italiana dei fondi risultano pari a 514,4 miliardi di euro (cd. patrimonio totale), in crescita del 10,4% rispetto al 2002.

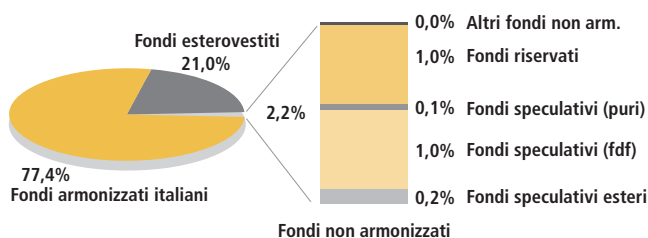
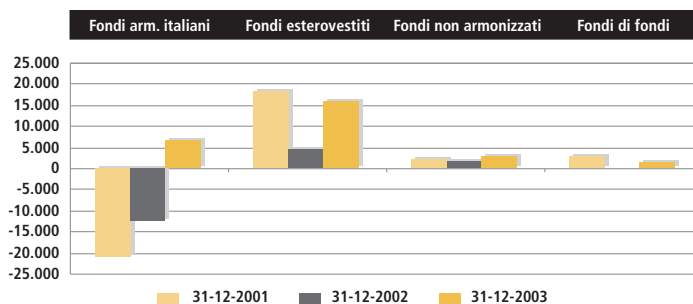


Fig 1 I prodotti dell'industria italiana

Guardando l'evoluzione delle singole tipologie di fondi offerti sul mercato si scopre che il patrimonio dei fondi di diritto italiano armonizzati, dopo due anni di calo consecutivo a causa della concorrenza operata dai fondi esteroinvestiti, è cresciuto del 5,1%. Questi fondi, in cui sono affluite risorse pari a 6,6 miliardi di euro, rappresentano a fine 2003, con un patrimonio pari a 379 miliardi di euro, il 74,5% dell'industria.

Il patrimonio dei fondi armonizzati esteri promossi da gruppi italiani ma domiciliati in Lussemburgo e in Irlanda è cresciuto del 25% rispetto a fine 2002 grazie anche ad una raccolta di 13,8 miliardi di euro. Con un patrimonio di 118,6 miliardi di euro questi prodotti rappresentano a fine dicembre il 23,3% dell'industria. Anche i fondi lussemburghesi storici, fondi armonizzati domiciliati in Lussemburgo e nati prima della riforma del 1992, hanno registrato una

Fig 2 Evoluzione della raccolta netta per tipologia fondi



La raccolta netta è stata positiva per 25,2 miliardi di euro. L'andamento mensile della raccolta mostra un incremento medio delle risorse destinate all'industria dei fondi fino al mese di luglio, mese che ha avuto con 5.301,5 milioni di euro la raccolta più elevata degli ultimi tre anni, per poi successivamente diminuire. Flussi di raccolta disomogenei si osservano però se si guardano le risorse destinate alle diverse categorie di fondi. La raccolta dei fondi azionari è stata complessivamente negativa (-1.241 milioni di euro), sebbene nel corso dell'anno si sia osservato un cauto riavvicinamento a questa tipologia di prodotti. Nel primo trimestre l'andamento dei mercati finanziari degli ultimi anni ha influenzato le scelte del risparmiatore: la raccolta dei fondi azionari si presenta infatti negativa per -6.176 milioni di euro. La ripresa dei mercati, successivamente, ha indotto i risparmiatori a destinare agli stessi un ammontare crescente di risorse: nel secondo e terzo trimestre questa categoria ha raccolto 1.181 milioni di euro mentre nell'ultimo trimestre la somma sale a 3.755 milioni di euro.

Non in tutti i fondi azionari si è assistito però ad un deflusso di risorse: flussi positivi sono stati raccolti dalle categorie rappresentanti i fondi specializzati nel mercato americano (+2.709 mil. di euro), nei paesi emergenti (+551 mil. di euro) e nell'area pacifico (+526 mil. di euro).

Anche nel 2003 sono rimaste elevate le risorse affluite nei fondi di liquidità (+15.468 milioni di euro), ma in diminuzione rispetto a quelle osservate lo scorso anno (29.811 milioni di euro), mentre ritornano positive le risorse destinate ai fondi obbligazionari (+10.692 milioni di euro) grazie alla raccolta regi-

strata dai prodotti a breve termine. I fondi di liquidità area euro così come i fondi obbligazionari euro governativi a breve termine sono anche nel 2003 le due categorie a cui gli italiani hanno destinato principalmente i loro risparmi. Nel complesso hanno raccolto 32 miliardi di euro nell'ultimo anno e oltre 124 miliardi di euro nel corso degli ultimi tre anni.

Raccolta negativa per 5.759 milioni di euro viene registrata dai fondi bilanciati, mentre positiva risulta quella raccolta dalla categoria Flessibile (+5.992 milioni di euro) al cui risultato hanno però contribuito sostanzialmente i flussi destinati ai fondi speculativi (+3.087) e ad alcuni fondi di diritto estero costruiti per investitori istituzionali (+1.571).

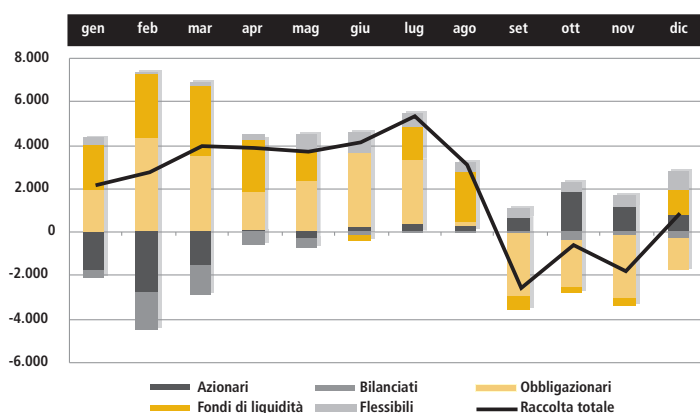


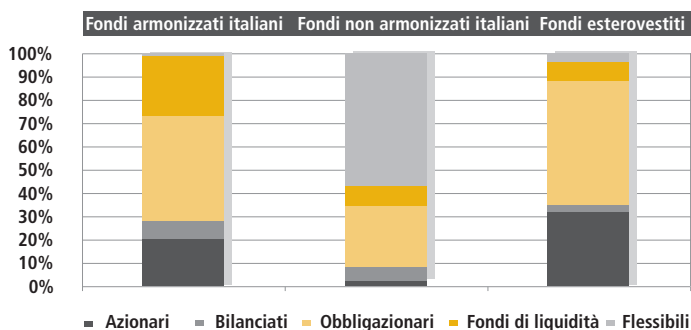
Fig 3 Evoluzione raccolta netta per categoria

Grazie alle qualificazioni, introdotte con la nuova classificazione Assogestioni nel luglio 2003, si può osservare l'andamento dei fondi con caratteristiche etiche. Sono 24 i fondi operativi di diritto italiano, estero nonché fondi di fondi offerti da 12 società di gestione a fine dicembre che si definiscono etici. Questi fondi, comparsi sul mercato nel 1996, hanno un patrimonio in gestione di 1.457 milioni di euro. La qualifica di eticità opera trasversalmente alla struttura classificatoria: la categoria più numerosa è rappresentata dai fondi obbligazionari (13 fondi rappresentanti il 62,2% del patrimonio investito in questi prodotti), seguita dagli azionari (6 fondi con il 34,1% del patrimonio), bilanciati (4 fondi - 3,2%) e flessibili (1 fondo - 0,5%). Si stima che nel 2003 il patrimonio di questi prodotti sia aumentato del 29% grazie alla raccolta di oltre 300 milioni di euro ottenuta nel corso dell'anno.

L'andamento dei flussi di raccolta ha influenzato l'asset allocation media dell'industria: il peso dei fondi liquidità è aumentato del 3,1% rispetto a quanto osservato a fine 2002; questa categoria rappresenta a fine 2003 il 21% delle risorse complessivamente gestite dall'industria dei fondi comuni. I fondi azionari e i fondi flessibili rappresentano invece il 22,2% e il 3,3% dell'industria; so-

Fig 4

Asset allocation
dei fondi promossi
da gruppi italiani



Sono 1.879 il numero di fondi di diritto italiano e di diritto estero, compresi i fondi di fondi, promossi da gruppi italiani esistenti a fine 2003, 28 unità in più rispetto a quelli osservati l'anno scorso. Come si osserva dal grafico, i fondi armonizzati italiani presenti sul mercato sono però diminuiti: nel corso dell'anno sono stati lanciati complessivamente 51 nuovi fondi, mentre al contempo più di 100 prodotti hanno cessato di esistere a seguito di operazioni di riorganizzazione della gamma fondi o delle strutture societarie operative in questo settore. In crescita, come si può osservare, sono invece il numero di fondi non armonizzati, nel 2003 sono divenuti operativi 39 nuovi fondi di fondi e 34 fondi speculativi.

Operazioni di fusione nonché la fuoriuscita dal mercato di alcuni operatori hanno anche comportato una diminuzione del numero di società di gestione del risparmio che offrono fondi di diritto italiano armonizzati presenti sul mercato; queste nel corso del 2003 sono passate da 57 a 54 unità sebbene nel corso dell'anno abbiano iniziato ad operare tre nuove società; risulta invece aumentato il numero di società operative con dei fondi speculativi (queste passano da 17 a 22) o dei fondi di fondi (da 19 a 25).

Si evidenzia infine le caratteristiche del risparmio dei sottoscrittori italiani confluito nei prodotti di diritto estero promossi da gruppi stranieri. I dati, come è noto, rappresentano gli operatori presenti sul mercato associati ad Assogestioni che si stima rappresentino il 70% del patrimonio offerto da questa realtà. Il controvalore delle quote detenute da investitori italiani risulta cresciuto del 19,4% nel corso dell'ultimo anno. I 25,1 miliardi di euro dedicati a questi pro-

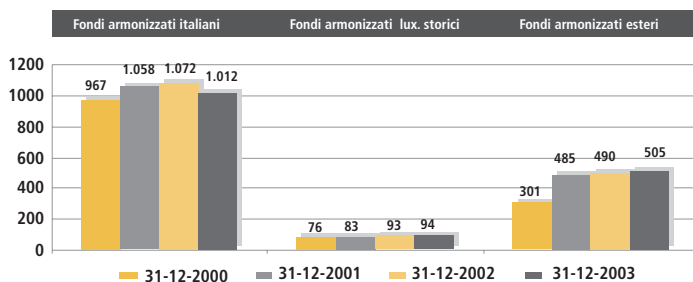


Fig 5 Evoluzione numero di fondi armonizzati

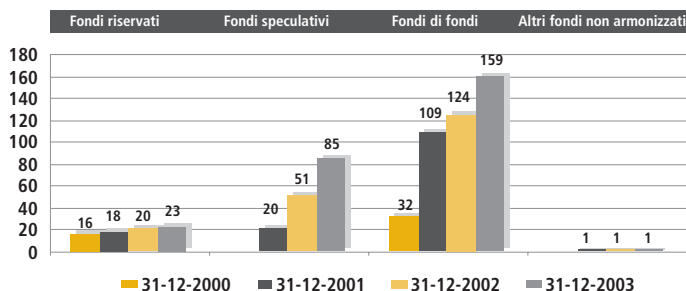


Fig 6 Evoluzione numero di fondi non armonizzati

dotti risultano così ripartiti: 42,1% in fondi azionari (era il 41% a fine 2001), 2,8% in fondi bilanciati (2,9% nel 2001), 37,5% in fondi obbligazionari (38,5% a fine 2001), 16,8% in fondi di liquidità (17,1% a fine 2001) e 0,8% in fondi flessibili (0,5% a fine 2001). Rispetto ai fondi promossi da gruppi italiani si osserva che la categoria dei fondi azionari riveste un ruolo significativo. I prodotti azionari hanno anche avuto nell'anno, a differenza dei prodotti italiani, una raccolta positiva di 880 milioni di euro sebbene, nel primo trimestre 2003, abbiano avuto deflussi per 564 milioni di euro. Si osserva infine che positiva è stata anche la raccolta dei fondi obbligazionari (+1.077 milioni di euro), dei fondi di liquidità (+650 milioni di euro) e dei fondi flessibili (+182 milioni di euro); negativa, similmente a quella registrata dai gruppi italiani, è stata invece la raccolta dei fondi bilanciati (-83 milioni di euro).

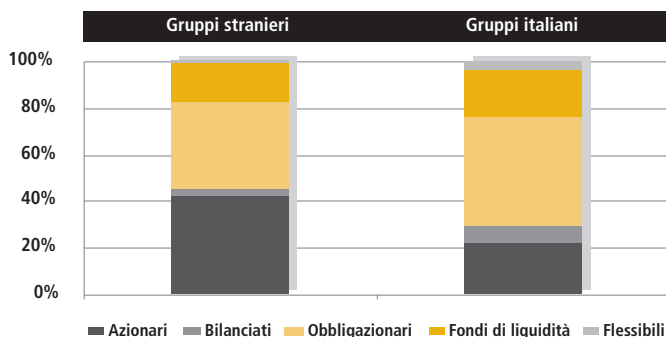


Fig 7 Asset allocation dei fondi promossi da gruppi stranieri e gruppi italiani

L'INDUSTRIA: LE SOCIETÀ DI GESTIONE

Il processo evolutivo che caratterizza le società di gestione del risparmio non è rallentato nemmeno nel 2003. La spinta legata all'innovazione finanziaria introdotta con il Testo unico della finanza non ha esaurito ancora i suoi effetti.

Nel corso dell'anno hanno iniziato ad operare cinque nuove società speculative e sei società, di cui quattro già operative, hanno lanciato dei fondi di fondi, fondi non armonizzati di diritto italiano. Nel settore immobiliare, invece, risultano operative 11 società di cui 8 con un'attività esclusiva. Per quanto riguarda il settore previdenziale, rimane stabile il numero di società che hanno istituito fondi pensione aperti.

Se si analizzano solamente i gruppi finanziari attivi nell'industria dei fondi comuni aperti, si osserva, dopo il processo di concentrazione avvenuto nella seconda metà degli anni novanta, che i primi tre gruppi finanziari controllano la metà del mercato con una quota pari al 51,9%. Sebbene il patrimonio promosso dai primi gruppi sia notevolmente superiore a quello di tutti gli altri operatori, la competitività del settore rimane comunque alta: nel 2003 la raccolta dei primi tre gruppi rappresenta solo il 20% delle risorse complessivamente affluite nell'industria; varia il numero di gruppi presenti sul mercato che sono passati da 43 di fine 1999, a 56 di fine 2002 per poi assestarsi a 53 a fine 2003. Differenze si rilevano inoltre guardando le categorie di fondi acquistate dai risparmiatori dove il peso dei fondi con profilo di rischio-rendimento più elevato non è omogeneo tra i diversi gruppi. La trasparenza, la flessibilità, le capacità professionali di gestione, i prodotti e servizi offerti oltre che il rapporto con le reti di vendita, essenziale quest'ultimo per accrescere l'apporto consulenziale alla clientela, sono fattori sempre più importanti per la crescita dell'industria del risparmio gestito.

Le attività delle società di gestione del risparmio non si esauriscono solamente nell'attività di promozione e/o gestione di organismi di investimento collettivo mobiliare, immobiliare o nella promozione di fondi pensione aperti, queste sono infatti attive anche nell'ambito delle gestioni patrimoniali grazie ai mandati di gestione ricevuti da parte di clientela retail e istituzionale. Il processo di ristrutturazione dei primi gruppi di gestione con l'evidente finalità di creare

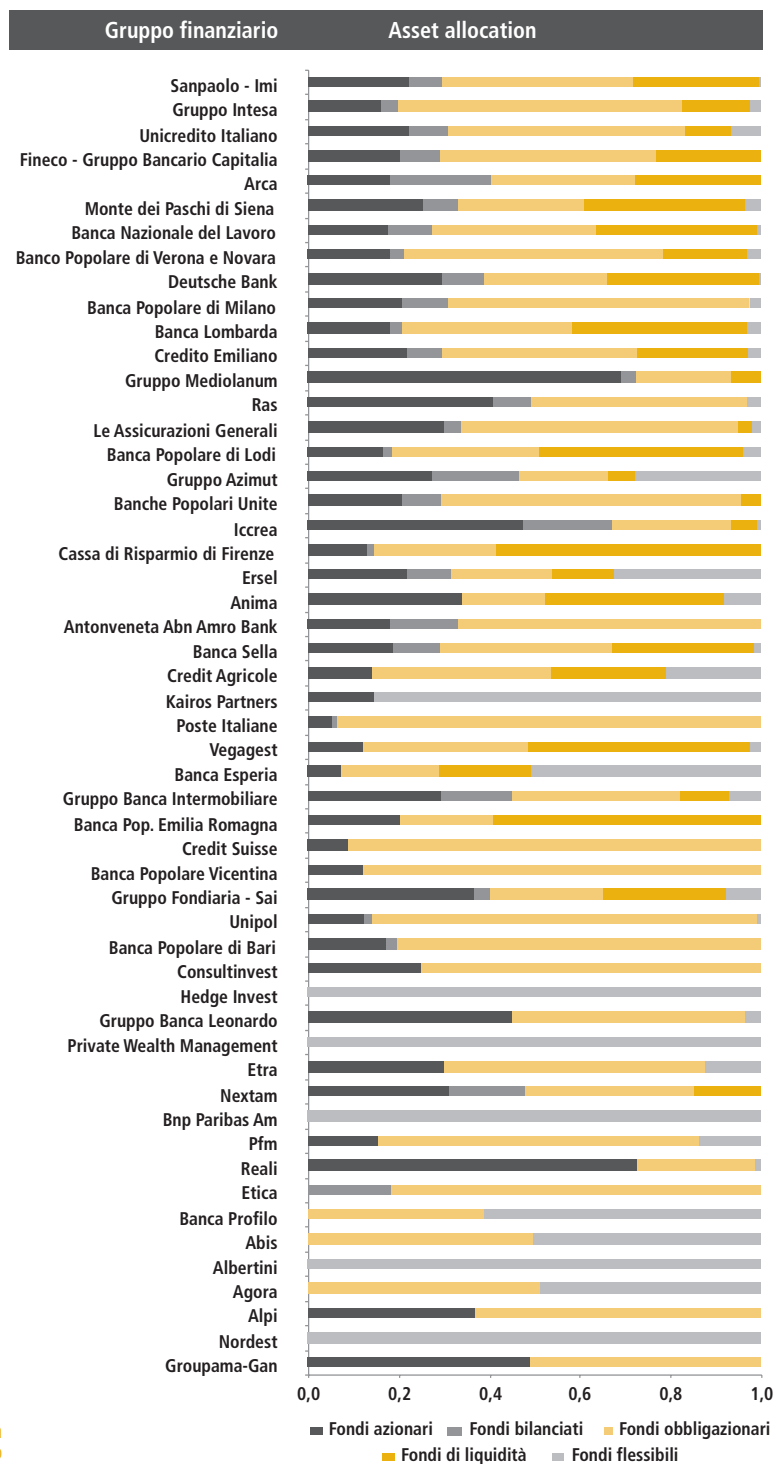


Fig 1 Asset allocation
per gruppo finanziario

unità produttive articolate e in grado di sfruttare forti economie di scala si evidenzia nella sua forza e nella sua complessità nell'analisi delle masse in gestione, la nuova rilevazione iniziata a gennaio 2003 che permette di avere un quadro reale delle gestioni effettuate dai diversi gruppi. È importante infatti considerare che lo svolgimento dell'attività di promozione può non essere legata alla reale attività di gestione. I dati di seguito presentati, pur non rappresentanti la totalità dei gruppi finanziari esistenti, permettono comunque di avere un quadro significativo dei principali attori operanti nell'industria del risparmio gestito. Come si vede dalla Tab 1 il posizionamento dei gruppi finanziari quando si analizzano le masse complessivamente gestite è diverso da quello che ci offre l'analisi della sola industria dei fondi comuni.

Le risorse complessivamente gestite dall'industria risultanti dalla mappa del risparmio gestito sono a fine dicembre 2003 superiori a 850 miliardi di euro. Un ruolo non marginale riveste l'attività di gestione patrimoniale: sono infatti 347,6 i miliardi di euro gestiti (222,4 al netto della duplicazione di OICR di gruppo) dai 35 gruppi censiti. Le gestioni patrimoniali in valori mobiliari e in fondi effettuate per conto di clientela retail ammontano a 142,9 miliardi di euro (53,5 al netto degli OICR di gruppo), mentre quelle effettuate per conto della clientela istituzionale sono pari a 204,7 miliardi di euro (168,9 al netto degli OICR di gruppo). Particolarmente importanti sono i mandati del mondo assicurativo aventi ad oggetto le gestioni separate, pari a 151,6 miliardi di euro (119,3 al netto degli OICR di gruppo), mentre esigue sono le gestioni attinenti le risorse connesse al risparmio previdenziale (10,6 miliardi di euro).

Va infine ricordato un importante fenomeno che potrebbe determinare effetti potenzialmente dirompenti sulla struttura dell'offerta. Il riferimento è a tutti quei prodotti 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'aggramento 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.

	Fondi Aperti promossi da Gruppi italiani		Mappa del Risparmio Gestito		
	Patrimonio totale in fondi	Posizione del gruppo	Patrimonio lordo	Patrimonio al netto degli Oicr di gruppo	Posizione del gruppo
Sanpaolo - Imi	109.090	1	167.047	134.588	1
Sanpaolo Wm	62.508		98.406	85.953	
Banca Fideuram	35.608		57.307	39.005	
Eptaconsors	10.883		11.334	9.631	
Banca Imi	91		nd	nd	
Gruppo Intesa	88.103	2	118.678	100.319	2
Unicredito Italiano	72.014	3	113.109	86.865	3
Fineco - Gruppo Bancario Capitalia	31.540	4	44.228	36.611	6
Arca	25.622	5	37.745	37.489	5
Monte dei Paschi di Siena	21.378	6	37.004	33.214	7
Banca Nazionale del Lavoro	18.091	7	30.953	25.721	10
Banco Popolare di Verona e Novara	16.167	8	31.464	26.411	8
Deutsche Bank	13.541	9	19.716	17.731	11
Banca Popolare di Milano	11.597	10	16.464	14.232	14
Banca Lombarda	11.394	11	19.813	15.396	12
Credito Emiliano	10.798	12	17.077	13.721	15
Gruppo Mediolanum	9.916	13	20.544	15.156	13
Ras	9.229	14	27.484	26.332	9
Le Assicurazioni Generali	8.555	15	76.633	75.405	4
Banca Popolare di Lodi	8.003	16	nd	nd	nd
Gruppo Azimut	6.792	17	7.853	6.989	17
Banche Popolari Unite	6.753	18	15.200	13.228	16
Iccrea	4.463	19	4.979	4.839	20
Cassa di Risparmio di Firenze	4.097	20	nd	nd	nd
Ersel	3.846	21	7.252	5.099	19
Anima	3.611	22	3.790	3.790	22
Antonveneta Abn Amro Bank	3.521	23	7.096	6.316	18
Banca Sella	3.396	24	3.487	3.438	24
Credit Agricole	2.039	25	5.709	4.645	21
Kairos Partners	2.011	26	2.945	2.161	28
Poste Italiane	1.928	27	nd	nd	nd
Vegagest	1.661	28	3.003	2.372	27
Banca Esperia	1.661	29	nd	nd	nd
Gruppo Banca Intermobiliare	1.512	30	3.978	3.742	23
Symphonia	802		2.108	2.069	nd
Banca Intermobiliare	710		1.870	1.673	nd
Banca Pop. Emilia Romagna	1.045	31	3.189	2.970	25
Credit Suisse	885	32	nd	nd	nd
Banca Popolare Vicentina	757	33	1.285	884	31
Gruppo Fondiaria - Sai	665	34	380	378	33
Unipol	529	35	nd	nd	nd
Banca Popolare di Bari	380	36	761	738	32
Consultinvest	333	37	nd	nd	nd
Hedge Invest	259	38	nd	nd	nd
Gruppo Banca Leonardo	197	39	1.131	1.055	30
Private Wealth Management	186	40	nd	nd	nd
Etra	183	41	488	347	34
Nextam	176	42	nd	nd	nd
Bnp Paribas Am	155	43	nd	nd	nd
Pfm	148	44	371	316	35
Reali	101	45	nd	nd	nd
Etica	96	46	nd	nd	nd
Banca Profilo	73	47	nd	nd	nd
Abis	65	48	nd	nd	nd
Albertini	40	49	1.243	1.155	29
Agora	29	50	nd	nd	nd
Alpi	29	51	nd	nd	nd
Nordest	13	52	nd	nd	nd
Groupama-Gan	13	53	nd	nd	nd
Ing Group	nd	-	2.558	2.476	26
Totale	518.680	-	854.656	726.129	-

Tab 1 Attività di promozione di fondi e di gestione effettuata dai gruppi finanziari

I SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI

A fine 2002 rimane stabile la fiducia dei sottoscrittori nell'industria dei fondi comuni. Questo è quanto emerge dai dati preliminari relativi alla consueta analisi annuale. Nonostante il trend negativo registrato dai mercati finanziari e il deflusso di 6,4 miliardi di euro registrato nell'anno dall'industria dei fondi comuni il numero di sottoscrittori è lievemente aumentato rispetto a quello rilevato nella precedente indagine: sono infatti oltre 8.800.000 gli individui che, a fine 2002, possiedono quote di fondi comuni.

Certo il mutamento dello scenario finanziario non è stato influente, ma questo ha modificato la tipologia dei fondi detenuti in portafoglio e l'investimento medio in essi dedicato piuttosto che determinato una fuga da questa tipologia di investimento. In sintesi alcune prime considerazioni:

- una famiglia su tre possiede un fondo comune;
- gli uomini risultano più propensi al rischio, l'acquisto di fondi con componente azionaria è più elevato rispetto a quello effettuato dalle donne (35,6% contro il 29,8%);
- a livello geografico aumenta il numero di sottoscrittori localizzati nelle regioni del Sud (+13,4%) e delle Isole (+15,1%);
- la partecipazione delle donne nelle scelte d'investimento è anche quest'anno in leggera crescita. La percentuale di uomini a cui è intestato un conto è pari a fine anno al 58,4%, -0,6% rispetto a quanto osservato l'anno precedente;
- i sottoscrittori che hanno utilizzato piani di accumulo per sottoscrivere i fondi comuni sono cresciuti nel corso del 2002 (dal 7,8% all'8,3%), a riprova della possibilità di entrare con quote minimali ma costanti nel tempo anche nelle fasi negative dei mercati. Mediamente un sottoscrittore che effettua un PAC ha un'età di 43 anni rispetto all'età media di 53 anni di chi sottoscrive in un'unica soluzione;
- diminuisce il peso detenuto da coloro che investono indirettamente in fondi comuni inserendo questi prodotti all'interno di gestioni patrimoniali. Tale valore è infatti passato dal 33% di fine 2001 al 30% di fine 2003.

La tabella che segue mostra le caratteristiche del campione analizzato e alcuni aspetti rilevanti della figura del sottoscrittore.

Caratteristiche del campione aperto	1996	1998	2000	2001*	2002**
Patrimonio analizzato in mil. euro	66.156	310.590	462.218	412.650	378.581
In % sul patrimonio complessivo	(65,0%)	(83,4%)	(84,3%)	(80,2%)	(81,2%)
% detenuta dalle persone fisiche	n.d.	82%	67%	67%	70%
% detenuta dalle persone giuridiche	n.d.	18%	33%	33%	30%

Caratteristiche delle persone fisiche	1996	1998	2000	2001*	2002**
Numero di persone fisiche [^]	2.171.658	6.735.587	8.480.518	8.443.768	8.838.645
di cui residenti nel Nord Ovest	654.242	2.806.269	3.354.594	3.241.184	3.380.690
di cui residenti nel Nord Est	504.858	1.246.765	1.894.450	2.027.256	2.023.415
di cui residenti nel Centro	264.265	1.200.246	1.372.501	1.570.677	1.601.329
di cui residenti nel Sud e Isole	220.590	1.026.730	1.415.632	1.490.542	1.697.099
% Uomini	63,65	60,06	59,14	58,93	58,37
Età media (in anni)	50	51	51	51	52
Numero medio di fondi detenuti	1,02	1,38	2,62	2,51	2,29
Investimento medio (euro)	30.647	39.148	36.919	32.796	30.162
[^] Compresi i non residenti e i sottoscrittori per cui il dato sulla residenza non è disponibile					
* Dati modificati nel 2002					
** Dati preliminari relativi al 2002					

1 Numero fondi

Rispetto all'anno precedente è cresciuto del 14% il numero di sottoscrittori che possiede un unico fondo. Il peso di questa categoria è cresciuto nell'anno di 4,5 punti percentuali e rappresenta, a fine 2002, il 56% dei sottoscrittori complessivi e il 37,3% del patrimonio analizzato. Si osserva inoltre che l'84% dei sottoscrittori possiede al massimo tre fondi, e quindi solo il 16% dei sottoscrittori, rappresentante però il 62,7% del risparmio investito, suddivide i propri risparmi in più di tre prodotti.

Per comprendere le motivazioni che hanno portato ad una riduzione del numero medio di fondi detenuti bisognerebbe disporre di informazioni relative al portafoglio complessivo del risparmiatore che permetterebbero di evidenziare il ruolo rivestito dai fondi comuni nelle scelte di allocazione del risparmio. La liquidazione di quei fondi che hanno maggiormente soddisfatto o insoddisfatto il risparmiatore o l'uso dello strumento fondo per aumentare/diminuire il rischio complessivo del portafoglio del singolo risparmiatore potrebbero essere alcune delle motivazioni che hanno portato alla concentrazione degli investi-

menti in pochi fondi. Viene quindi da chiedersi quali tipologie di fondi questi sottoscrittori detengono.

Nel caso di possesso di un unico fondo il 25,8% dei sottoscrittori sceglie un fondo obbligazionario area euro a breve termine, il 20,2% un fondo di liquidità area euro, il 9,3% un fondo bilanciato, il 5,7% un fondo azionario Europa, il 5,2% un fondo azionario internazionale. Dai dati si desumono quindi tre usi differenti del prodotto fondo: investimento della liquidità (il 46% delle scelte ricadono infatti in prodotti caratterizzati da un profilo rischio - rendimento basso), delega al gestore professionale dell'asset allocation e quindi della ripartizione tra titoli azionari e obbligazionari (acquisto di fondi bilanciati) e acquisto di prodotti che permettono al tempo stesso di esporsi sui mercati azionari diversificando il portafoglio.

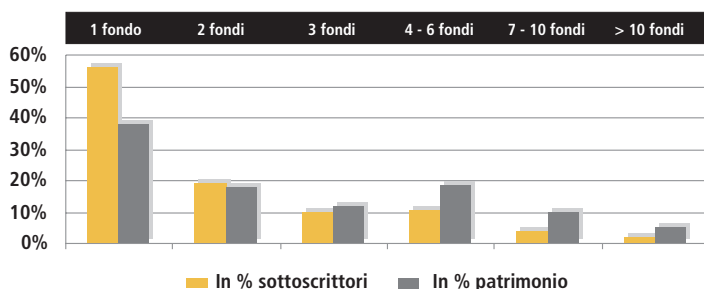


Fig 1 Numero fondi posseduti

L'età media dell'investitore in fondi comuni è aumentata. Dal 1996, anno della prima rilevazione, questa è sempre rimasta intorno ai cinquanta e i cinquantuno anni, ma a fine 2002 questa è salita a 52 anni. L'aumento è causato dal maggior peso della classe rappresentante gli investitori più maturi, cioè quelli con età superiore a 65 anni; questi si sono incrementati nel corso dell'anno di quasi il 7% arrivando ad essere a fine 2002 a più di due milioni, mentre al contempo la classe dei giovani cioè di quelli con meno di 35 anni di età è rimasta stabile con circa 1,6 milioni di individui. La classe di investitori più numerosa si conferma, quindi, quella composta da individui con più di 65 anni, così come viene riconfermato che più del 55% del patrimonio investito è detenuto da individui con età superiore ai 56 anni.

Alcune differenze si osservano se si guarda la residenza del sottoscrittore e il sesso dello stesso. A livello geografico il sottoscrittore residente al Sud è mediamente più giovane rispetto a quello rilevato nelle altre aree geografiche: 49,6 anni nel Sud, 50,9 nel Nord Est, 51,8 nelle Isole, 52 nel Centro, 53,4 nel Nord Ovest. Analizzando invece l'età degli uomini e delle donne si osserva che

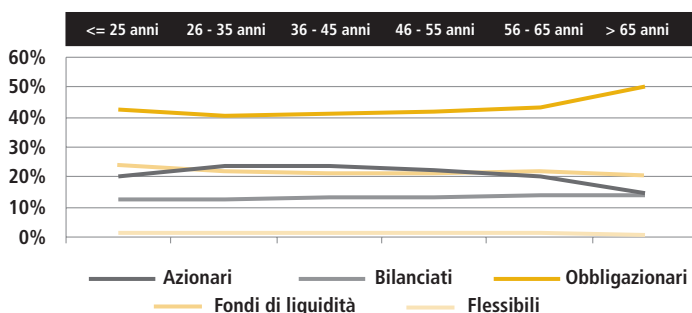
2 Età

l'età media dei primi, 51,9 anni, è leggermente inferiore a quella delle donne pari a 52,7 anni.

Rimane confermato che l'investimento medio in fondi aumenta al crescere dell'età: sono pari a 9.318 gli euro detenuti dai sottoscrittori di età inferiore ai 25 anni, salgono a 30.280 euro per quelli di età compresa tra i 46 e i 55 anni mentre arrivano a 44.620 euro per gli ultra sessantacinquenni. Anche la ripartizione degli investimenti nei diversi fondi è legata all'età dell'investitore. Il patrimonio detenuto in fondi azionari e in fondi flessibili, se si escludono i sottoscrittori inferiori ai venticinque anni diminuisce con l'incremento dell'età, mentre di converso aumenta quello dei fondi obbligazionari e bilanciati. I fondi di liquidità hanno un ruolo importante nelle risorse investite dai più giovani; questi rappresentano infatti il 24% degli investimenti complessivi. Rispetto al 2001, il calo dei mercati finanziari ha ridotto notevolmente il peso dei fondi azionari, all'interno del portafoglio dei risparmiatori si osserva, infatti, che gli individui sotto i 35 anni detengono il 23,6% nei fondi azionari e il 12,6% nei fondi bilanciati; gli ultra 65-enni hanno nei fondi azionari il 14,7% dei loro asset, mentre nei fondi bilanciati il 14,1%.

Fig 2

Caratteristiche
degli investimenti
per classi di età



3 Importo investito

L'importo mediamente investito è diminuito nel corso delle ultime rilevazioni. La flessione dei mercati finanziari ha portato l'investimento medio nei fondi comuni ad assestarsi a fine 2002 a 30.162 euro. La distribuzione dei sottoscrittori sulla base dell'importo detenuto mostra una concentrazione degli individui nelle fasce caratterizzate da investimenti più bassi: il 56,3% dei sottoscrittori complessivi detiene infatti investimenti di ammontare inferiori a 15.000 euro. Analizzando gli ammontari investiti dalle donne e dagli uomini si osserva che a fine anno la quota mediamente investita dalle donne pari a 28.455 euro è inferiore di circa 4.000 euro a quella mediamente posseduta dagli uomini. Grazie alla loro minor propensione al rischio, l'investimento medio delle

donne ha subito nell'anno una minor contrazione (-4,7%) rispetto a quello degli uomini (-6,9%).

La reazione dei sottoscrittori all'andamento dei mercati mostra comportamenti disomogenei laddove gli stessi vengono distinti sulla base dell'ammontare complessivamente investito nei fondi. Il peso dei fondi di liquidità è superiore al 20% quando il risparmiatore detiene nei fondi più di 50.000 euro; investimenti superiori al 20% sono invece effettuati nei fondi azionari quando le risorse sono inferiori ai 25.000 euro; anzi questa categoria rappresenta oltre il 50% degli investimenti quando l'ammontare detenuto in fondi è inferiore a 5.000 euro (valore non differente da quanto avveniva nel 2001).

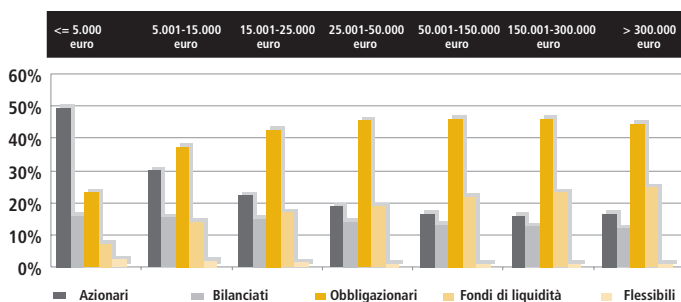


Fig 3 Investimento in fondi per ammontare detenuto

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 52,9% e al 47,5%, nel

4 Dislocazione geografica

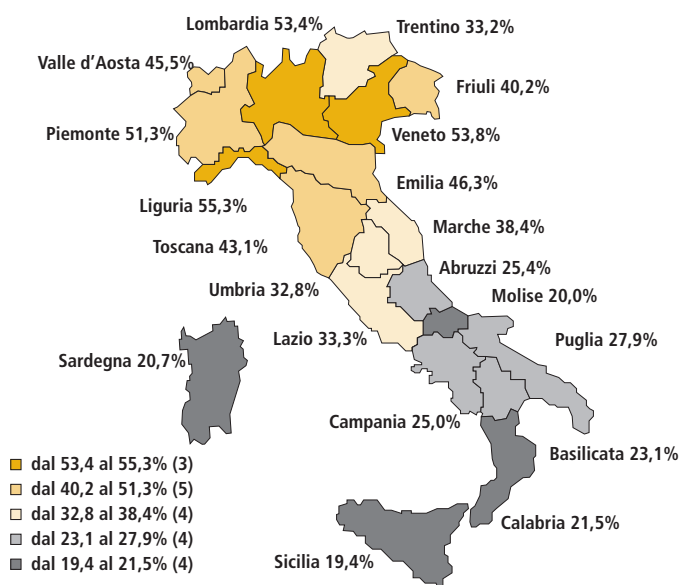
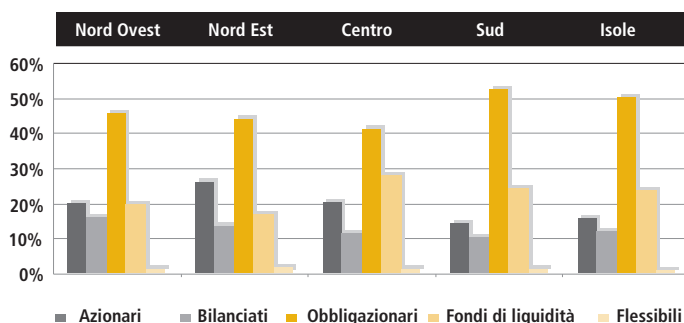


Fig 4 Diffusione del prodotto fondo tra le famiglie italiane

Fig 5 Investimento in tipologie di fondi per area geografica

Centro è del 37,1%, mentre nelle regioni del Sud e delle Isole è più bassa, sebbene in crescita rispetto al 2001, rispettivamente pari al 25,1% e al 19,7%. 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 Nord Est (25,7%), i fondi bilanciati da quelli del Nord Ovest (15,7), i fondi obbligazionari da quelli del Sud (51,4%), mentre i fondi di liquidità dal Centro (27,5%).



L'investimento medio effettuato nei fondi è più elevato nel Nord Ovest con 34.255 euro, segue il Centro con 29.713, il Sud con 29.697, le Isole con 26.614. Non bisogna dimenticare che l'analisi dell'investimento medio mostra solamente l'ammontare investito direttamente in fondi e non anche quello detenuto attraverso gestioni patrimoniali; bisogna inoltre considerare che gli investitori più propensi al rischio, come quelli residenti in queste regioni, normalmente affiancano le scelte di investimento operate per il tramite di operatori professionali con investimenti diretti nei mercati finanziari.

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. Tale indagine si propone l’obiettivo 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. Tutte le informazioni presentate si riferiscono al 31 ottobre 2003.

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 (Tab 1).

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N° Fondi
AZIONARI	74.095,35	19,13%	485
BILANCIATI	32.967,25	8,51%	88
OBBLIGAZIONARI	178.010,01	45,96%	378
FONDI DI LIQUIDITÀ	96.641,32	24,95%	39
FLESSIBILI	5.601,37	1,45%	55
	387.315,30	100,00%	1.045

1 Fondi italiani

Tab 1 Macrocategoria di appartenenza dei fondi comuni italiani

Nella Tab 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.

Come nel 2002 anche quest’anno 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 quasi il 46% del patrimonio totale è detenuto da fondi obbligazionari.

Nelle tabelle 3, 4, 5, 6 e 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.

1.1 I provider di indici

Tab 2 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
J.P. MORGAN	145.514,19	37,57%
MERRILL LYNCH	79.606,54	20,55%
MSCI	61.055,31	15,76%
MTS SPA	43.874,75	11,33%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	8.164,81	2,11%
24 ORE - UNICREDITO	7.690,88	1,99%
ALTRO	6.531,04	1,69%
CITIGROUP	6.279,10	1,62%
NESSUNO	6.007,17	1,55%
BORSA ITALIANA SPA	5.879,44	1,52%
STANDARD & POOR'S	3.914,83	1,01%
BLOOMBERG	3.130,11	0,81%
STOXX LIMITED	2.690,84	0,69%
FTSE	2.172,71	0,56%
LEHMAN BROTHERS	1.371,26	0,35%
E CAPITAL AND PARTNERS	1.006,37	0,26%
RUSSELL	667,73	0,17%
BORSE NON EUROPEE	641,24	0,17%
BORSE EUROPEE	424,36	0,11%
GOLDMAN SACHS	319,94	0,08%
NON DISPONIBILE	201,00	0,05%
DOW JONES	192,45	0,05%

Per i fondi azionari si rileva una notevole concentrazione del patrimonio in termini di index provider, infatti più del 60% di questo è gestito con riferimento a indici MSCI. La presenza di provider obbligazionari nella Tab 3 conferma 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	46.592,28	62,86%	351
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	6.457,53	8,71%	29
BORSA ITALIANA SPA	5.236,98	7,07%	50
STANDARD & POOR'S	3.904,27	5,27%	37
MTS SPA	2.172,18	2,93%	173
STOXX LIMITED	2.050,57	2,77%	24
FTSE	1.919,01	2,59%	25
MERRILL LYNCH	1.396,38	1,88%	103
J.P. MORGAN	1.209,86	1,63%	32
RUSSELL	667,73	0,90%	4
BORSE NON EUROPEE	641,24	0,87%	12
E CAPITAL AND PARTNERS	445,96	0,60%	3
BORSE EUROPEE	424,36	0,57%	13
ALTRO	360,09	0,49%	15
CITIGROUP	276,86	0,37%	5
DOW JONES	169,47	0,23%	6
GOLDMAN SACHS	165,51	0,22%	1
BLOOMBERG	25,84	0,03%	6

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.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	11.676,41	35,42%	63
MSCI	11.496,71	34,87%	85
MERRILL LYNCH	4.755,04	14,42%	40
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1.506,86	4,57%	11
MTS SPA	1.506,84	4,57%	26
CITIGROUP	621,73	1,89%	11
BORSA ITALIANA SPA	608,89	1,85%	6
24 ORE - UNICREDITO	402,40	1,22%	2
STOXX LIMITED	212,07	0,64%	7
FTSE	161,88	0,49%	5
E CAPITAL AND PARTNERS	12,23	0,04%	2
DOW JONES	5,05	0,02%	1
STANDARD & POOR'S	0,65	0,00%	1
ALTRO	0,50	0,00%	1

Tab 4 Fondi comuni italiani Bilanciati

Per i fondi obbligazionari e di liquidità quasi il 90% 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.

Con riferimento ai fondi di liquidità, la voce "Altro" è da attribuire interamente al tasso EURIBOR 3m.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	90.809,67	51,01%	239
MERRILL LYNCH	39.712,60	22,31%	203
MTS SPA	29.137,74	16,37%	105
24 ORE - UNICREDITO	7.288,47	4,09%	12
CITIGROUP	5.321,41	2,99%	37
MSCI	2.787,73	1,57%	32
LEHMAN BROTHERS	1.371,26	0,77%	9
E CAPITAL AND PARTNERS	548,19	0,31%	8
STOXX LIMITED	337,90	0,19%	7
GOLDMAN SACHS	154,42	0,09%	4
NON DISPONIBILE	148,69	0,08%	2
BLOOMBERG	127,13	0,07%	1
FTSE	91,83	0,05%	2
NESSUNO	79,09	0,04%	1
ALTRO	41,80	0,02%	4
BORSA ITALIANA SPA	24,91	0,01%	4
DOW JONES	17,93	0,01%	3
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	9,23	0,01%	2

Tab 5 Fondi comuni italiani Obbligazionari

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	41.810,71	43,26%	12
MERRILL LYNCH	33.722,47	34,89%	15
MTS SPA	10.943,64	11,32%	10
ALTRO	6.128,64	6,34%	1
BLOOMBERG	2.977,14	3,08%	1
NESSUNO	999,61	1,03%	1

Tab 6 Fondi comuni italiani di Liquidità

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
NESSUNO	4.928,47	87,99%	43
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	191,19	3,41%	2
MSCI	178,59	3,19%	9
MTS SPA	114,35	2,04%	4
STOXX LIMITED	90,29	1,61%	2
NON DISPONIBILE	52,31	0,93%	2
MERRILL LYNCH	20,05	0,36%	3
STANDARD & POOR'S	9,91	0,18%	1
BORSA ITALIANA SPA	8,66	0,15%	1
J.P. MORGAN	7,53	0,13%	3

Tab 7 Fondi comuni italiani Flessibili

1.2 I benchmark

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

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	33.719,18	8,71%	16	55,31
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	28.507,12	7,36%	36	57,92
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	27.420,51	7,08%	227	19,25
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	25.234,93	6,51%	35	26,86
J.P. MORGAN GBI EMU	23.491,02	6,06%	65	60,62
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	22.039,73	5,69%	131	17,82
MSCI EUROPE	17.906,35	4,62%	42	72,26
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	12.601,85	3,25%	24	58,13
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	12.433,03	3,21%	37	22,03
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	7.577,38	1,96%	63	59,60
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	6.945,13	1,79%	23	63,91
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	6.752,33	1,74%	5	88,00
MSCI WORLD FREE	6.541,10	1,69%	53	54,62
EURIBOR 3 MESI	6.530,53	1,69%	20	14,50
MSCI WORLD	6.221,21	1,61%	71	66,97

Tab 8 I primi 15 indici

Rispetto al 2002 lo J.P. Morgan EMU 3m Cash Index prende il posto dello J.P. Morgan EUR 3m Cash Index quale indice più utilizzato, in termini di patrimonio

gestito. Mentre l'indice che fa registrare il maggior numero di impieghi è ancora l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT.

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

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	14.413,21	19,45%	29	90,52
INDICE COMIT GLOBALE R	4.349,79	5,87%	12	94,58
MSCI WORLD FREE	3.591,17	4,85%	22	89,77
MSCI WORLD	3.108,62	4,19%	38	90,26
S&P 500 INDEX	2.864,39	3,86%	19	88,42
MSCI EMF	2.511,46	3,39%	20	93,50
MIB R	2.307,89	3,11%	10	85,50
MSCI NORTH AMERICA	2.257,44	3,05%	10	92,00
MSCI USA	2.088,29	2,82%	7	83,21
INDICE COMIT GLOBALE	1.895,93	2,56%	14	92,50
MSCI AC WORLD FREE	1.849,93	2,50%	5	99,00
MSCI INFORMATION TECHNOLOGY	1.776,93	2,40%	14	79,79
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	1.527,74	2,06%	131	9,01
MSCI PACIFIC FREE	1.438,93	1,94%	9	92,22
MSCI PAN - EURO	1.374,53	1,85%	4	96,25

Tab 9 Fondi comuni italiani
Azionari

L'indice più utilizzato dai fondi azionari è l'indice MSCI Europe il quale rappresenta quasi un quinto del patrimonio complessivamente gestito dai fondi azionari. L'indice MTS-BOT risulta essere l'indice più utilizzato in termini di impieghi, ma con un peso medio nel benchmark relativamente basso (9,01%). Questo conferma la consuetudine dei fondi azionari di utilizzare un benchmark composto (azionario/liquidità).

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU	5.974,66	18,12%	20	39,75
MSCI WORLD	2.956,37	8,97%	24	42,08
MSCI WORLD FREE	2.704,56	8,20%	23	36,09
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	2.453,99	7,44%	23	35,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	2.342,44	7,11%	6	39,17
MSCI EUROPE	2.131,60	6,47%	10	36,00
INDICE COMIT GLOBALE	1.413,70	4,29%	8	29,38
MSCI WORLD ex EUROPE	1.276,65	3,87%	4	22,50
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	1.217,65	3,69%	3	33,33
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	713,91	2,17%	5	64,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	707,68	2,15%	6	35,83
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	696,84	2,11%	11	13,18
MSCI EMU	572,71	1,74%	3	26,67
MSCI ITALY	557,81	1,69%	4	11,25
MSCI AC WORLD FREE	549,84	1,67%	2	30,00

Tab 10 Fondi comuni italiani
Bilanciati

Per i fondi bilanciati, dei primi 15 benchmark, 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.

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	28.224,80	15,86%	33	60,76
J.P. MORGAN GBI EMU	17.307,63	9,72%	44	70,80
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	16.702,05	9,38%	14	48,93
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	16.265,66	9,14%	72	32,29
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	11.887,94	6,68%	19	56,58
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	5.479,84	3,08%	5	74,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	5.098,65	2,86%	38	75,92
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	5.046,75	2,84%	2	95,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	4.602,69	2,59%	17	72,65
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO VARIABILE"	4.428,05	2,49%	2	65,00
J.P. MORGAN GBI +	4.157,81	2,34%	8	86,25
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	3.734,07	2,10%	6	80,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO FISSO - GENERALE"	2.794,65	1,57%	2	90,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 3-5 yrs	2.503,12	1,41%	3	66,67
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	2.376,47	1,34%	7	25,71

Tab 11 Fondi comuni italiani
Obbligazionari

Lo J.P. Morgan GBI EMU 1-3 yr è l'indice più utilizzato dai fondi obbligazionari in termini di patrimonio, mentre l'indice MTS-BOT è il primo in termini di impieghi. Dalla Tab 11 risulta che i 15 indici più importanti (rappresentanti il 73,4% del patrimonio obbligazionario) sono tutti obbligazionari e sono calcolati dai seguenti index provider: J.P. Morgan, MTS SpA, Merrill Lynch e 24-Ore Unicredito. Sia per

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	21.083,66	21,82%	5	92,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	18.280,06	18,92%	7	100,00
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	17.017,13	17,61%	2	100,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	10.593,71	10,96%	4	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	9.234,27	9,56%	6	100,00
EURIBOR 3 MESI	6.128,64	6,34%	1	100,00
BLOOMBERG/EFFAS EURO CASH INDICES - LIBOR RETURN 3M	2.977,14	3,08%	1	100,00
MERRILL LYNCH ITALY GOVERNMENT BILL	2.657,71	2,75%	2	100,00
MERRILL LYNCH EURO LIBOR 3 M COSTANT MATURITY	1.996,92	2,07%	1	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	1.709,37	1,77%	4	100,00
J.P. MORGAN EMU 6M CASH INDEX	1.475,52	1,53%	2	100,00
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	1.335,32	1,38%	1	100,00
NESSUNO	999,61	1,03%	1	100,00
J.P. MORGAN GLOBAL 3M CASH INDEX	859,12	0,89%	1	40,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 1 MONTH CONSTANT MATURITY	194,07	0,20%	1	100,00

Tab 12 Fondi comuni italiani
di Liquidità

i fondi obbligazionari che per fondi bilanciati, rispetto al 2002, è aumentata la concentrazione del patrimonio attorno ad un unico indice.

I fondi di liquidità presentano una distribuzione molto concentrata in termini di indici scelti in quanto i primi 4 rappresentano quasi il 70% del patrimonio totale di questi fondi. Si rileva, però, che rispetto all'anno scorso questo patrimonio è distribuito in maniera più eterogenea tra questi quattro indici e che il peso dello J.P. Morgan EUR 3m Cash Index passa dal 40,41% del 2002 al 21,82% del 2003.

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
NESSUNO	4.928,47	87,99%	43	100,00
INDICE COMIT GLOBAL + R	182,13	3,25%	1	70,00
MORGAN STANLEY WORLD BOND INDEX	129,83	2,32%	2	47,50
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	78,06	1,39%	1	30,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	54,52	0,97%	1	55,00
NON DISPONIBILE	52,31	0,93%	2	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	36,30	0,65%	3	20,00
MSCI WORLD	36,10	0,64%	5	57,00
DOW JONES EURO STOXX LARGE (Eurozone)	35,77	0,64%	1	65,00
MERRILL LYNCH PAN EUROPE GOVERNMENT BOND INDEX 1-3 yrs - hedged into euro	19,26	0,34%	1	35,00
S&P 500 INDEX	9,91	0,18%	1	10,00
INDICE COMIT GLOBALE	9,06	0,16%	1	70,00
MIB 30	8,66	0,15%	1	70,00
MORGAN STANLEY EMERGING MARKET BOND INDEX	7,70	0,14%	1	5,00
MSCI EM	4,96	0,09%	1	5,00

Tab 13 Fondi comuni italiani
Flessibili

Le Fig 1 e 2 riproducono 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.

1.3 L'asset allocation

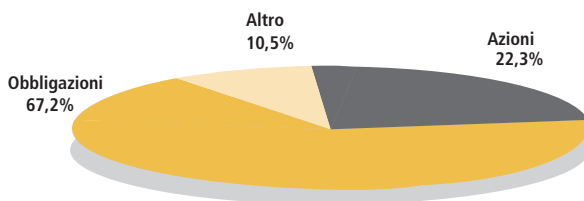


Fig 1 Portafoglio effettivo

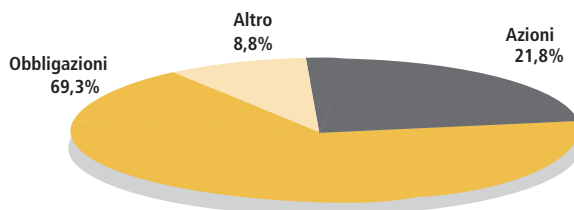


Fig 2 Benchmark

Le prossime figure consentono di approfondire i valori di asset allocation dei benchmark adottati distinguendo tra indici azionari e obbligazionari.

1.3.1 Indici azionari distribuzione geografica

La Fig 3 (distribuzione per continenti) illustra come si distribuiscono gli investimenti degli indici azionari tra i diversi continenti. Anche per il 2003 più della metà del patrimonio viene investito in Europa. Questa parte di patrimonio (Fig 4) si compone di Azioni Italia, Azioni Europa (ex euro), Azioni Area euro (ex Italia) e in parte anche di Azioni Paesi Emergenti. Però, l'investimento in Azioni Italia subisce una diminuzione dal 20,3% del 2002 al 12,7% del 2003 a vantaggio dell'investimento in Azioni Area euro (ex Italia) che passano dal 18,2% del 2002 al 25,6% del 2003. I capitali investiti in America sono poco più della 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.

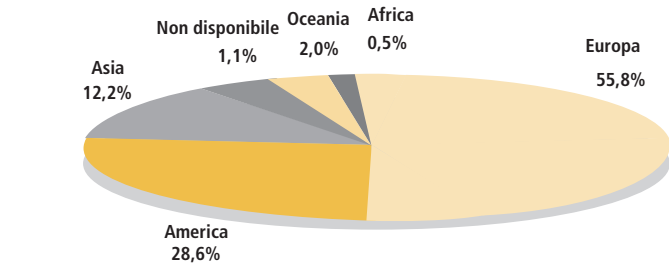


Fig 3 Distribuzione per continenti

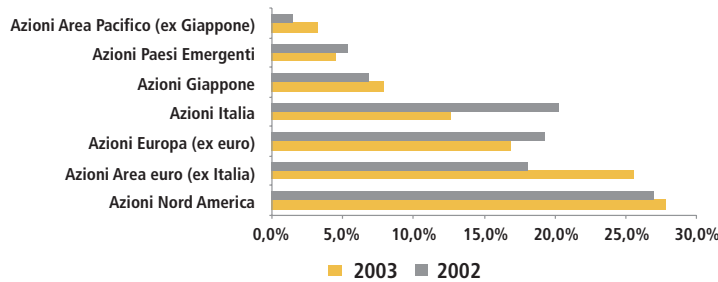


Fig 4 Distribuzione per mercati

1.3.2 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).

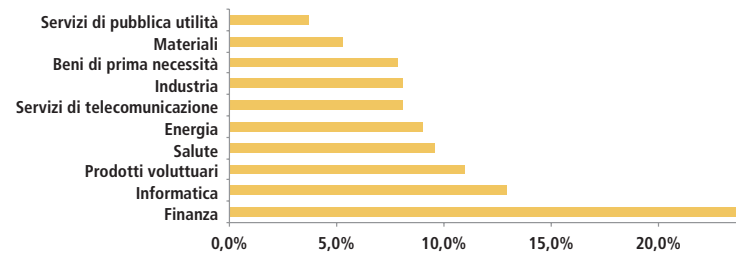


Fig 5 Distribuzione per settore economico

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

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). Questa rimane pressoché inalterata rispetto al 2002 a parte un incremento di 7,4 punti percentuali dell'investimento in titoli a "Breve Termine", cioè con durata inferiore a 2 anni.

La Fig 6 mostra che gli emittenti obbligazionari sono domiciliati nella quasi totalità dei casi in Paesi sviluppati (Australia, Canada, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore, Stati Uniti, Svizzera e Unione Europea).

1.3.3 Indici obbligazionari

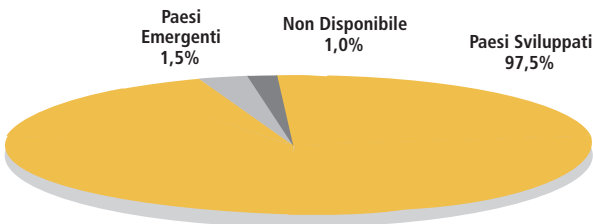


Fig 6 Distribuzione per Paese dell'Emittente

La Fig 7 evidenzia il peso nettamente prevalente degli emittenti sovrani (88,3%) 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 (Fig 8).

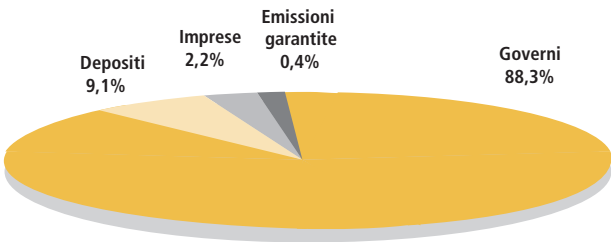


Fig 7 Distribuzione per Emittente

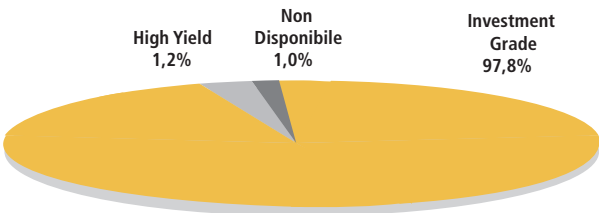


Fig 8 Distribuzione per Merito di credito

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), 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 (Fig 9) e che il 67,8% del patrimonio è relativo a titoli di "Breve Termine" (Fig 10).

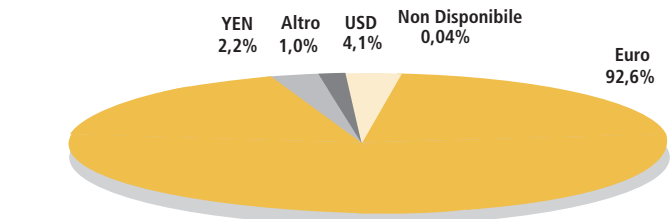


Fig 9 Distribuzione per Valuta

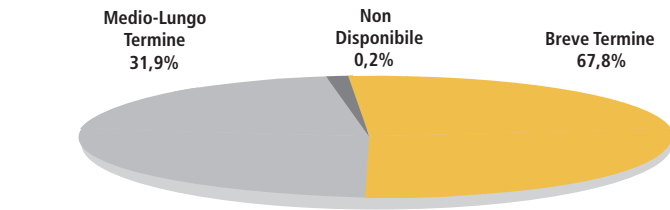


Fig 10 Distribuzione per durata dell'emissione

2 I Fondi Esteri gestiti da intermediari esteri

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

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N° Fondi
AZIONARI	9.084,77	39,98%	1.298
BILANCIATI	668,81	2,94%	104
OBBLIGAZIONARI	9.101,81	40,05%	502
FONDI DI LIQUIDITÀ	3.816,50	16,80%	122
FLESSIBILI	51,48	0,23%	14
	22.723,37	100,00%	2.040

Tab 14 Macrocategoria di appartenenza dei fondi esteri

Il patrimonio dei fondi considerati è pari a circa il 5,9% del patrimonio dei fondi italiani, anche se sono in numero superiore. Rispetto al 2002 c'è un'inversione di predominanza tra fondi obbligazionari e azionari, infatti i primi superano i secondi in termini di patrimonio, ma non anche in termini di numero di fondi. Gli obbligazionari salgono dal 37,61% del 2002 al 40,05% del 2003, mentre gli azionari scendono dal 42,82% del 2002 al 39,98% del 2003.

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

Rispetto ai fondi italiani il patrimonio dei fondi esteri appare meno concentrato (Tab 15), infatti i tre quarti del suo volume si distribuiscono fra 6 provider: 2

2.1 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	5.713,30	25,14%
J.P. MORGAN	2.969,71	13,07%
CITIGROUP	2.655,70	11,69%
LEHMAN BROTHERS	2.150,73	9,46%
ALTRO	2.030,51	8,94%
STANDARD & POOR'S	1.709,98	7,53%
NON DISPONIBILE	1.275,72	5,61%
BORSE EUROPEE	1.053,64	4,64%
BORSE NON EUROPEE	742,45	3,27%
MERRILL LYNCH	640,07	2,82%
FTSE	407,71	1,79%
STOXX LIMITED	330,29	1,45%
BORSA ITALIANA SPA	276,71	1,22%
RUSSELL	258,31	1,14%
HSBC	223,00	0,98%
NOMURA	72,49	0,32%
BLOOMBERG	66,31	0,29%
UBS WARBURG	59,24	0,26%
NESSUNO	38,59	0,17%
CSFB	15,34	0,07%
DOW JONES	11,84	0,05%
MICROPAL	9,54	0,04%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	8,37	0,04%
PICTET	2,31	0,01%
GOLDMAN SACHS	1,51	0,01%

Tab 15 I provider di indici

Provider	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	4.599,94	50,63%	685
STANDARD & POOR'S	1.709,01	18,81%	114
BORSE NON EUROPEE	742,40	8,17%	124
FTSE	405,74	4,47%	74
STOXX LIMITED	324,58	3,57%	48
BORSA ITALIANA SPA	276,71	3,05%	22
RUSSELL	258,31	2,84%	52
HSBC	222,67	2,45%	38
ALTRO	164,99	1,82%	50
NON DISPONIBILE	126,58	1,39%	26
BORSE EUROPEE	107,11	1,18%	75
NOMURA	72,49	0,80%	16
J.P. MORGAN	40,43	0,45%	3
DOW JONES	11,84	0,13%	13
MICROPAL	9,54	0,10%	1
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	8,37	0,09%	2
CITIGROUP	4,06	0,04%	8

Tab 16 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Azionari

sono produttori in prevalenza di indici azionari e detengono poco più del 32% del patrimonio totale; 3 di indici obbligazionari e detengono poco più del 34% del patrimonio totale. Alla voce "Altro" vanno imputati i così detti indici customizzati (indici personalizzati sulla base delle indicazioni del gestore). Rispetto ai fondi italiani, nella macrocategoria "Azionari" i primi 8 index provider sono tutti azionari e diminuisce il peso di quelli obbligazionari.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	1.218,35	31,92%	37
NON DISPONIBILE	885,75	23,21%	14
BORSE EUROPEE	780,16	20,44%	38
CITIGROUP	762,31	19,97%	27
MERRILL LYNCH	92,62	2,43%	12
J.P. MORGAN	77,33	2,03%	1

Quasi il 95% del patrimonio dei fondi di liquidità esteri, per i quali è stato indicato un benchmark diverso da "Non Disponibile", è gestito con riferimento agli indici di soli 3 provider il primo dei quali è riconducibile alla categoria residuale "Altro". In particolare il 57% dei 1.218,35 milioni di euro attribuiti a questa voce si riferisce all'EURIBOR 3m.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	276,44	41,33%	40
NON DISPONIBILE	206,40	30,86%	5
MSCI	91,86	13,74%	100
J.P. MORGAN	74,22	11,10%	72
CITIGROUP	16,45	2,46%	9
FTSE	1,97	0,30%	4
BORSE EUROPEE	0,84	0,13%	24
PICTET	0,39	0,06%	5
LEHMAN BROTHERS	0,23	0,03%	1

Come per quelli di liquidità, la maggior parte del patrimonio dei fondi bilanciati risulta essere attribuita alla categoria residuale "Altro". Il peso percentuale corrispondente a questa categoria si ripartisce fra il gruppo degli indici customizzati (37,29%), l'EONIA (2,51%), l'EURIBOR 3m (1,16%) e l'EURIBOR (0,37%).

2.2 I benchmark

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

Rispetto al 2002 lo J.P Morgan GBI EMU ha preso il posto dello MSCI EUROPE quale indice più utilizzato in termini di patrimonio e fra i primi 15 indici ci sono molti più obbligazionari. Questo è conseguenza del fatto che i fondi obbligazionari hanno superato quelli azionari in termini di patrimonio.

Tab 17 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri di Liquidità

Tab 18 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Bilanciati

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
J.P. MORGAN GBI EMU	1.592,01	7,01%	46	56,09
MSCI EUROPE	1.529,84	6,73%	140	86,16
S&P 500 INDEX	1.524,34	6,71%	77	100,00
NON DISPONIBILE	1.275,72	5,61%	60	100,00
MSCI WORLD	827,92	3,64%	107	80,37
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-3 yrs	812,26	3,57%	13	100,00
EURIBOR 3 MESI	774,30	3,41%	20	67,50
MSCI EMU	720,99	3,17%	39	72,56
LEHMAN BROTHERS EURO AGGREGATE	643,51	2,83%	6	100,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	613,41	2,70%	47	58,30
LEHMAN BROTHERS CORPORATE EURO AGGREGATE	482,72	2,12%	20	95,00
MSCI EURO DEBT INDEX	473,46	2,08%	2	100,00
LONDON INTER-BANK BID RATE (LIBID) EURO 7 days	433,35	1,91%	1	100,00
CITIGROUP EUROPEAN WGBI	408,34	1,80%	21	96,19
MSCI EM SOVEREIGN DEBT INDEX 1-3 yr	404,93	1,78%	1	100,00

Tab 19 I primi 15 indici

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 3 dell'area Pacifico rappresentanti del 7,17% del patrimonio azionario, del tutto assenti per i fondi azionari di diritto italiano. Rispetto al 2002 e ai fondi azionari di diritto italiano lo MSCI EUROPE non è più il primo in termini di patrimonio, ma lo è per impieghi.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	PesoMedio
S&P 500 INDEX	1.523,36	16,77%	76	100,00
MSCI EUROPE	1.505,51	16,57%	113	97,79
MSCI WORLD	789,06	8,69%	74	98,92
MSCI EMU	693,69	7,64%	25	96,00
TOPIX	270,66	2,98%	20	100,00
MIBTEL	254,06	2,80%	11	100,00
MSCI EMF	253,91	2,79%	38	100,00
JAPAN TSE 1st SECTION	222,79	2,45%	20	100,00
RUSSELL 2000	181,76	2,00%	27	100,00
FTSE EUROPE	161,87	1,78%	6	100,00
HSBC EUROPEAN SMALLER COMPANIES	158,94	1,75%	24	100,00
MSCI AC FAR EAST FREE ex JAPAN	158,03	1,74%	40	95,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	128,04	1,41%	17	95,29
NON DISPONIBILE	126,58	1,39%	26	100,00
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	123,07	1,35%	7	100,00

Tab 20 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri Azionari

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.

2.3 L'asset allocation

Il portafoglio effettivo rileva una diminuzione delle azioni rispetto all'anno scorso (dal 42,90% del 2002 al 40,10% del 2003) inferiore a quella evidenziata dalla ripartizione ottenuta dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark adottati (dal 45,17% del 2002 al 39,87% del 2003). Se si sommano le voci "Altro" e "Obbligazioni" possiamo confrontare la Fig 11 con la 12 e notare che i benchmark prescelti dai gestori catturano in maniera soddisfacente la composizione del portafoglio dei fondi.

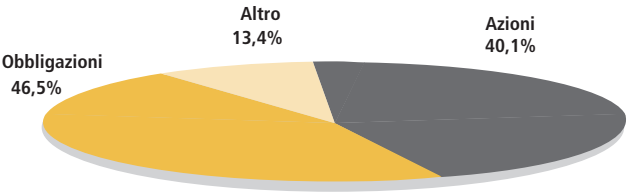


Fig 11 Portafoglio effettivo

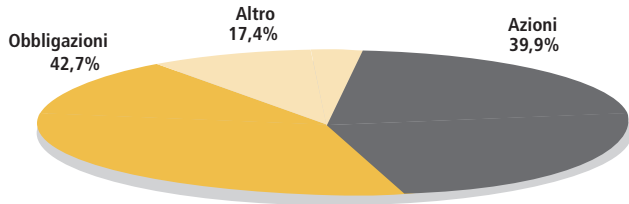


Fig 12 Benchmark

2.3.1 Indici azionari

Esaminando la distribuzione per continente non si riscontrano differenze sostanziali rispetto a quanto rilevato per i fondi italiani. Maggiori differenze si notano confrontando la distribuzione per mercati dei fondi esteri con quella dei fondi italiani. Infatti si ha una diminuzione delle azioni Italia di quasi 9 punti percentuali, un aumento di quasi 2 punti percentuali delle azioni giapponesi e delle azioni Paesi Emergenti.

Nel 2003 il patrimonio di questi fondi è stato investito prevalentemente in azioni Nord America invece che in azioni Area euro (ex Italia) come avveniva nel 2002.

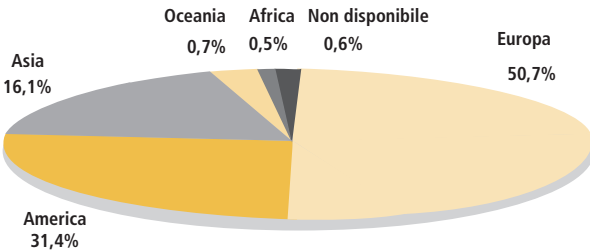


Fig 13 Distribuzione per continente

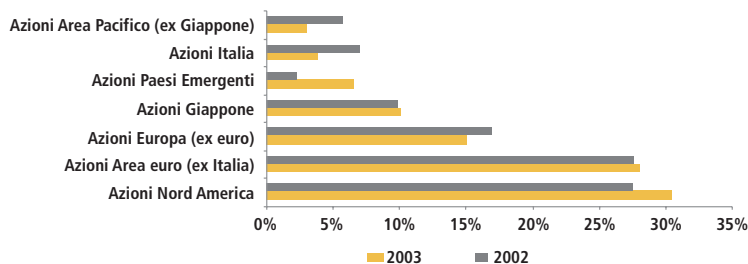


Fig 14 Distribuzione per mercati

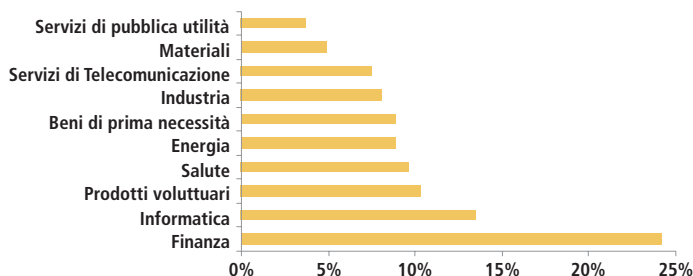


Fig 15 Distribuzione per settore economico

Con riferimento alla distribuzione per settore economico anche per i fondi esteri circa il 24% del patrimonio viene investito in titoli emessi da società operanti nel settore "Finanza".

Per i fondi esteri l'investimento in Paesi emergenti risulta inferiore rispetto all'anno precedente, ma rimane maggiore di quello dei fondi italiani.

2.3.2 Indici obbligazionari

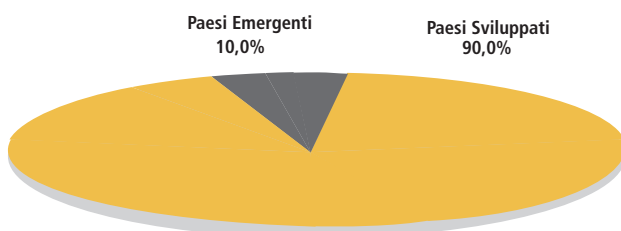


Fig 16 Distribuzione per Paese dell'Emittente

Questi fondi investono prevalentemente in titoli emessi da emittenti sovrani e denominati in euro, ma rispetto ai fondi di diritto italiano hanno una scadenza di medio-lungo periodo. Quest'anno inoltre aumenta il peso dei titoli emessi da imprese che passa dal 9,89% al 15,59%.

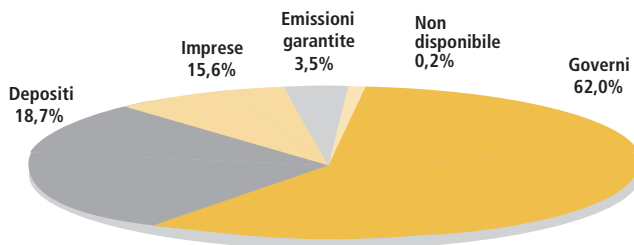


Fig 17 Distribuzione per Emittente

Fig 18 Distribuzione per Merito di credito

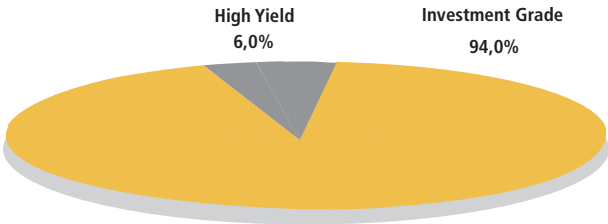


Fig 19 Distribuzione per valuta

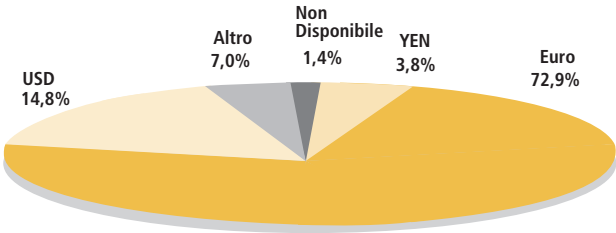
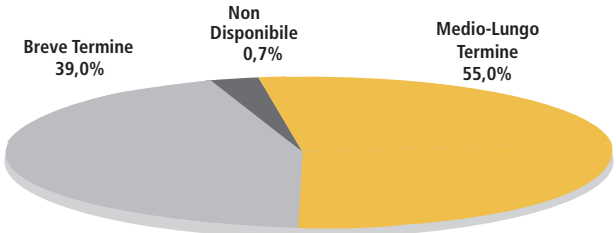


Fig 20 Distribuzione per durata dell'emissione



3 I Fondi Esteri gestiti da intermediari appartenenti a gruppi italiani

L'ultima parte dell'analisi si concentra sui 1.170 fondi comuni di diritto estero promossi da intermediari italiani. Il campione include anche i fondi lussemburghesi storici e ha un patrimonio pari a quasi il 30% di quello dei fondi di diritto italiano. Come per le altre due tipologie di fondi visti in precedenza anche questi appartengono prevalentemente alla categoria obbligazionaria.

Tab 21 Macrocategoria di appartenenza dei fondi

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N°Fondi
AZIONARI	35.956,27	31,08%	669
BILANCIATI	3.935,59	3,40%	63
OBBLIGAZIONARI	62.020,04	53,61%	387
FONDI DI LIQUIDITA'	9.090,46	7,86%	24
FLESSIBILI	4.679,25	4,04%	27
	115.681,61	100,00%	1.170

3.1 I provider di indici

Come per i fondi di diritto estero gestiti da intermediari esteri il primo provider in termini di patrimonio è MSCI, il quale vede però scendere il suo peso di quasi 4 punti percentuali in confronto al 2002.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	29.241,69	25,28%
J.P. MORGAN	28.051,50	24,25%
24 ORE - UNICREDITO	13.235,73	11,44%
CITIGROUP	10.283,27	8,89%
MTS SPA	8.975,59	7,76%
NON DISPONIBILE	8.897,99	7,69%
NESSUNO	5.832,26	5,04%
MERRILL LYNCH	3.844,43	3,32%
STANDARD & POOR'S	1.754,16	1,52%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1.656,10	1,43%
RUSSELL	1.142,10	0,99%
BORSA ITALIANA SPA	1.035,18	0,89%
STOXX LIMITED	525,71	0,45%
BORSE EUROPEE	421,53	0,36%
LEHMAN BROTHERS	273,55	0,24%
ALTRO	271,53	0,23%
CSFB	90,87	0,08%
BORSE NON EUROPEE	59,12	0,05%
FTSE	40,04	0,03%
BLOOMBERG	30,15	0,03%
E CAPITAL AND PARTNERS	18,71	0,02%
DOW JONES	0,32	0,00%

Tab 22 I provider di indici

Il provider MSCI risulta essere il primo in termini di patrimonio sia per i fondi azionari (76,78%) che per quelli bilanciati (37,96%), mentre il provider J.P. Morgan lo è per i fondi obbligazionari (30,23%) e per quelli di liquidità (87,38%).

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

3.2 I benchmark

Indice	Patrimonio(mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
24 ORE - UNICREDITO EMU6	11.166,56	9,65%	32	63,13
NON DISPONIBILE	8.897,99	7,69%	137	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS -				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	7.189,62	6,22%	50	33,30
MSCI EUROPE	7.106,44	6,14%	91	65,46
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-5 yr	5.844,12	5,05%	4	65,00
NESSUNO	5.832,26	5,04%	20	100,00
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	5.215,17	4,51%	2	100,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	4.135,77	3,58%	17	54,71
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	3.118,71	2,70%	14	82,86
MSCI NORTH AMERICA	2.609,75	2,26%	18	100,00
MSCI USA	2.579,21	2,23%	3	100,00
J.P. MORGAN GBI EMU 5 + yr	2.538,58	2,19%	3	100,00
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 5-10 yr	2.372,00	2,05%	2	100,00
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	2.334,04	2,02%	3	66,67
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	1.840,31	1,59%	51	48,82

Tab 23 Primi 15 indici

Il 24 Ore - Unicredit EMU 6 risulta essere, anche per quest'anno, 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).

3.3 L'asset allocation

In questa parte si riportano grafici simili a quelli visti nelle precedenti analisi di asset allocation.

Il portafoglio effettivo mostra una diminuzione delle azioni dal 34,3% del 2002 al 30% del 2003 a favore delle sole obbligazioni, mentre la ripartizione ottenuta dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark adottati mostra un incremento notevole anche della componente "Altro" (dal 7,64% del 2002 al 13,56%).

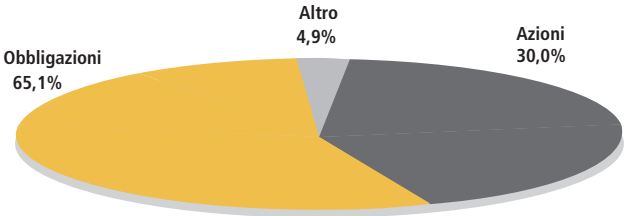


Fig 21 Portafoglio effettivo

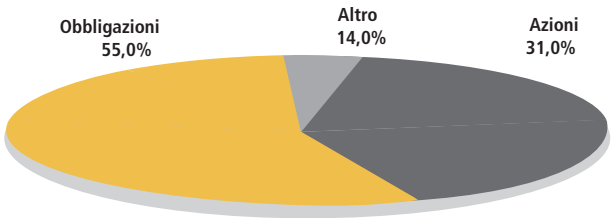


Fig 22 Benchmark

3.3.1 Indici azionari

Nel 2003 si ha anche per questa tipologia di fondi, come per quella italiana, una diminuzione dell'investimento in Azioni Italia, mentre incrementa l'investimento in Azioni Paesi Emergenti.

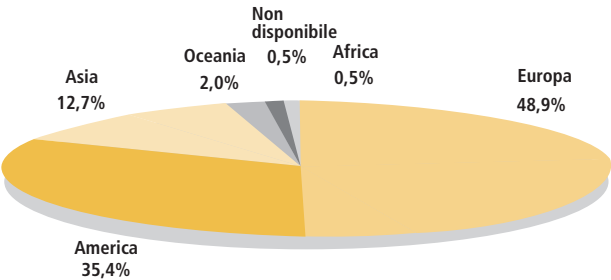


Fig 23 Distribuzione per continenti

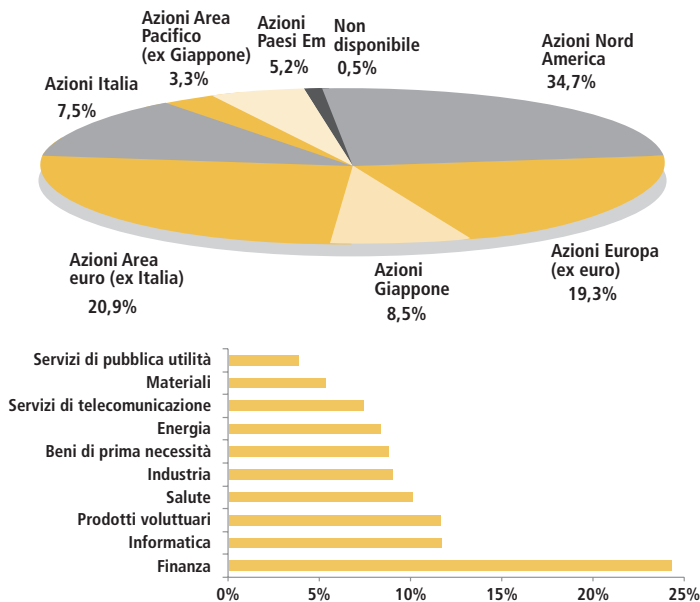


Fig 24 Distribuzione per mercati

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.

3.3.2 Indici obbligazionari

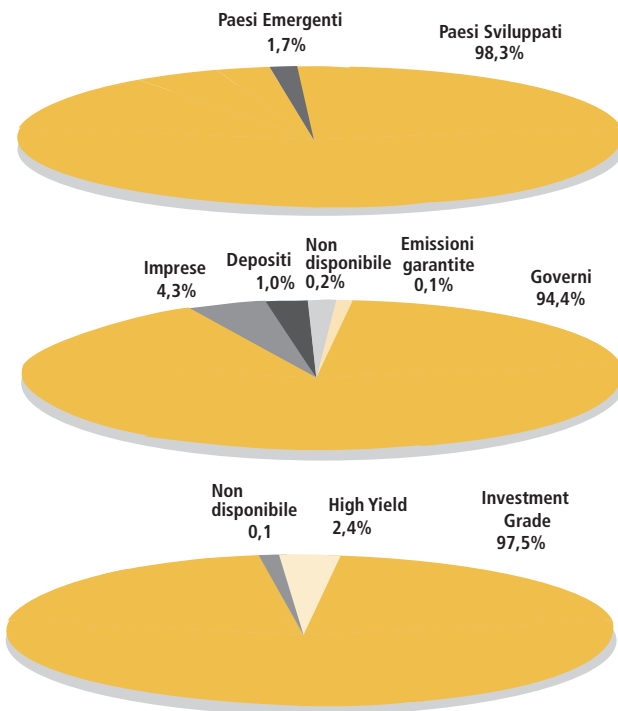


Fig 26 Distribuzione per Paese

Fig 27 Distribuzione per Emittente

Fig 28 Distribuzione per Merito di credito

Fig 29 Distribuzione per valuta

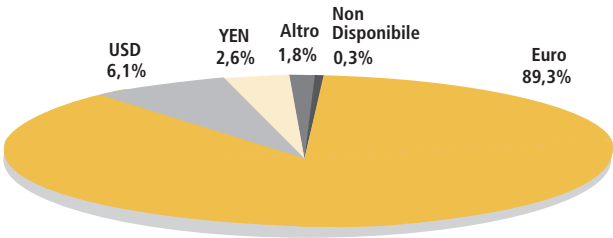
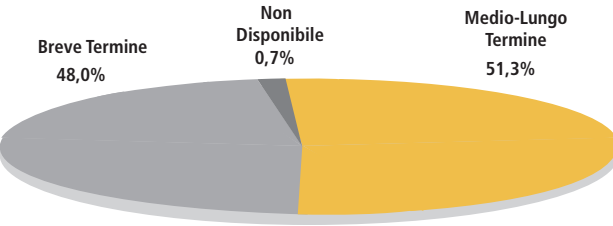


Fig 30 Distribuzione per durata dell'emissione



Tab 24 Siti Web dei principali index provider

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

SERVIZI E COSTI DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Nell'analisi che segue sono evidenziate le caratteristiche salienti dei fondi comuni di investimento armonizzati italiani, in termini di modalità di sottoscrizione e rimborso più diffuse, di servizi offerti alla clientela e di oneri posti a carico dei sottoscrittori e dei fondi.

L'indagine è stata effettuata avvalendosi dei dati desunti dai prospetti informativi dei fondi in vigore al 31 dicembre 2003 e riguarda un campione rappresentativo corrispondente al 98,3% del totale dei fondi armonizzati italiani (99,9% del patrimonio).

I risultati dell'analisi sono sia rapportati al totale dei fondi (medie semplici), sia ponderati rispetto al patrimonio (medie ponderate).

- 1 Fondi armonizzati italiani**
- 1.1 Modalità di sottoscrizione delle quote**
- 1.2 Sottoscrizione mediante versamento in un'unica soluzione (PIC)**

L'acquisto delle quote dei fondi avviene prevalentemente prendendo contatto con uno dei soggetti incaricati del collocamento, sottoscrivendo un apposito modulo e versando il relativo importo.

La modalità di sottoscrizione prevalente consiste nel versamento in un'unica soluzione dell'importo che si vuole investire (PIC, Piano di Investimento del Capitale), ma molti fondi consentono anche l'adesione tramite Piani di Accumulo del Capitale (PAC).

Nel prospetto informativo dei fondi è sempre indicato l'importo minimo che deve essere versato per la prima sottoscrizione e, molto spesso, è indicato anche l'importo minimo di eventuali sottoscrizioni successive alla prima. Questo perché, a fronte dei costi, anche amministrativi, che i fondi sostengono per la gestione delle risorse, essi si impegnano ad accettare importi non inferiori ad un minimo prefissato.

In particolare, per i fondi analizzati, i versamenti iniziali vanno da un minimo che corrisponde al valore di una quota del fondo ad un massimo di 10 milioni di euro, con una media semplice di 13.277 euro e una media ponderata di 7.538 euro. Escludendo i 6 fondi che prevedono un importo minimo di sotto-

Tab 1 Versamenti iniziali medi per macrocategoria (in euro)

Macrocategoria	Media semplice			Media ponderata		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
AZIONARI	1.124	1.219	1.356	829	978	1.107
BILANCIATI	1.238	1.328	1.472	751	868	1.017
OBBLIGAZIONARI	1.053	1.143	1.221	703	755	1.007
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.517	1.685	1.827	796	1.336	1.333
FLESSIBILI	1.312	1.257	1.159	1.020	1.022	986

scrizione iniziale superiore a 25.000 euro gli importi medi si riducono drasticamente, passando ad una media semplice di 1.132 euro e ad una media ponderata di 758 euro.

Il confronto di tali medie con gli importi minimi medi richiesti negli anni precedenti evidenzia l'aumentata facilità di accesso ai fondi di investimento da parte di investitori che dispongono di mezzi finanziari di modesta entità. Infatti, rispetto al 2001, l'importo medio del versamento iniziale minimo si è ridotto di quasi 190 euro, mentre rispetto al 2002 di quasi 86 euro.

La tendenza verso una riduzione della soglia di ingresso nei fondi è ulteriormente evidenziata nella Tab 1 che mostra gli importi medi richiesti per macrocategoria (per fondi con importi minimi di sottoscrizione inferiori a 25.000 euro).

Tutte le macrocategorie di fondi registrano una riduzione degli importi medi richiesti in fase di prima sottoscrizione, ad eccezione di quella dei fondi flessibili, la cui soglia di ingresso è aumentata mediamente di 56 euro rispetto allo scorso anno. Le riduzioni maggiori riguardano i fondi di liquidità. Sebbene essi rimangano la macrocategoria di fondi con la soglia di ingresso più elevata (1.517 euro), evidenziano la maggiore riduzione rispetto al 2002 e al 2001, rispettivamente pari a -168 euro e -310 euro. In linea con gli anni precedenti, la macrocategoria che richiede importi minimi più bassi è quella obbligazionaria (1.053 euro), seguita da quella azionaria (1.124 euro), bilanciata (1.238 euro), flessibile (1.312 euro) e di liquidità (1.517 euro).

Ulteriore conferma di quanto già evidenziato è la constatazione che il 59,5% dei fondi (corrispondenti al 74,9% del patrimonio) richiede importi minimi di sottoscrizione inferiori o uguali a 500 euro. Nel 2001, solo il 43,9% dei fondi (55,7% del patrimonio) rientrava in questa soglia. Complessivamente il 95% dei fondi richiede importi minimi di sottoscrizione inferiori o uguali a 2.500 euro. Solo l'1,2% dei fondi richiede importi minimi di sottoscrizione superiori a 25.000 euro. (cfr. Tab 2).

Come anticipato, molti fondi determinano anche l'importo minimo per le sottoscrizioni successive alla prima. Tale importo, mediamente inferiore rispetto al versamento minimo iniziale, è pari a 720 euro (571 euro in termini ponderati).

Classi Importi	in % sul totale			in % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
fino a 500 euro	59,5%	52,1%	43,9%	74,9%	66,0%	55,7%
tra 500 e 1.500 euro	16,5%	21,0%	27,7%	13,3%	19,5%	23,9%
tra 1.500 e 2.500 euro	19,0%	21,4%	21,5%	6,4%	9,4%	16,6%
tra 2.500 e 5.000 euro	2,4%	2,9%	4,3%	1,1%	2,9%	2,2%
tra 5.000 e 25.000 euro	1,2%	1,0%	1,1%	2,4%	0,3%	0,4%
oltre 25.000 euro	1,2%	1,1%	1,2%	1,9%	1,8%	1,2%
n.d.	0,2%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%

Tab 2 Versamenti iniziali minimi per classi di importi

L'88,6% dei fondi (corrispondenti all'85,4% del patrimonio) consente, quale modalità alternativa all'investimento in un'unica soluzione, la sottoscrizione di quote attraverso l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale (PAC).

Essi consentono all'investitore che non desidera impegnare immediatamente grandi somme di denaro nell'investimento in fondi, di accedervi gradualmente, assumendosi l'impegno a versare periodicamente (mensilmente, trimestralmente, semestralmente o annualmente), per un certo lasso di tempo, degli importi modesti.

Nella Tab 3 sono mostrate, per ciascuna macrocategoria, le % di fondi che consentono tale modalità alternativa di sottoscrizione. Analogamente agli anni precedenti, essa è prevista da più del 90% dei fondi azionari. Ciò è coerente con l'orizzonte temporale di investimento tipico di questi ultimi - di lungo periodo - e con la logica di riduzione dei rischi di investimento garantita dall'adesione tramite PAC. Infatti, in questo modo si limita il rischio dovuto alla ricerca del market timing, ossia del momento di ingresso nel mercato.

Coerentemente con l'orizzonte temporale di investimento, inoltre, solo il 67,5% dei fondi di liquidità prevede tale modalità di sottoscrizione.

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
AZIONARI	90,2%	92,6%	92,9%	91,8%	96,0%	95,6%
BILANCIATI	79,8%	86,4%	91,8%	90,6%	96,4%	96,9%
OBBLIGAZIONARI	87,1%	88,5%	87,6%	90,5%	93,7%	88,0%
FONDI DI LIQUIDITÀ	67,5%	51,3%	54,1%	70,0%	51,7%	64,9%
FLESSIBILI	80,8%	77,6%	68,8%	81,8%	78,4%	71,6%

Tab 3 PAC per macrocategorie

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

6 | 51

In generale, quando il sottoscrittore desidera investire in fondi, prende contatto con i soggetti incaricati del collocamento. Negli ultimi anni si sta assistendo ad una evoluzione nelle modalità di offerta dei fondi di investimento in quanto sono sempre di più le Sgr che consentono la sottoscrizione diretta di quote dei propri fondi tramite tecniche di comunicazione a distanza. Così, esse attivano

1.4 Sottoscrizioni a distanza

1.5 Operazioni successive alla sottoscrizione

dei servizi "on line" che, previa l'identificazione dell'investitore e il rilascio di password, gli consentono di impartire richieste di sottoscrizione, ma anche di rimborso e/o passaggio tra fondi.

Al termine del 2003 possono essere sottoscritti "a distanza" il 70,8% dei fondi italiani (corrispondenti all'84% del patrimonio).

Dopo aver sottoscritto un fondo, il partecipante può compiere altre operazioni, ad es. effettuare versamenti successivi nello stesso fondo, richiedere di spostare il suo investimento in altri fondi della stessa società (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 più del 55% 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 interessa di norma i fondi gravati da commissioni di ingresso a scaglioni (cfr. oltre). Consente all'investitore che sottoscrive un fondo in più fasi successive di risparmiare sulle commissioni di ingresso, in quanto sull'ultimo investimento che egli effettua, si applicherà l'aliquota commissionale riferita all'ammontare complessivamente investito nel fondo (al netto di eventuali disinvestimenti) e non quella corrispondente all'ultimo importo versato.

Il beneficio di reinvestimento interessa i fondi gravati da commissioni di ingresso. In particolare, consente al sottoscrittore che, dopo aver disinvestito quote di un fondo, entro un certo lasso di tempo decida di sottoscriverlo nuovamente, di beneficiare 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.

1.6 Rimborso

Il sottoscrittore che, per mutate esigenze finanziarie, voglia rientrare in possesso del capitale investito, può chiedere il rimborso delle quote sottoscritte in qualsiasi momento, senza necessità di fornire alcun preavviso. Basta che si rivolga ai soggetti collocatori e impartisca loro istruzioni di rimborso. Questa possibilità rende i fondi strumenti finanziari facilmente liquidabili. La richiesta di rimborso può riguardare l'intero capitale sottoscritto o solo una parte di questo. Inoltre, come la sottoscrizione può essere effettuata tramite piani di

accumulo di capitale, così anche il rimborso può avvenire tramite piani programmati di disinvestimento, cioè il sottoscrittore può impartire istruzioni alla Sgr per un rimborso delle quote di sua pertinenza prefissando o un certo numero di quote o un importo definito, che la Sgr corrisponderà alle scadenze individuate. Tale possibilità è consentita dall'86,4% dei fondi (il 93,5% del patrimonio).

Il 33,1% dei fondi di investimento (56,7% del patrimonio), oltre alla gestione professionale del risparmio da parte di società specializzate, offre dei servizi aggiuntivi.

I più frequenti consistono, in caso di sottoscrizione delle quote mediante PAC, nella copertura assicurativa contro il rischio di interruzione del PAC per i casi di morte o invalidità del sottoscrittore; e nella gestione della liquidità tramite il collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza del sottoscrittore e il fondo. Quest'ultimo servizio consente al correntista di individuare una soglia di giacenza nel conto corrente, e di dare mandato alla banca di investire l'eccedenza rispetto alla soglia individuata in un fondo di investimento, e di disinvestire quote del fondo per ripristinare la giacenza qualora essa risulti inferiore a quella stabilita.

In particolare, offrono genericamente dei servizi il 35,2% dei fondi azionari, il 35% dei fondi di liquidità, il 34,9% dei fondi obbligazionari, il 25% dei fondi bilanciati e il 13,5% dei fondi flessibili.

Come si può intuire, il servizio maggiormente offerto dai fondi di liquidità è il collegamento funzionale tra il conto corrente di corrispondenza e il fondo, mentre quello maggiormente offerto dai fondi azionari è la copertura assicurativa contro il rischio di interruzione dei PAC.

Come per l'acquisto di qualsiasi bene o di qualsiasi servizio, anche per la partecipazione ai fondi di investimento il sottoscrittore sostiene degli oneri. I costi che egli sostiene servono per remunerare il servizio prestato dalla Sgr, ossia la gestione professionale del risparmio ad essa affidato, e per coprire i costi organizzativi della Sgr relativi alla propria struttura preposta all'analisi e alle scelte di investimento, nonché il costo delle reti distributive che svolgono servizi di consulenza e assistenza alla vendita. Di alcuni oneri il sottoscrittore si accorge immediatamente perché sono direttamente a suo carico (costi diretti). Di altri, in quanto imputabili al fondo, egli non sostiene direttamente la spesa (costi indiretti).

I costi diretti remunerano principalmente i servizi di distribuzione e collocamento dei prodotti, e consistono nelle commissioni di entrata e/o di uscita e in

1.7 Servizi offerti

I

6 | 53

1.8 Oneri a carico del sottoscrittore e del fondo

altri oneri minori quali i diritti fissi e i costi dei certificati rappresentativi delle quote. I costi indiretti remunerano l'attività di gestione in senso stretto, e consistono nella commissione di gestione, nell'eventuale commissione di incentivo e nei 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, e le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo. Altre spese non menzionate sono a carico della società di gestione. Più del 92% dei fondi analizzati prevede, per i soggetti preposti al collocamento, la possibilità di concedere agevolazioni commissionali, consistenti nella riduzione e in molti casi nell'annullamento delle commissioni di ingresso e/o di uscita. In questo modo, i costi che effettivamente i sottoscrittori sostengono partecipando ai fondi sono inferiori ai costi medi calcolati nel prosieguo. Tali 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.

1.9 Oneri a carico del sottoscrittore

Gli oneri direttamente a carico del sottoscrittore sono gli eventuali costi di entrata o di uscita dai fondi, che egli sostiene o all'atto della sottoscrizione o all'atto del rimborso delle quote.

Tali costi sono: diretti, in quanto imputabili al sottoscrittore; non ricorrenti, perché si sostengono in un momento preciso (entrata o uscita dal fondo); ed eventuali, perché non tutti fondi li prevedono. Più del 33% del totale (quasi il 66% del patrimonio) sono i fondi che non richiedono alcuna commissione, e rientrano nella categoria dei cd Fondi No Load. Esaminando la Tab 4, che mostra l'evoluzione temporale, per macrocategoria, della percentuale di fondi No Load, si vede come oltre l'82% dei fondi di liquidità non prevede commissioni, mentre è No Load solo il 24,4% dei fondi azionari.

La teoria economica spiega la maggiore propensione dei fondi di liquidità ad essere di tipo No Load rispetto alle altre categorie di fondi esaminando la 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, poiché i fondi sono "aperti", i gestori devono essere in grado di fronteggiare le richieste di rimborso dei partecipanti al fondo in qualsiasi momento.

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2000
AZIONARI	24,4%	21,4%	21,8%	37,1%	23,8%	24,6%
BILANCIATI	32,1%	39,8%	37,6%	52,2%	56,1%	56,4%
OBBLIGAZIONARI	41,4%	41,2%	41,4%	67,2%	59,5%	54,9%
FONDI DI LIQUIDITÀ	82,5%	84,6%	83,8%	90,6%	95,9%	97,6%
FLESSIBILI	32,7%	34,7%	27,1%	42,4%	30,2%	27,7%

Tab 4 % fondi No Load

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. Concentrando l'attenzione sui soli fondi Load, ossia quelli che richiedono il pagamento di commissioni, come risulta dalla Tab 5, le tipologie di costi maggiormente applicate sono nell'ordine la commissione di entrata (70,6% del totale dei fondi Load, 75,6% del patrimonio dei fondi Load); la commissione a scelta (19,1% del totale; 16,6% del patrimonio); e la commissione di uscita (10,3% del totale; 7,8% del patrimonio). Nel caso di commissione a scelta, al sottoscrittore sono proposte modalità alternative di prelievo, per cui egli sceglie quale tra queste preferisce farsi applicare.

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
Commissione di entrata	70,6%	70,7%	64,6%	75,6%	77,0%	71,2%
Commissione a scelta	19,1%	16,6%	16,3%	16,6%	9,1%	8,5%
Commissione di uscita	10,3%	12,8%	19,0%	7,8%	13,9%	20,3%

Tab 5 Tipologie commissionali dei fondi Load

Le commissioni di entrata, ossia quelle sostenute all'atto della sottoscrizione del fondo, 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 pro-

1.10 Commissioni di entrata

spetti informativi dei fondi è stato possibile distinguere le seguenti modalità (esposte in Tab 6):

- 1 il pagamento di aliquote % decrescenti al crescere del patrimonio investito - Commissione di entrata a scaglioni - praticata dal 70,4% dei fondi cd Load (85,9% del patrimonio)
- 2 il pagamento di un'aliquota % fissa, indipendentemente dal patrimonio investito - % fissa a scaglione unico - prevista dal 28,7% dei fondi cd Load (13,8% del patrimonio)
- 3 il pagamento di un importo fisso - Una tantum - indipendentemente dal patrimonio investito, richiesto dallo 0,7% dei fondi cd Load (0,1% del patrimonio)
- 4 il pagamento di un importo fisso variabile (crescente) all'aumentare del patrimonio sottoscritto (0,2% dei fondi cd Load, 0,1% del patrimonio)

Tab 6 Tipologie Commissioni di Entrata

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
CE % a scaglioni	70,4%	77,3%	83,8%	85,9%	94,5%	98,3%
% fissa (scaglione unico)	28,7%	21,9%	15,3%	13,8%	5,4%	1,7%
Importo fisso (Una tantum)	0,7%	0,6%	0,9%	0,1%	0,1%	0,0%
Importo fisso a scaglioni	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%

Nel corso degli anni è aumentata la preferenza da parte dei fondi per l'applicazione di un'aliquota % fissa, indipendentemente dall'importo sottoscritto. Tale modalità di prelievo passa dal costituire la preferenza per il 15,3% dei fondi cd Load nel 2001, al divenirlo per il 28,7% dei fondi Load nel 2003.

Nella Tab 7 è evidenziata una stima dei costi di ingresso, cioè le commissioni di entrata medie % per macrocategorie di fondi e per importi crescenti di sottoscrizioni. Infatti, si è cercato di stimare il costo medio che un investitore sarebbe tenuto a sostenere nell'ipotesi di versamento di 5.000, 25.000, 150.000 e 250.000 euro in fondi soggetti a commissione di entrata prelevata o con aliquota % fissa, indipendentemente dall'importo sottoscritto, o con aliquota % decrescente al crescere del patrimonio investito (CE a scaglioni).

Oltre all'evidenza che le commissioni di entrata decrescono per tutte le macrocategorie al crescere del patrimonio investito, appare confermata la tendenza

Tab 7 Commissioni di entrata medie per importi sottoscritti e macrocategorie

Importi in euro	Media semplice				Media ponderata			
	5.000	25.000	150.000	250.000	5.000	25.000	150.000	250.000
AZIONARI	3,39	3,19	1,95	1,79	3,33	3,19	1,89	1,81
BILANCIATI	2,53	2,17	1,31	1,22	2,30	1,99	1,34	1,32
OBBLIGAZIONARI	2,18	1,96	1,25	1,12	1,77	1,61	1,18	1,14
FONDI DI LIQUIDITÀ	2,25	1,95	1,45	1,45	1,15	1,06	0,95	0,95
FLESSIBILI	3,19	3,05	2,24	2,14	3,37	3,29	2,36	2,28

ad avere commissioni di ingresso più elevate per i fondi azionari e flessibili e più basse per i fondi di liquidità e obbligazionari. Così, investire 5.000 euro in un fondo azionario costa in media il 3,39% dell'importo investito (quasi 170 euro), mentre l'investimento della stessa cifra in un fondo di liquidità costa in media il 2,25% (quasi 113 euro).

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 (cd commissioni a tunnel).

Anche se la rilevanza delle commissioni di uscita rispetto alle commissioni di entrata è minore poiché le commissioni di uscita sono richieste solo dal 10,3% dei fondi "Load" (e sono previste quale alternativa all'applicazione di commissioni di entrata da un restante 19,1% di fondi), si è cercato ugualmente di stimare il costo medio sostenuto da un partecipante al fondo all'atto del disinvestimento degli importi sottoscritti supponendone la detenzione per differenti intervalli di tempo (12, 24, 36, 48 mesi).

Dall'analisi della Tab 8 è possibile evidenziare, analogamente alle commissioni di entrata, aliquote % maggiori per i fondi azionari, ma più basse non per i fondi obbligazionari, bensì per quelli flessibili.

Inoltre, 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% dell'importo disinvestito; detenerlo per 48 mesi costa lo 0,18%.

Mesi di permanenza	Media semplice				Media ponderata			
	12	24	36	48	12	24	36	48
AZIONARI	3,00	2,14	1,15	0,18	2,74	2,03	1,22	0,45
BILANCIATI	3,02	2,21	1,27	0,18	2,82	2,07	1,25	0,24
OBBLIGAZIONARI	2,97	2,12	1,20	0,20	3,01	2,21	1,32	0,28
FLESSIBILI	2,42	1,67	0,92	0,11	2,58	1,80	1,01	0,00

1.11 Commissioni di uscita

Tab 8 Commissioni di uscita medie per tempo di permanenza e macrocategorie

2 Oneri a carico del fondo

2.1 Commissione di gestione

La commissione di gestione è il compenso pagato alla Sgr dal fondo (e indirettamente dal sottoscrittore) per remunerare l'attività di gestione in senso stretto. Essa è calcolata quotidianamente sul patrimonio netto del fondo e prelevata dalle sue disponibilità ad intervalli più ampi (mensili, trimestrali, ...).

Rispetto allo scorso anno la commissione di gestione media è aumentata, passando dall'1,47% del 2002 (1,09% in termini ponderati) all'1,49% del 2003 (1,1% in termini ponderati).

Nella Tab 9 sono mostrate le commissioni di gestione medie per categorie di fondi. L'introduzione del nuovo sistema di classificazione dei fondi Assogestioni, in vigore dal 1° luglio 2003, rende non confrontabili tutte le categorie; nella tabella sono forniti i confronti laddove essi sono stati possibili.

Categoria	Media semplice			Media ponderata		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
AZIONARI	1,84	1,81	1,78	1,85	1,79	1,76
Azionari Italia	1,73	1,71	1,67	1,80	1,75	1,71
Azionari area euro	1,71	1,65	1,57	1,76	1,71	1,71
Azionari Europa	1,80	1,76	1,79	1,83	1,78	1,76
Azionari America	1,78	1,76	1,74	1,85	1,81	1,78
Azionari Pacifico	1,79	1,76	1,76	1,84	1,79	1,76
Azionari paesi emergenti	1,94	1,93	1,92	1,95	1,93	1,87
Azionari paese	2,31	2,45		2,41	2,59	
Azionari internazionali	1,86	1,82		1,85	1,79	
Azionari energia e materie prime	1,91			1,92		
Azionari industria	1,90			1,90		
Azionari beni di consumo	1,91			1,93		
Azionari salute	1,95			1,97		
Azionari finanza	1,89			1,93		
Azionari informatica	1,94			1,95		
Azionari servizi di telecomunicazione	1,82			1,80		
Azionari servizi di pubblica utilità	1,87			1,88		
Azionari altri settori	1,95			1,88		
Azionari altre specializzazioni	1,86	1,88	1,85	1,82	1,75	1,80
BILANCIATI	1,56	1,54	1,55	1,54	1,54	1,54
Bilanciati azionari	1,89	1,94	1,91	1,97	1,99	1,89
Bilanciati	1,55	1,52	1,52	1,58	1,56	1,55
Bilanciati obbligazionari	1,41	1,40	1,45	1,42	1,43	1,45
OBBLIGAZIONARI	1,07	1,06	1,07	0,93	0,92	0,95
Obbligazionari euro governativi BT	0,81			0,78		
Obbligazionari euro governativi M/LT	1,03			0,99		
Obbligazionari euro corporate investment grade	1,21			1,02		
Obbligazionari euro high yield	1,43			1,39		
Obbligazionari dollaro governativi breve termine	0,81			0,69		
Obbligazionari dollaro governativi M/LT	1,13			1,13		
Obbligazionari dollaro corporate inve. grade	1,10			1,10		
Obbligazionari internazionali governativi	1,12			1,10		
Obbligazionari internazionali corporate inv. grade	1,21			1,11		
Obbligazionari internazionali high yield	1,10			1,10		
Obbligazionari yen	1,18			1,11		
Obbligazionari paesi emergenti	1,43			1,30		
Obbligazionari altre specializzazioni	1,16			1,17		
Obbligazionari misti	1,17			1,15		
Obbligazionari flessibili	1,13			1,09		
FONDI DI LIQUIDITA'	0,61	0,56	0,62	0,63	0,57	0,65
Fondi di liquidità area euro	0,59			0,63		
Fondi di liquidità area dollaro	1,25			1,25		
FLESSIBILI	1,71	1,67	1,70	1,63	1,67	1,69

Tab 9 Commissioni di gestione medie per categorie

Come risulta dalla tabella, per quasi tutte le categorie di fondi si è registrato un aumento delle commissioni di gestione.

Come prevedibile, le maggiori commissioni di gestione risultano essere quelle richieste per i fondi azionari (1,84% media semplice, 1,85% media ponderata), seguiti dai fondi flessibili (1,71% media semplice, 1,63% media ponderata), dai fondi bilanciati (1,56% media semplice, 1,54% media ponderata), dai fondi obbligazionari (1,07% media semplice, 0,93% media ponderata) e dai fondi di liquidità (0,61% media semplice, 0,63% media ponderata).

Tra gli azionari, le maggiori commissioni sono richieste oltre che dai fondi specializzati per paesi (anche emergenti), dai fondi specializzati nei vari settori industriali, che hanno tutti commissioni superiori alla media.

Tra gli obbligazionari, le maggiori commissioni sono richieste dai fondi specializzati in investimenti corporate, high yield e paesi emergenti.

Questo trova giustificazione nella necessità di remunerare il maggior lavoro della Sgr nella selezione dei titoli più adatti per fondi per natura più rischiosi, rispetto a fondi per natura più conservativi.

La commissione di incentivo remunera la capacità del gestore di ottenere rendimenti superiori ad un parametro di riferimento definito.

Rispetto allo scorso anno, la % di fondi che la richiede è aumentata passando a costituire il 72,2% del totale (48,8% del patrimonio) rispetto al 69,3% del 2002 (52,9% del patrimonio).

Come si evince dalla Tab 10 essa è richiesta da più dell'87% dei fondi azionari, e dal 10% dei fondi di liquidità. A differenza delle altre categorie, per cui la % di fondi che la richiede è aumentata, rispetto al 2002 la % di fondi flessibili e di liquidità che la richiede è diminuita.

Categoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
AZIONARI	87,7%	81,9%	79,0%	90,0%	86,2%	84,1%
BILANCIATI	76,2%	75,0%	72,9%	80,4%	76,2%	75,5%
OBBLIGAZIONARI	56,3%	53,5%	54,5%	49,7%	53,1%	57,9%
FONDI DI LIQUIDITÀ	10,0%	17,9%	29,7%	1,8%	7,1%	26,3%
FLESSIBILI	80,8%	89,8%	87,5%	93,6%	95,1%	91,6%

2.2 Commissione di incentivo

Tab 10 Commissioni di incentivo per macrocategorie

Riguardo ai parametri di riferimento utilizzati per il calcolo della commissione di incentivo, i più utilizzati 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 74,4% dei fondi che praticano commissioni di incentivo, pari all'85,5% del patrimonio).

2.3 Compenso della banca depositaria

Alcuni fondi confrontano invece il proprio rendimento con le medie di categoria elaborate da Fideuram (l'11% del totale, pari al 6,4% del patrimonio), altri con il rendimento delle proprie quote N periodi prima (il 5,6% del totale, pari al 3,6% del patrimonio). Altri parametri utilizzati sono costituiti dai tassi euribor incrementati di diversi punti percentuali (8,3% del totale, 4,3% del patrimonio) e gli indici rappresentativi dell'andamento dei titoli di Stato (0,7% del totale, 0,2% 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 prelevare solo al superamento del rendimento ottenuto dal benchmark per date prefissate.

Il compito della banca depositaria consiste nella custodia del patrimonio del fondo e nell'esecuzione delle istruzioni impartite dalla società di gestione. A fronte del servizio svolto, essa percepisce una commissione, che essendo a carico del fondo, rappresenta per il sottoscrittore 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.

Le modalità di calcolo maggiormente adottate sono nell'ordine:

- 1 aliquota % fissa indipendentemente dall'ammontare del fondo (66,3% dei fondi)
- 2 aliquote % decrescenti al crescere del patrimonio (commissione a scaglioni) (31,6% dei fondi)
- 3 importi fissi indipendentemente dal patrimonio del fondo (1,9% del totale)

Per lo 0,2% dei fondi non è stato possibile rilevare 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.

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 ma-

1 La direttiva comunitaria

2 Il Testo Unico della Finanza

teria 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 gestorie 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 connotati da un maggior grado di specializzazione: in quote di fondi, in strumenti derivati, in depositi bancari, ma anche 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 armonizzati, 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 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, ampliato 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.

5 Direttive comunitarie 107 e 108

6 Fondi indicizzati e speculativi

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 dei regolatori si è poi 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 Italiana e delle relative Istruzioni hanno reso possibile - negli ultimi mesi dell'anno - l'ammissione a quotazione del primo *Exchange Traded Funds* 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.

7 La nuova disciplina

L'anno 2003 si è aperto con la modificazione del decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 in materia di fondi comuni di investimento per ciò che concerne in particolare i fondi comuni di investimento immobiliare, i fondi comuni di investimento di tipo speculativo ed i fondi comuni di investimento "garantiti".

Con decreto del 31 gennaio 2003, n. 47, il Ministro dell'Economia e delle Finanze ha modificato il decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 in materia di fondi comuni di investimento. In particolare, la nuova disciplina ha:

- 1) dettato specifiche norme per i fondi comuni di investimento immobiliare, che appaiono ora del tutto innovative rispetto a quelle vigenti anteriormente alla riforma operata dal decreto n. 351 del 2001;
- 2) modificato la disciplina generale dei fondi comuni di investimento istituiti in forma chiusa;
- 3) integrato la disciplina in tema di modalità di partecipazione ai fondi aperti;
- 4) reso meno stringenti taluni limiti in tema di partecipazione ad un fondo speculativo, abbassando l'importo minimo della quota iniziale (che non può essere inferiore a 500.000 euro) ed elevando il numero massimo dei partecipanti (da cento a duecento unità, fermo restando, peraltro, il divieto di procedere a sollecitazione del pubblico risparmio); nel contempo

è stato rafforzato il divieto di frazionamento delle quote già vigente per tale tipologia di fondi;

- 5) introdotto la nuova categoria dei fondi "garantiti" (ovvero quei fondi che garantiscono la restituzione del capitale investito o il riconoscimento di un rendimento minimo), i fondi in discorso non costituiscono tuttavia un tipo strutturale a sé stante, si tratta, infatti, di fondi ordinari cui accede una clausola di garanzia.

Tra le novità apportate alla disciplina secondaria è da segnalare la deliberazione della Consob n. 14015 del 1° aprile 2003 con la quale l'Organo di vigilanza ha emanato nuove disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte delle società di gestione del risparmio, dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento e degli agenti di cambio. In particolare, la Consob ha: razionalizzato e snellito gli obblighi a carico dei soggetti vigilati; snellito la procedura d'inoltrò dei dati mediante la costituzione di un sistema che consente ai soggetti vigilati di adempiere a tutti gli obblighi informativi per via telematica.

La Consob ha, inoltre, modificato l'articolo 39 della deliberazione n. 11522 del 1° luglio 1998 richiedendo l'introduzione nei contratti relativi alla prestazione del servizio di gestione individuale di parametri, generali e specifici, di differenziazione delle diverse categorie di strumenti finanziari nei quali il patrimonio gestito può essere investito. E ciò principalmente al fine di consentire una migliore e più puntuale identificazione del profilo di rischio/rendimento dell'investitore.

Nel 2003 il risparmio gestito ha visto il recepimento delle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, che hanno modificato la direttiva 85/611/CEE in materia di OICVM. Con il decreto legislativo 1° agosto 2003 n. 274 il Governo ha provveduto a ridefinire alcuni aspetti della disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Nel complesso, dal Decreto emergono le seguenti novità di rilievo per le Sgr e per le SICAV (per limitarsi alle principali):

- a) il riconoscimento della possibilità per le Sgr di prestare servizi accessori quali il servizio di custodia di quote di OICR di propria istituzione e il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari;
- b) l'ampliamento della facoltà per le Sgr di delegare a terzi l'esercizio di specifiche funzioni anche oltre l'ambito della gestione collettiva;
- c) la facoltà delle Sgr di emettere quote di fondi comuni d'investimento di diverso valore e fornire di diritti diversi;
- d) l'individuazione della disciplina per l'operatività all'estero delle Sgr con o senza il "passaporto europeo";

- e) l'individuazione della disciplina per l'operatività in Italia delle società di gestione "armonizzate" (e cioè delle società di gestione con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzate ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio) mediante apertura di succursali o in libera prestazione di servizi.

Circa il recepimento della normativa comunitaria, con la Legge 3 febbraio 2003, n. 14 *"Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee"* (c.d. Legge comunitaria 2002) il legislatore nazionale ha delegato il governo ad attuare la direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria. Infine la Legge 31 ottobre 2003 *"Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee"* (c.d. Legge comunitaria 2003) ha delegato il governo all'attuazione:

- della direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione europea, concernete la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori;
- della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione europea, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (c.d. *market abuse*).

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.

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

I

8 | 67

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

68 8

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

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

sultati 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 di-

3 Regime tributario dei proventi conseguiti dai partecipanti

stribuzione 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).

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.

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

5 L'imposta di successione e donazione

6 Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

I

8 | 71

7 Fondi comuni di investimento mobiliare e SICAV di diritto estero

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;
- 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 SpA 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 italiane, 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 estere che, come evidenziato nel precedente paragrafo, è dif-

ferente a seconda se trattasi di OICVM esteri di investimento “armonizzati” o “non armonizzati” alle direttive CEE.

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 il 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.

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

I

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.

Tabelle rieepilogative

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.		

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 del reddito 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.		

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 del reddito di capitale nel modello UNICO	Sì, nel quadro RI	Come i fondi
(*) La ritenuta è sempre a titolo d'acconto.		

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

L'industria europea dei fondi comuni è tornata a crescere nel corso del 2003 dopo l'interruzione avvenuta nel 2002 grazie alla ripresa dei mercati e all'andamento positivo della raccolta. La dimensione complessiva del risparmio affidato dagli investitori ai fondi armonizzati europei, cioè conformi alla direttiva 85/611, si è infatti incrementato dell'8,9% nei primi nove mesi del 2003. Secondo le ultime statistiche pubblicate dalla Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI), a fine settembre 2003, risultano pari a 3.581 i miliardi di euro investiti nei 28.286 fondi esistenti.

1 L'evoluzione dei fondi armonizzati in Europa

9 | 77

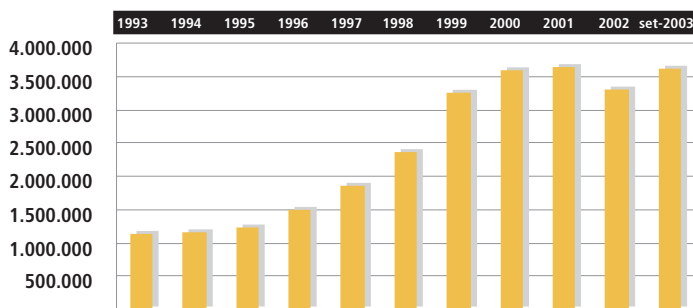


Fig 1 Evoluzione del patrimonio dei fondi armonizzati in Europa

Le tipologie di fondi prescelti dal risparmiatore medio europeo nei primi tre trimestri del 2003 sono sostanzialmente diverse da quelli acquistati nel corso degli ultimi due anni. La ripresa dei mercati azionari ha infatti indotto il risparmiatore a spostarsi da fondi caratterizzati da un profilo rischio rendimento medio-basso, quali i fondi obbligazionari e monetari ancora comunque scelti nel corso del 2003, a fondi con binomio rischio rendimento più alto quali i fondi azionari e bilanciati.

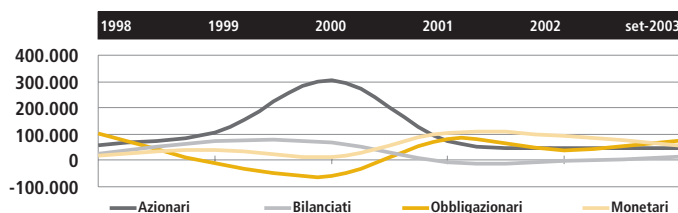


Fig 2 Evoluzione della raccolta netta nei principali paesi europei

La variazione della destinazione dei flussi ha leggermente modificato la composizione degli investimenti europei. Rispetto a dicembre 2002, si osserva un incremento del peso dei fondi azionari, una diminuzione dei fondi bilanciati a favore dei fondi monetari, mentre rimangono pressoché invariate le quote rappresentate dai fondi obbligazionari. A fine settembre, infatti, i fondi azionari rappresentano il 32,1% del patrimonio, rispetto al 29,5% rilevato nel dicembre 2002, i fondi obbligazionari sono pari al 31,5% (31,6% a fine 2002), i fondi bilanciati pesano per il 13,5% contro il 14,2% di fine 2002, mentre i fondi monetari sono cresciuti di 0,4 punti percentuali attestandosi al 20,4%. La media europea nasconde però realtà nazionali diverse: il peso dei fondi azionari si è infatti lievemente incrementato in Francia, in Germania e in Lussemburgo, mentre una diminuzione viene registrata in Inghilterra e in Italia. Situazione simile si osserva anche per i fondi obbligazionari, il cui peso si incrementa in tutti i principali paesi europei ad eccezione dell'Italia.

Tab 1 Evoluzione dell'asset allocation

Paese	Fondi azionari			Fondi obbligazionari			Fondi monetari		
	set-2003	2002	2000	set-2003	2002	2000	set-2003	2002	2000
Francia	22,3%	21,5%	28,3%	18,4%	18,3%	16,9%	37,5%	37,7%	28,5%
Germania	41,2%	39,9%	61,0%	32,7%	32,3%	22,5%	18,7%	19,6%	8,4%
Inghilterra	73,8%	74,3%	82,2%	17,6%	16,8%	9,3%	0,6%	0,6%	0,4%
Italia	18,3%	20,1%	34,6%	41,8%	42,5%	34,6%	25,2%	21,0%	5,0%
Lussemburgo	29,8%	29,1%	44,2%	46,8%	45,8%	33,3%	9,7%	11,5%	8,9%
Media EUROPEA	32,1%	29,5%	45,3%	31,5%	31,6%	23,8%	20,4%	20%	11,9%

Il mercato italiano o meglio i risparmiatori italiani sembra quindi che si muovano in controtendenza rispetto al comportamento detenuto dagli investitori dei principali paesi europei. Nei primi nove mesi dell'anno il peso dei prodotti monetari in Italia è stato ancora rilevante, gli afflussi confluiti in questa categoria, sebbene inferiori a quelli fatti registrare negli anni precedenti, hanno portato ad un incremento di quattro punti percentuali del peso di questi prodotti nell'asset allocation media di portafoglio; negli altri paesi, il ruolo di questa categoria è invece rimasto sostanzialmente stabile (Francia, Inghilterra) o addirittura è diminuito (Germania, Lussemburgo).

I flussi di risorse registrati nei primi tre trimestri del 2003 destinati alle categorie obbligazionarie e monetarie in Germania, in Inghilterra e in Lussemburgo sono notevolmente inferiori a quelli fatti registrare nel 2002, mentre sono aumentati quelli destinati verso fondi azionari e bilanciati. In Italia e in Francia rimane invece ancora elevata la propensione del risparmiatore verso i fondi obbligazionari e monetari.

	Totale		Fondi azionari e bilanciati		Fondi obbligazionari e monetari	
	I-II-III trim 2003	I-II-III trim 2002	I-II-III trim 2003	I-II-III trim 2002	I-II-III trim 2003	I-II-III trim 2002
Francia	63.534	92.000	28.642	40.580	34.892	51.420
Germania	5.790	8.828	6.484	1.846	-545	7.197
Inghilterra	12.113	11.609	11.350	5.947	763	5.662
Italia	14.136	-11.435	6.577	-22.255	7.559	10.820
Lussemburgo	55.633	48.234	51.006	10.530	1.499	24.063

Tab 2 Raccolta netta
dei principali paesi europei

Le tipologia di prodotti acquistati dai diversi risparmiatori europei risulta essere strettamente correlata alle caratteristiche dei relativi sistemi finanziari: i sottoscrittori inglesi, svedesi e belgi investono in fondi azionari rispettivamente il 73,8%, il 65,1% e il 59,6% delle risorse complessivamente destinate all'industria dei fondi; al contrario, quote superiori al 40% vengono dedicate ai fondi monetari dai sottoscrittori della Grecia (52,5%), della Repubblica Ceca (46%) e del Portogallo (44,8%).

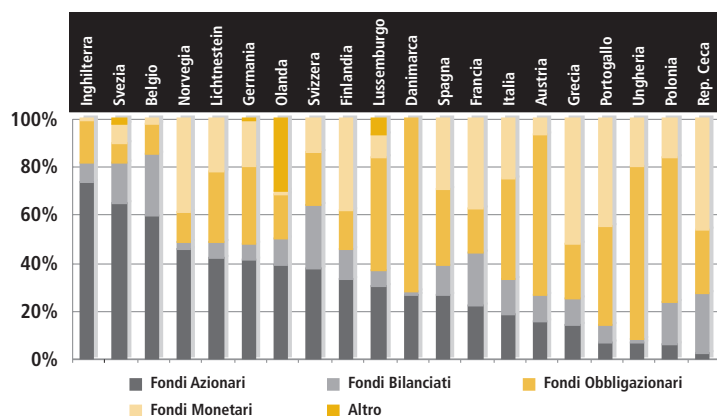


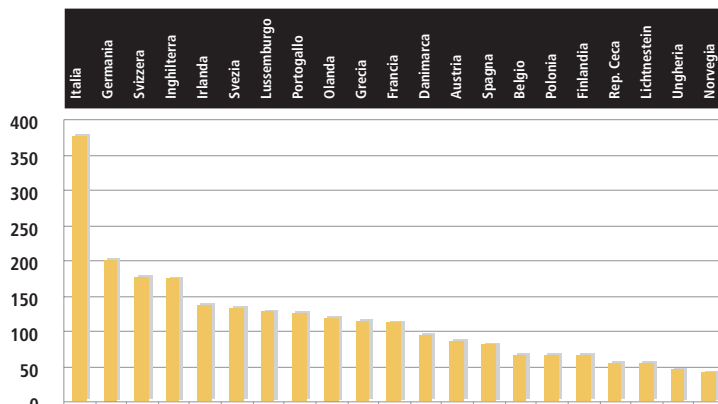
Fig 3 Asset allocation

Diverso è anche il valore medio del patrimonio gestito nei diversi paesi, sebbene la media europea mostri un valore pari a 115 milioni di euro, valore sostanzialmente stabile rispetto a quanto osservato l'anno scorso e a cinque anni fa, solo la metà dei paesi europei gestiscono un importo superiore a 100 milioni di euro.

Il patrimonio medio dei fondi di diritto italiano, oltre a rimanere il più elevato, ha registrato un incremento dell'11,3% rispetto a quello osservato l'anno precedente attestandosi, a fine settembre 2003, a 375 milioni di euro; seguono la Germania, il cui patrimonio medio in gestione è passato da 180 a 199 milioni di euro, la Svizzera e l'Inghilterra con un ammontare medio in gestione intorno ai 175 milioni di euro.

Fig 4

Patrimonio
medio gestito



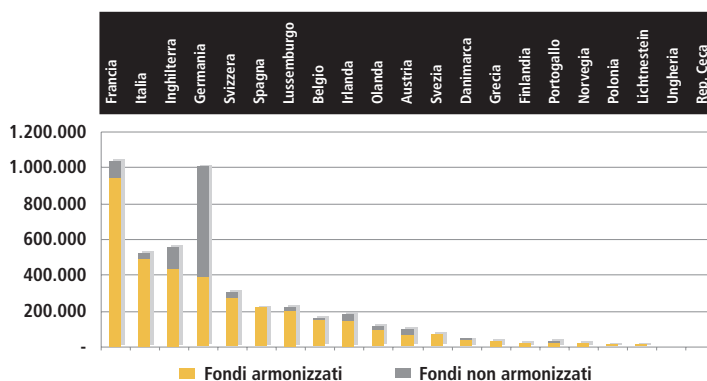
2 L'industria dei fondi nei diversi paesi europei

La posizione detenuta dai primi cinque paesi europei in ordine alle masse amministrate nei fondi armonizzati non è variata durante il 2003: la Francia con 886,4 miliardi di euro si colloca al primo posto, il Lussemburgo con 837,9 miliardi di euro, che si ricorda offre solamente la sede amministrativa ai fondi, è al secondo posto, l'Italia con 381,8 miliardi di euro si colloca sempre al terzo posto. Successivamente si posizionano l'Inghilterra (293,5) e l'Irlanda (265,6). I posizionamenti cambiano se si amplia l'analisi considerando anche i fondi non conformi alla direttiva CEE 85/611.

Al fine di stimare la reale graduatoria dei singoli Paesi, si utilizzano le informazioni tratte dall'autorità di vigilanza lussemburghese (CSFF) e dall'associazione di categoria irlandese (DFIA) per ripartire il patrimonio dei fondi ivi domiciliati tra i paesi europei promotori di tali fondi.

Come si può vedere dal grafico, l'Italia è al secondo posto dopo la Francia se si considera la massa amministrata nei soli fondi armonizzati e al quarto posto, dopo Francia, Germania e Inghilterra, se si allarga l'analisi anche ai fondi non armonizzati. Particolare cautela deve essere comunque data ai risultati di que-

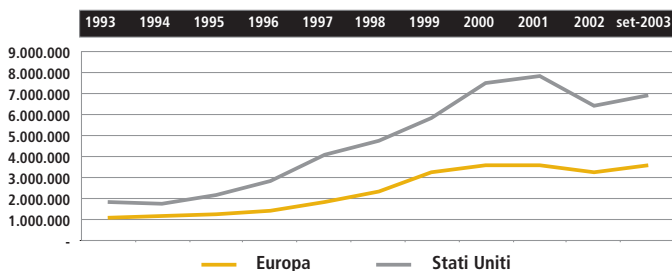
Fig 5 Patrimonio investito in fondi armonizzati e non armonizzati (la quota rappresentata dai fondi lussemburghesi e irlandesi viene suddivisa per paese di promozione)



st'ultima analisi in quanto si confrontano realtà finanziariamente e culturalmente diverse nonché prodotti e forme di risparmio/investimento non esistenti in tutti i paesi europei e, laddove esistenti, non regolati in maniera identica. In Francia investimenti importanti sono infatti dedicati a fondi con finalità "previdenziali", in Germania cospicue risorse vengono destinate agli Spezialfonds, fondi dedicati ad investitori istituzionali, in Inghilterra, invece, ampio peso viene dato ai fondi comuni chiusi. Come è noto in Italia tali mercati sono sostanzialmente inesistenti.

Similmente all'industria europea anche quella statunitense ha registrato un aumento del patrimonio amministrato. Alla fine di settembre 2003 i risparmi affidati ai fondi comuni negli Stati Uniti ammontano a 6.948 miliardi di dollari, valori sempre doppi di quelli complessivamente affidati nell'industria dei fondi europei e in aumento dell'8,7% rispetto a quelli gestiti a fine 2002.

Il numero di prodotti offerti dalle due industrie, sebbene in leggera diminuzione rispetto a quanto osservato l'anno precedente, mostra come l'Europa, con 28.286 fondi, continua ad offrire un numero di fondi tre volte superiore a quello presente negli Stati Uniti pari a 8.243 unità.



3 L'industria dei fondi in Europa e negli Stati Uniti

9 | 81

Fig 6 Evoluzione del patrimonio Europa vs Stati Uniti

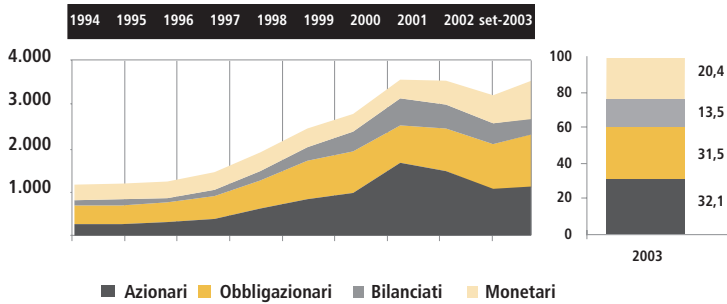
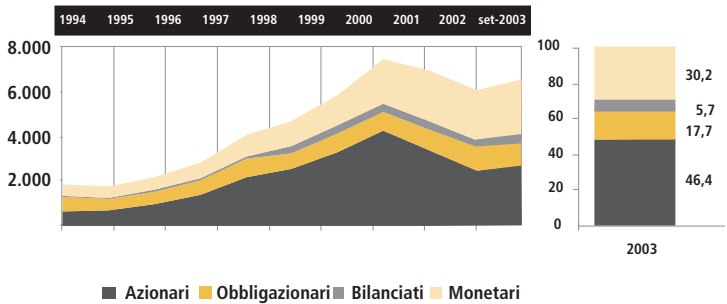
Data la numerosità di prodotti offerti e i volumi amministrati nelle due diverse realtà ne consegue che il patrimonio medio di un fondo statunitense è sette volte più grande (843 milioni di dollari) di un fondo europeo (115 milioni di euro).

Come si è verificato in alcuni paesi europei anche negli Stati Uniti è variato il peso delle diverse tipologie di prodotti presenti sul mercato:

- il peso dei fondi azionari è aumentato di 4,7 punti percentuali;
- il peso dei fondi monetari è invece diminuito di 5,3 punti percentuali;
- sostanzialmente stabili i fondi bilanciati e obbligazionari.

Rispetto al risparmiatore europeo, quello statunitense è maggiormente esposto nei mercati azionari: il peso dei fondi azionari e bilanciati è infatti pari al 52,1%, contro il 45,6% registrato in Europa. Diverse risultano anche le

quote destinate ai fondi monetari e ai fondi obbligazionari: nei primi i sottoscrittori statunitensi destinano il 30,2% delle risorse (20,4% i sottoscrittori europei), nei secondi il 17,7% (31,5% i sottoscrittori europei).



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 mer-

1 Cosa è e quando nasce il fondo pensione

II

10 | 87

cati essi svolgono una importante funzione di stabilità poiché, raccogliendo flussi costanti di risorse ma avendo impegni differiti nel tempo e relativamente facili da pianificare in quanto a entità, possono meglio programmare le politiche di investimento e, quindi, attuare scelte di portafoglio in modo molto più consapevole rispetto ad un normale investitore. I fondi pensione, infatti, salvo ipotesi del tutto eccezionali, sono in genere "sganciati" da esigenze di breve periodo e, essendo legati a orizzonti temporali piuttosto ampi, si comportano in maniera sostanzialmente "anticiclica".

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

I fondi pensione negoziali sono quelli previsti in favore di particolari categorie professionali di soggetti. Essi hanno origine da contratto, accordo collettivo o regolamento, anche aziendale, (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 FONCHIM, 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 assume 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"*.

3 Soggetti destinatari dei fondi pensione

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

- indistintamente tutti i lavoratori autonomi e i liberi professionisti;
- i lavoratori dipendenti solo se:
 1. *siano decorsi* sei mesi dal rinnovo del primo contratto nazionale di categoria ovvero dalla stipula di diversi accordi collettivi nazionali istitutivi di forme pensionistiche complementari, successivamente al 17 agosto 1995;
 2. *non esiste* un contratto o accordo collettivo istitutivo di un fondo pensione negoziale;
 3. *esiste un fondo pensione negoziale* previsto da un contratto o accordo collettivo, ma il datore di lavoro non è iscritto all'associazione sindacale stipulante il contratto (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;

4 Come può essere il regime delle forme pensionistiche complementari

5 Come si aderisce ai fondi pensione aperti

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

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

6 Chi gestisce il fondo pensione aperto

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

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

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

7 Chi è il responsabile del fondo pensione aperto

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

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

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

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

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

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

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

8 Dove sono depositate le disponibilità del fondo pensione

9 Come si finanziano i fondi pensione aperti

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

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

Le spese si distinguono in:

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

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

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

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

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

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

Il trasferimento della posizione individuale può essere disposto, al ricorrere dei presupposti di legge sotto specificati, verso un altro fondo pensione (aperto o negoziale) ovvero verso altra forma pensionistica individuale (attuata 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 peggiorative alle condizioni economiche di partecipazione (ad esempio aumento delle commissioni di gestione o di altre commissioni e spese).

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

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

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

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

12 Quando è possibile richiedere l'anticipazione

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

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

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

13 Quali sono e quando si conseguono le prestazioni pensionistiche

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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,

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

15 Prospettive di riforma della previdenza complementare

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 una apposita costituita 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 del datore di lavoro e quote di trattamento di fine rapporto maturando), nel caso in cui egli intenda trasferirsi ad altre forme pensionistiche.

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, proventi dei 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).

1 Regime impositivo

II

11 | 101

I proventi derivanti dall'investimento in quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposta sostitutiva concorrono a formare il risultato della gestione se percepiti o iscritti nel rendiconto del fondo pensione e su di essi spetta un credito d'imposta nella misura del 15% (ovvero nella misura del 6% se i proventi sono relativi a quote di OICVM specializzati in "SPMC"); il suddetto credito d'imposta concorre a formare il risultato della gestione ed è detratto dall'imposta sostitutiva dovuta dal fondo. L'imposta sostitutiva che risulta dovuta dal fondo pensione deve essere versata all'Erario entro il 16 del mese di febbraio di ciascun anno.

Se, invece, al termine del periodo 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 per l'intero importo che trovi in essi capienza.

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 importo pari all'11% di detto risultato negativo.

Le operazioni di trasferimento delle posizioni pensionistiche individuali che avvengano in favore delle forme pensionistiche disciplinate dal 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. 105 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) e quelli eccedenti il massimale contributivo di cui all'art. 2 della

legge n. 335/95) 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 5.164,57.

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

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

Alcune eccezioni sono tuttavia previste per i soggetti titolari di redditi di lavoro dipendente, per i quali il limite massimo fiscalmente deducibile deve essere determinato con riferimento alla devoluzione a forme di previdenza complementare di tipo collettivo di quote dell'accantonamento annuale al TFR.

È, infatti, previsto che se alla formazione del reddito complessivo dell'aderente concorrono redditi di lavoro dipendente, relativamente a tali redditi la deduzione compete per un importo complessivamente non superiore al doppio della quota di TFR destinata a fondi negoziali e aperti e comunque entro i limiti del 12% del reddito complessivo e di euro 5.164,57.

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

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

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

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

3 Regime tributario delle prestazioni pensionistiche

II

104 11

Le prestazioni pensionistiche comunque erogate (sia in forma di capitale sia in forma di trattamento periodico) costituiscono, ai sensi dell'art. 50, comma 1, lett. h-*bis*), del TUIR, redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente. Circa il 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'art. 10, comma 1, lett. c), del d.lgs. n. 124/93, diverso da quello esercitato a seguito di pensionamento o per la cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, si applicano le disposizioni di cui all'art. 52 del TUIR. In altri termini, tali prestazioni pensionistiche sono soggette a tassazione ordinaria;
- b) per le prestazioni erogate in forma di capitale, compresi il riscatto, anche parziale, esercitato ai sensi dell'art. 10, comma 1-*bis*), del d.lgs. n. 124/93 e il riscatto ai sensi dell'art. 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 artt. 17, comma 1, lett. a-*bis*) e 20 del TUIR. Ciò significa che i capitali conseguiti sono soggetti a tassazione separata.

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

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

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

Per quanto concerne le prestazioni pensionistiche erogate in caso di riscatto parziale, esercitato ai sensi dell'art. 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.

I FONDI PENSIONE APERTI IN ITALIA

Nella sezione che segue saranno mostrati alcuni dati dell'industria italiana dei fondi pensione aperti. In particolare, avvalendosi di dati aggiornati al 31 dicembre 2003, saranno illustrate le caratteristiche salienti dell'offerta delle società impegnate nella gestione finanziaria dei fondi pensione aperti; le scelte di asset allocation operate dai gestori; le dinamiche dei flussi di raccolta; e le caratteristiche principali della domanda dei fondi pensione, in particolare il profilo degli aderenti e le loro preferenze di investimento.

Alla fine del 2003 sono offerti sul mercato 80 fondi pensione aperti, per un totale di 308 linee operative. A queste aderiscono 364.591 iscritti, mentre l'attivo netto gestito è pari a 1.728,2 milioni di euro. L'offerta di fondi pensione aperti proviene da 58 società, precisamente da 38 compagnie di assicurazione, da 15 Sgr, da 3 Banche e da 2 Sim. Le linee di investimento principalmente offerte dalle società impegnate nella gestione dei fondi pensione aperti sono di tipo bilanciato (il 55,8% del totale), seguono le linee azionarie (il 17,9% del totale), quelle obbligazionarie (il 16,9%), monetarie (l'8,4%) e flessibili (l'1%). Non sorprende, perciò, come siano le linee bilanciate ad accogliere quasi il 65% degli aderenti e a contare per quasi il 62% dell'attivo netto (cfr. Tab 1 e Tab 2).

1 L'offerta delle società e la concentrazione del mercato

Categoria	31-12-2003		31-12-2002		31-12-2001	
	Iscritti	In %	Iscritti	In %	Iscritti	In %
Azionari	98.637	27,1	94.715	28,1	85.322	29,7
Bilanciati Azionari	54.999	15,1	54.172	16,0	51.006	17,8
Bilanciati	116.166	31,9	110.994	32,9	97.936	34,1
Bilanciati Obbligazionari	64.693	17,7	55.917	16,6	40.063	14,0
Obbligazionari	17.900	4,9	12.459	3,7	6.629	2,3
Monetari	9.545	2,6	6.702	2,0	3.618	1,3
Flessibili	2.651	0,7	2.627	0,8	2.527	0,9
Totale	364.591	100,0	337.586	100,0	287.101	100,0

Tab1 Iscritti per categoria

L'offerta maggiore, in termini di linee istituite, proviene dalle compagnie di assicurazione, che ne gestiscono complessivamente 160. Il patrimonio da queste amministrato è, invece, pari al 24,1% del totale, 416 milioni di euro. Le banche, che contano un numero di iscritti simile a quello delle compagnie di assicura-

Tab 2

Attivo netto
per categoria

Categoria	31-12-2003		31-12-2002		31-12-2001	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
Azionari	509,8	29,5	345,4	28,1	295,7	31,3
Bilanciati Azionari	227,2	13,1	164,5	13,4	132,9	14,1
Bilanciati	525,9	30,4	390,2	31,7	304,1	32,2
Bilanciati Obbligazionari	317,4	18,4	237,2	19,3	155,8	16,5
Obbligazionari	77,7	4,5	44,6	3,6	23,1	2,4
Monetari	59,4	3,4	40,8	3,3	27,6	2,9
Flessibili	10,9	0,6	7,5	0,6	5,3	0,6
Totale	1.728,2	100,0	1.230,1	100,0	944,6	100,0

zione (poco più di 70.000) gestiscono un attivo di 211,3 milioni di euro (il 12,2% del totale). Le Sgr, invece, che offrono il 31,5% delle linee operative, cioè 97 linee, hanno il 30,4% degli iscritti e gestiscono il 37,3% dell'attivo. (cfr. Tab 3 e Tab 4)

Il mercato dei fondi pensione è molto concentrato. Infatti, le cinque società appartenenti ai primi tre gruppi ordinati per patrimonio gestito amministrano più del 55% del totale dell'attivo.

Tab 3

Iscritti per
tipologia istitutore

Società	31-12-2003		31-12-2002		31-12-2001	
	Iscritti	In %	Iscritti	In %	Iscritti	In %
Sgr	110.909	30,4	103.651	30,7	158.033	55,0
Sim	76.238	20,9	68.332	20,2	58.523	20,4
Impresa di assicurazione	71.195	19,5	64.520	19,1	55.659	19,4
Banca	106.249	29,1	101.083	29,9	14.886	5,2
Totale	364.591	100,0	337.586	100,0	287.101	100,0

Tab 4

Attivo netto per
tipologia istitutore

Società	31-12-2003		31-12-2002		31-12-2001	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
Sgr	644	37,3	447	36,3	574	60,7
Sim	416	24,1	286	23,2	204	21,6
Impresa di assicurazione	211	12,2	149	12,1	119	12,6
Banca	457	26,4	349	28,3	48	5,1
Totale	1.728,2	100,0	1.230,1	100,0	944,6	100,0

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

Il portafoglio dei fondi pensione aperti al 31 dicembre 2003 è investito per il 46,5% in titoli ed Oicr azionari; per il 39,7% in titoli ed Oicr obbligazionari; per il 7,4% in liquidità ed Oicr di liquidità; e per il residuo in altre attività e passività finanziarie. Il peso degli Oicr è complessivamente pari al 34,5% del totale dell'attivo. Si assiste quasi ad una tripartizione degli investimenti tra titoli azionari (il 26% dell'attivo), titoli obbligazionari (il 29% dell'attivo) ed investimenti in Oicr (il 34,5%) (cfr. Fig 1).

Le decisioni di asset allocation operate dai gestori per area geografica sem-

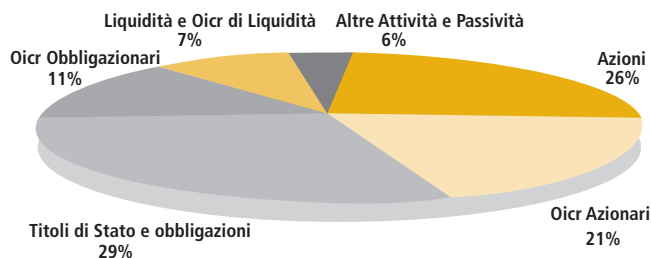


Fig 1 Composizione del portafoglio al 31/12/2003

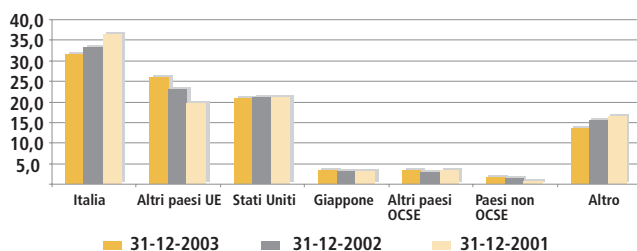


Fig 2 Ripartizione degli investimenti per area geografica

brano privilegiare, nell'ordine, l'investimento in titoli italiani (31,5%), di altri paesi dell'area UE (25,9%), statunitensi (21%), giapponesi (3,3%), di altri paesi OCSE (3,3%) e non OCSE (1,5%) (cfr. Fig 2).

Rispetto alla fine del 2002 è diminuito il peso degli investimenti in titoli italiani (dal 33,2% del totale degli investimenti) a favore degli investimenti in titoli di altri paesi UE (che costituivano il 21,2% del totale a dicembre 2002) e OCSE (2,8% a fine 2002), 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; più dell'83% 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.

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.

3 Le dinamiche della raccolta dei fondi pensione aperti

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. Tab 5)

	Raccolta netta (in milioni di euro)		
	2003	2002	2001
Contributi	446,3	420,1	351,5
Lavoratori dipendenti	145,0	131,4	96,1
- di cui a carico del lavoratore	34,3	31,5	28,0
- di cui a carico del datore di lavoro	51,4	46,0	32,2
- di cui da quote TFR	59,3	53,8	36,0
Lavoratori autonomi	301,3	288,8	255,4
Trasferimenti	47,2	60,9	105,1
da altri comparti	16,9	11,5	7,8
da altri fondi pensione	30,4	49,4	97,3
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA	493,5	481,0	456,6
Anticipazioni	6,3	7,3	5,4
Premi per prestazioni accessorie	2,9	0,4	0,1
Prestazioni pensionistiche in capitale	4,3	1,9	0,4
Riscatti	29,0	15,9	8,0
Trasferimenti	27,6	16,5	9,0
ad altri comparti	16,7	11,4	7,8
ad altri fondi pensione	10,8	5,1	1,2
Trasformazioni in rendita	0,0	0,0	0,0
TOTALE FLUSSI IN USCITA	70,0	41,9	22,9
TOTALE RACCOLTA NETTA	423,5	439,0	433,7

Tab 5

Componenti della raccolta

Nel corso del 2003, in linea con gli anni precedenti, sono stati raccolti più di 400 milioni di euro; di questi, quasi 176 milioni di euro nel corso dell'ultimo trimestre.

4 La domanda: caratteristiche degli iscritti

Alla fine del 2003 i lavoratori aderenti ai fondi pensione aperti sono 364.591, ossia 27.000 in più rispetto alla fine dell'anno precedente. Del totale, più del 72% sono uomini.

Le distribuzioni degli iscritti per classi di età (cfr. Fig 3) e area geografica (cfr. Fig 4) non evidenziano sostanziali mutamenti nel corso dei tre anni considerati. Infatti, le classi di età maggiormente rappresentate sono ancora quelle comprese

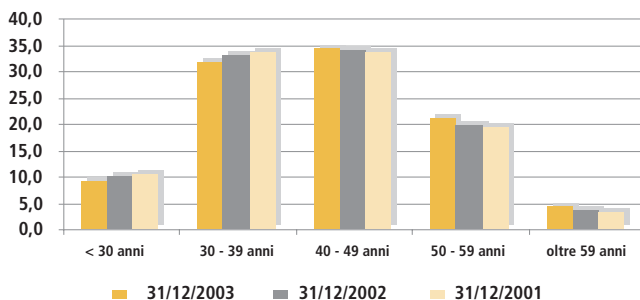


Fig 3 Iscritti per età

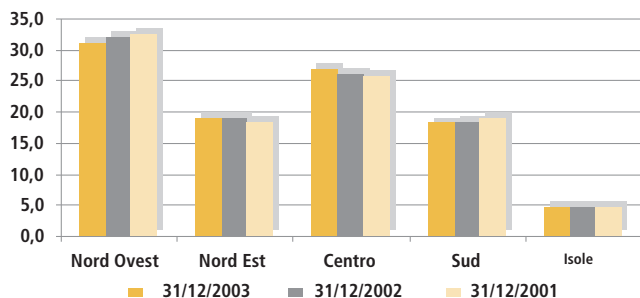


Fig 4 Iscritti per area geografica

tra 30 e 49 anni (quasi il 66% degli iscritti), sebbene siano in leggero aumento le classi degli over 50 (quasi il 25% del totale, rispetto a poco più del 23% del 2002).

Quanto all'area geografica, maggiore è la % di iscritti residenti nelle regioni del Nord (complessivamente il 50,2% del totale). Segue il Centro con il 26,7% e il Sud e le Isole che insieme raggiungono il 22,8% del totale.

I lavoratori dipendenti superano le 53.000 unità. Il loro numero è in crescita 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. Il numero dei dipendenti con versamenti a carico del datore di lavoro è pari a 44.835.

Riguardo alle preferenze di investimento dei sottoscrittori, se si analizzano i dati per classi di età si nota (cfr. Tab 6) la tendenza della maggioranza degli

Categoria	Classi di età				
	< 30 anni	30 - 39 anni	40 - 49 anni	50 - 59 anni	Oltre 59 anni
Azionari	28,2	30,3	28,4	21,9	16,1
Bilanciati Azionari	14,9	16,9	15,3	12,4	10,1
Bilanciati	30,5	31,3	32,9	32,7	27,7
Bilanciati Obbligazionari	17,5	14,7	16,5	22,7	28,6
Obbligazionari	5,3	4,2	4,1	5,8	10,0
Monetari	2,9	2,0	2,0	3,7	6,6
Flessibili	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tab 6 Preferenze di investimento per classi di età 31 dicembre 2003 - dati in %

iscritti in quasi tutte le classi di età a privilegiare linee di investimento bilanciate. Le linee azionarie sono preferite da più del 30% degli aderenti appartenenti alla fascia d'età 30-39 anni, e da poco più del 16% degli aderenti oltre i 59 anni.

Se si osserva la Tab 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 34,2% del totale dei residenti in queste regioni ne è iscritto).

Categoria	Aree geografiche				
	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud	Isole
Azionari	30,1	34,2	24,0	20,3	22,8
Bilanciati Azionari	10,1	14,3	21,4	12,4	23,3
Bilanciati	33,1	27,8	28,9	39,9	27,3
Bilanciati Obbligazionari	17,5	15,9	16,7	22,0	17,7
Obbligazionari	6,1	3,7	5,6	2,2	6,9
Monetari	2,9	3,7	1,7	2,7	1,4
Flessibili	0,2	0,4	1,8	0,5	0,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tab 7 Preferenze di investimento per aree geografiche
31 dicembre 2003 - dati in %



FONDI IMMOBILIARI

L'ASSETTO REGOLAMENTARE

Il fondo comune di investimento immobiliare ha fatto il proprio ingresso nel panorama dei prodotti finanziari italiani con l'emanazione della legge 25 gennaio 1994, n. 86, recante norme in materia di *"Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi"*. Si tratta di un prodotto che, 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 ammini-

strazione e diffondere la proprietà immobiliare;

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

Ed è proprio per realizzare quest'ultimo obiettivo che il legislatore è intervenuto con una riforma di ampio raggio, che investe non solo gli aspetti civilistici dei fondi comuni di investimento immobiliare ma anche, e soprattutto, quelli fiscali. Le nuove disposizioni normative, recentemente completate dalla disciplina di attuazione dettata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (D.M. 31 gennaio 2003, n. 47, modificativo del D.M. 228/1999) e dalla Banca d'Italia (Provvedimento del 27 agosto 2003), per le rispettive competenze, 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 raccolta del patrimonio può avvenire anche mediante più emissioni di quote. È pertanto possibile prevedere una o più riaperture delle sottoscrizioni (peraltro non prima che sia stato effettuato il richiamo di tutti gli impegni relativi alle emissioni precedenti) nonché rimborsi anticipati di quote (questa nuova struttura permette di qualificare il fondo immobiliare, a seconda dei casi, come fondo semi-chiuso, ovvero semi-aperto). Se entrambi sono previsti, le nuove sottoscrizioni e i rimborsi anticipati devono avvenire in coincidenza e con la medesima frequenza. In tal caso, peraltro, il regolamento di gestione del fondo indicherà anche i criteri in base ai quali verranno soddisfatte le richieste laddove le domande di rimborso eccedano quelle di sottoscrizione. In base alle descritte innovazioni, i sottoscrittori potranno liquidare, alle condizioni stabilite dai singoli regolamenti di gestione dei fondi, il proprio investimento in momenti, predeterminati, alternativi e ulteriori rispetto alla cessione della quota sul mercato.

Le modalità con le quali verranno effettuate le emissioni successive di quote ricalcano sostanzialmente quelle previste per le sottoscrizioni iniziali e sono indicate in ciascun regolamento di gestione del fondo. Nel medesimo regolamento sono inoltre indicati i criteri e i processi di valutazione che verranno utilizzati per

determinare il valore corrente delle quote in occasione delle operazioni di nuova sottoscrizione e di rimborso anticipato.

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

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

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

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

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

Per quanto concerne, infine, l'indebitamento, le nuove disposizioni ne indivi-

duano il limite massimo nel 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, nonché nel 20 per cento degli altri beni in cui risulta essere investito il patrimonio del fondo; nell'ambito dei suddetti limiti è consentito ai fondi assumere prestiti anche per far fronte ai rimborsi anticipati delle quote, e comunque per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo, nonché per effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo stesso.

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

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.

Tale disciplina si applica:

- ai fondi immobiliari istituiti, a partire dalla data del 26 settembre 2001, ai sensi dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e dell'art. 14-bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86;
- ai fondi immobiliari già istituiti alla data del 26 settembre 2001, a condizione che la Sgr abbia esercitato, ai sensi dell'art. 5, comma 4, del decreto legge n. 351 del 2001, l'opzione per l'applicazione del nuovo regime.

I fondi immobiliari non sono soggetti passivi delle imposte dirette (IRPEF e IRES) 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 d'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'art. 6, comma 1, lett. c), numero 3), del TUF, 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

1 Regime impositivo

2 L'imposta sostitutiva dovuta dal fondo immobiliare

III

14 | 119

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.

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 e alle relative spese di manutenzione, è prevista, in alternativa alla richiesta di rimborso, la possibilità di utilizzare, in tutto o in parte, il credito IVA in compensazione delle imposte e dei contributi ai sensi dell'art. 17 del d.lgs. 9 luglio 1997, n. 241 (c.d. "*compensazione orizzontale*"), senza limiti di importo. È inoltre possibile cedere a terzi il credito indicato nella dichiarazione annuale ai sensi degli 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 d'impresa commerciale.

In particolare, i proventi conseguiti da soggetti non esercenti attività d'impresa commerciale (persone fisiche, enti non commerciali, società semplici) non con-

corrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti. Il regime di non imponibilità riguarda sia i redditi di capitale sia i redditi diversi.

I proventi conseguiti nell'esercizio di un'attività d'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.

L'art. 41-bis del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, ha apportato rilevanti modifiche alla disciplina fiscale ai fini delle imposte sui redditi dei fondi comuni di investimento immobiliare. A partire dal 1° gennaio 2004, infatti, ferma restando la non soggettività del fondo ai fini delle imposte sui redditi e dell'IRAP e la qualifica di soggetto "*lordista*" nella fase di percezione dei redditi di capitale, non è più dovuta l'imposta sostitutiva dell'1%.

A seguito della soppressione della tassazione in capo al fondo è prevista, in via generale, la tassazione in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi. Sui proventi distribuiti e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,50%. La ritenuta è applicata a titolo d'acconto se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. La ritenuta, invece, non è applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare di cui al d.lgs. n. 124 del 1993 e dagli OICR italiani.

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

I proventi percepiti da soggetti non residenti non sono assoggettati ad imposizione se il soggetto non residente è in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 239 del 1996. In buona sostanza, il regime di non imponibilità si applica ai soggetti non residenti che risiedono in uno Stato che consenta un ade-

5 Il nuovo regime fiscale applicabile dal 1° gennaio 2004

guato scambio di informazioni (ossia i Paesi individuati dal d.m. 4 settembre 1996 e successive modificazioni, c.d. *white list*), nonché agli "investitori istituzionali" esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni, agli enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, alle Banche centrali o agli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

III

6 Il regime transitorio dei partecipanti

L'art. 41-bis, commi 11 e 12, del decreto legge n. 269 del 2003 detta il regime transitorio per i partecipanti ai fondi immobiliari.

In particolare, il nuovo regime di tassazione dei partecipanti al fondo si applica ai proventi distribuiti o a quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote a decorrere dal 1° gennaio 2004, a condizione che si tratti di proventi riferiti a periodi di attività del fondo per i quali non ha trovato applicazione l'imposta sostitutiva dell'1%.

Di contro, per i proventi di ogni tipo riferiti a periodi di attività del fondo per i quali ha trovato applicazione l'imposta sostitutiva, pur se percepiti successivamente al 1° gennaio 2004, continuano ad applicarsi le previgenti disposizioni: il regime di non imponibilità, se si tratta di proventi afferenti quote detenute al di fuori dell'esercizio di un'impresa commerciale, ovvero l'inclusione nel reddito d'impresa del partecipante con riconoscimento del credito d'imposta dell'1%, se relativi a quote detenute nell'esercizio d'impresa commerciale.

Inoltre, limitatamente all'anno 2003, è previsto che i soggetti non residenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 239 del 1996, hanno diritto al pagamento di una somma pari all'1% del valore delle quote, proporzionalmente riferito al periodo di possesso rilevato in ciascun periodo d'imposta. Al fine di ottenere il pagamento della somma in questione i soggetti non residenti dovevano farne richiesta alla Sgr entro il 31 dicembre 2003.

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE		
Caratteristiche	Regime applicabile fino al 31/12/2003	Regime applicabile dal 1/1/2004
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	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 (*).	Nessuna imposta è prelevata in capo al fondo. Sui proventi distribuiti e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,50% (**).
Indicazione dei proventi nel modello UNICO	No	No
(*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti, 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. (**) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale la ritenuta è a titolo d'acconto e i proventi concorrono a formare il reddito d'impresa.		

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

Nella sezione che segue sono esposti alcuni dati dell'Industria dei fondi immobiliari in Italia, in particolare è data evidenza all'offerta delle società di gestione, alla domanda dei sottoscrittori e al patrimonio gestito.

I dati patrimoniali dei fondi sono aggiornati al 30 giugno 2003, mentre i dati anagrafici al 31 dicembre 2003.

Nel corso del 2003 hanno richiamato gli impegni cinque fondi immobiliari, raccogliendo un patrimonio di 886,9 milioni di euro. Questi cinque fondi si sono aggiunti a quelli offerti nel corso degli anni precedenti, portando l'offerta complessiva, al 31 dicembre 2003, a 19 fondi. Nel corso del 2004 è possibile prevedere una crescita ulteriore dell'offerta di fondi immobiliari (cfr. Tab 1).

Infatti, se nell'anno dell'esordio, il 1999, i tre fondi che avevano richiamato gli impegni avevano raccolto un patrimonio di 709,3 milioni di euro, già nel 2000, altri tre fondi avevano raccolto 813 milioni di euro. Il boom della raccolta si è avuto nel 2001, dove cinque nuovi fondi avevano raccolto 916,5 milioni di euro, mentre nel 2002, altri tre nuovi fondi avevano raccolto 493,8 milioni di euro.

L'offerta di fondi immobiliari proviene da 11 società.

Considerando anche i fondi tuttora in collocamento, cinque dei 21 fondi immobiliari censiti al 31 dicembre 2003 sono riservati solamente alla clientela istituzionale. Inoltre, tre fondi sono ad apporto pubblico.

La loro durata residua indicativa, non considerando eventuali periodi di grazia necessari per lo smobilizzo degli immobili, oscilla tra i 3 e i 14 anni.

9 dei fondi operativi sono quotati in Borsa, sul Segmento MTF di classe 2 del comparto MTA.

Il numero dei sottoscrittori dei fondi immobiliari non è determinabile, in quanto non è possibile monitorare la compravendita di quote in Borsa, nel caso in cui i fondi siano quotati. Al momento del richiamo degli impegni, però, il numero dei sottoscrittori di fondi immobiliari ha superato le 193.000 unità. Più di 27.000 sono stati i sottoscrittori dei fondi che hanno richiamato gli impegni nel corso del 2003.

1 L'offerta dei fondi immobiliari

2 La domanda dei fondi immobiliari

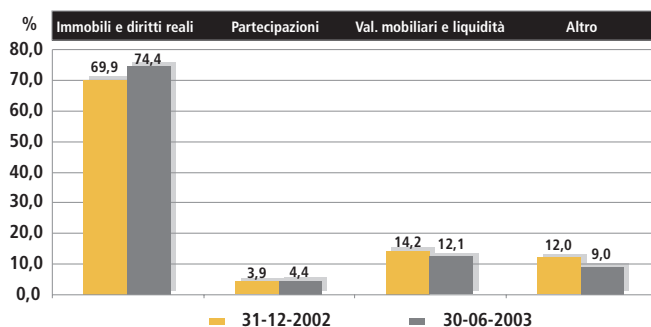
3 Asset under management

Al 30 giugno 2003, l'industria italiana dei fondi immobiliari gestisce un patrimonio di 3.899,7 milioni di euro (contro un patrimonio al 30 giugno dell'anno precedente di 3.008,1 milioni di euro).

Del totale delle attività (4.658 milioni di euro) il 74,4% è investito in immobili e diritti reali; il 12,1% in valori mobiliari e liquidità; e il 4,4% in partecipazioni in società immobiliari. (cfr. Fig 1)

126 15

Fig 1 Evoluzione delle attività dei fondi immobiliari



La ripartizione dell'investimento immobiliare per area geografica vede primeggiare il Nord Ovest, che ospita il 47,9% degli immobili in cui investono i fondi; seguito dal Centro, in cui hanno sede il 36,1% degli immobili; dal Nord Est (11,1%); dal Sud e dalle Isole (2,8%) e dall'Estero (2,2%). (cfr. Fig 2)

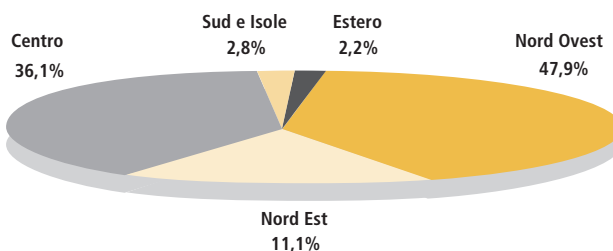


Fig 2 Evoluzione delle attività dei fondi immobiliari

Le scelte immobiliari per destinazione d'uso spaziano dagli uffici al commerciale, dall'industriale alla logistica, dal residenziale al turistico/ricreativo all'assistenziale.

Fino a giugno 2003 i fondi hanno utilizzato la leva finanziaria concessa dalla normativa, indebitandosi per 640,2 milioni di euro.

Nel solo primo semestre 2003 i fondi hanno acquistato immobili per un valore di 549,4 milioni di euro.

Tabella 1 - Caratteristiche dei fondi immobiliari chiusi al 31 dicembre 2003

Denominazione fondo	Tipo	Data richiamo degli impegni	Durata residua indicativa (in anni)	Riservato ad investitori qualificati	Modalità di trattamento dei proventi	Asset allocation immobiliare obiettivo
BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA						
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE	FOr	19/05/2000	6	No	A distribuzione dei proventi	Il fondo investe principalmente in beni immobili ad uso uffici, commerciale, logistica
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA	FOr	19/12/2001	5	No	Ad accumulazione dei proventi	Il fondo investe principalmente in beni immobili ad uso uffici, commerciale, logistica
ESTENSE - GRANDE DISTRIBUZIONE	FOr	10/06/2003	9	No	A distribuzione dei proventi	Commerciale
FONDO LAZIO	APu	30/12/2003	3	Si	Le caratteristiche del Fondo rendono il dato non significativo	Residenziale, Commerciale
INVESTIRE IMMOBILIARE SGR SPA						
INVESTIRE RESIDENZIALE 1	FOr	10/12/2002	4	Si	A distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nel settore residenziale, nonché commerciale e terziario
INVESTIRE RESIDENZIALE 2	FOr	16/06/2003	4	Si	A distribuzione dei proventi	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nel settore residenziale, nonché commerciale e terziario
DEUTSCHE BANK FONDI IMMOBILIARI SGR						
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE	FOr	15/02/1999	10	No	Dal 5° anno a distribuzione dei proventi (prima solo in via straordinaria)	Uffici 50% - Retail 25% - Logistica 25%
PIRAMIDE GLOBALE	FOr	06/07/2000	12	No	Ad accumulazione dei proventi	Uffici 45% - Retail 25% - Logistica 10% Hotel 10% - Altro 10%
PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR pA						
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	FOr	09/12/1999	11	No	A distribuzione dei proventi	Industr. e logistico min 10% - max 20%; Comm.le min 35% - max 45%; Terziario min 25% - max 35%
NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR						
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE	FOr	31/03/2001	12	No	A distribuzione dei proventi	Sup. commerc. min 20% - max 25%; Uffici centrali min 15% - max 20%; Uffici non centrali min 30% - max 35%; Edifici industriali/logist. min 20% - max 25%; Altro min 10% - max 15%
NEXTRA IMMOBILIARE EUROPA	FOr	11/10/2001	13	No	A distribuzione dei proventi	Sup. commerc. min 15% - max 20%; Uffici centrali min 30% - max 35%; Uffici non centrali min 20% - max 25%; Edifici industriali/logist. min 15% - max 20%; Altro min 10% - max 15%
FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR SpA						
FONDO ALPHA	APu	01/03/2001	14	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Beni immobili e diritti reali immobiliari prevalentemente con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
BETA IMMOBILIARE	APu		8	No	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Beni immobili di qualsiasi tipo o natura, prevalentemente in edifici con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale, residenziale, e/o in diritti reali su tale tipologia di immobili
BENI STABILI GESTIONI						
SECURFONDO	FOr	09/12/1999	11	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
IMMOBILIUM 2001	FOr	14/06/2002	13	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
INVEST REAL SECURITY	FOr	29/09/2003	10	No	Ad accumulazione per i primi due anni e distribuzione annuale a partire dalla fine del secondo anno	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nei settori terziario, in centri commerciali e logistici, in alberghi
POLIS FONDI SGR pA						
POLIS	FOr	17/06/2000	8	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 20%; Imm. alberghiero max 15%
BIPIEMME REAL ESTATE INVESTITICO						
	FOr	01/03/2002	8	No	A distribuzione dei proventi	Immobili destinati preferibilmente ad attività ad alto contenuto sociale nonché ad uso terziario sia direzionale che commerciale
SORGENTE SGR SPA						
MICHELANGELO	FOr	10/12/2001	6	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%
CARAVAGGIO	FOr	22/01/2004	8	No	A distribuzione dei proventi	Immobili ad uso terziario a reddito min 60% - max 80%; immobili ad uso terziario da restaurare e locare min 0% - max 20%; immobili ad uso ufficio e/o abitazione da restaurare e vendere min 0% - max 15%
MEDIOLANUM GESTIONE FONDI						
MEDIOLANUM PROPERTY	FOr	10/01/2003	14	Si	A distribuzione dei proventi	Beni immobili non residenziali

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 sottaciuta 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.

1 La classificazione dei fondi comuni

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

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

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

1.1 Asset allocation di base: le macro categorie

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

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

1.2 Fattori di rischio specifici: le categorie

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

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

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%.

Fondi bilanciati

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

Fondi obbligazionari

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 seguenti 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

glio 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.

Fondi di liquidità

I fondi di liquidità investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e liquidità (vige quindi il divieto assoluto di investire in azioni). Gli emittenti dei titoli detenuti devono avere un merito di credito non inferiore a 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 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	
AZIONARI	OBBLIGAZIONARI
Azionari Italia	Obbligazionari euro governativi breve termine
Azionari area euro	Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine
Azionari Europa	Obbligazionari euro corporate investment grade
Azionari America	Obbligazionari euro high yield
Azionari Pacifico	Obbligazionari dollaro governativi breve termine
Azionari paesi emergenti	Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine
Azionari paese	Obbligazionari dollaro corporate investment grade
Azionari internazionali	Obbligazionari dollaro high yield
Azionari energia e materie prime	Obbligazionari internazionali governativi
Azionari industria	Obbligazionari internazionali corporate investment grade
Azionari beni di consumo	Obbligazionari internazionali high yield
Azionari salute	Obbligazionari yen
Azionari finanza	Obbligazionari paesi emergenti
Azionari informatica	Obbligazionari altre specializzazioni
Azionari servizi di telecomunicazione	Obbligazionari misti
Azionari servizi di pubblica utilità	Obbligazionari flessibili
Azionari altri settori	
Azionari altre specializzazioni	FONDI DI LIQUIDITÀ
	Fondi di liquidità area euro
	Fondi di liquidità area dollaro
BILANCIATI	Fondi di liquidità area yen
Bilanciati azionari	Fondi di liquidità altre valute
Bilanciati	
Bilanciati obbligazionari	FLESSIBILI

2 La classificazione dei fondi pensione

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

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

Per 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.

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).

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.

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.

4 Definizione di alcune qualificazioni di interesse generale

Fondo etico

Fondo a capitale protetto

Fondo a capitale garantito

Fondo indicizzato

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.

5 Attribuzione, modifica e monitoraggio delle categorie

IV

Attribuzione iniziale della categoria

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.

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.

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.

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.

Variazione d'ufficio della categoria

Rispetto dei limiti di categoria

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

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

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

1 La misurazione del rendimento dei fondi di investimento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.1 Il metodo Time Weighted

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sostituendo queste due identità nella (2) si ottiene:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per comprendere meglio le procedure di calcolo degli indici finora illustrati è utile avvalersi di un semplice esempio. La Tabella 1 rappresenta schematica-

1.2 Il metodo Money Weighted

IV

18 | 149

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%

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

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

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

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

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

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

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

Applicando la (5) si ottiene:

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

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

condo periodo, in cui il rendimento del fondo è negativo, che riduce l'impatto sul capitale della perdita subita dal gestore. È opportuno sottolineare che la differenza tra i risultati prodotti dai due indici non è dovuta a un errore nell'uno o nell'altro. Di fatti, come si è spiegato in precedenza, il *TWRR* e il *MWRR* sono intesi per misurare il rendimento da due prospettive differenti: nel primo caso isolando l'attività del gestore del fondo, nel secondo comprendendo anche gli effetti degli apporti (o delle sottrazioni) di capitale decisi dal quotista alle diverse scadenze. La discrepanza fra i due, quindi, non deve sorprendere.

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

Il rischio di un fondo d'investimento è concepibile come l'incertezza legata alla realizzazione di un dato rendimento e l'incertezza è generalmente collegata al concetto di variabilità o volatilità. I fondi comuni rappresentano uno strumento finanziario rischioso, in quanto il valore delle loro quote è soggetto a variazioni e proprio l'ordine di grandezza di tali variazioni determina il livello di rischio 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 rischio che assume investendo in essi e proprio in base al livello della redditività prodotta in relazione alla loro rischioosità è possibile effettuare una valutazione e classificazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito.

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

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

2 La comparazione dei fondi di investimento

IV

18 | 151

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

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

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

Il benchmark fornisce dunque indicazioni sulla rischiosità del prodotto gestito, dato che fondi con benchmark azionari, investendo in azioni, risulteranno più volatili rispetto a quei fondi caratterizzati da un parametro oggettivo di riferimento rappresentato da un indice obbligazionario. In realtà il livello di rischiosità del benchmark non si mantiene costante nel tempo, ma è soggetto a cambiamenti a causa dei mutamenti macroeconomici che i vari mercati registrano. Nella 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.

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

Tab. 2 Volatilità del benchmark sui diversi orizzonti temporali

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

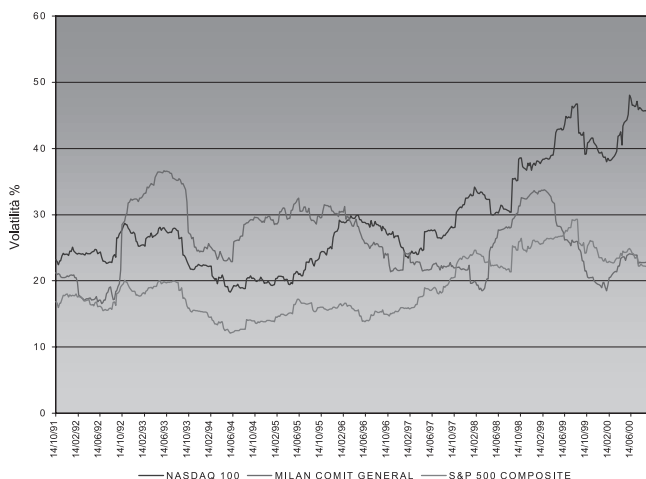


Fig 1 Variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark

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

La 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).

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

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

Dalle diverse considerazioni svolte emerge che per compiere delle valutazioni metodologicamente corrette della performance è estremamente importante

effettuare confronti tra fondi di investimento il più possibile omogenei. Le suddivisioni dei prodotti gestiti che vengono svolte sulla base del benchmark dichiarato possono condurre alla creazione di classi troppo eterogenee al proprio interno e quindi non adeguate per lo svolgimento di analisi comparate.

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

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

3 **Misure Risk-adjusted performance**

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

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

Attraverso l'utilizzo delle misure RAP il confronto tra i vari prodotti risulta semplificato, dato che tutta l'informazione necessaria a valutare in base al trade-off rendimento-rischio il fondo di investimento è racchiusa in un numero. Il fondo con la misura RAP più elevata risulta il migliore, dato che si è collocato sulla migliore posizione nell'ambito della relazione esistente tra rendimento e rischio. Prima di analizzare le singole misure RAP si mostrano le metodologie da utilizzare per quantificare la rischiosità di un prodotto dell'industria del risparmio gestito.

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

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

in cui:

(R_t) : volatilità o deviazione standard del fondo;

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

R_t : rendimento sottoperiodale;

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

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

- il rischio complessivo
- il rischio sistematico o di mercato

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

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

Il beta viene utilizzato per misurare la sensibilità dei rendimenti di un fondo in

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

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

nella quale:

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

σ_M^2 : costituisce la varianza dei rendimenti del mercato.

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

3.1 Indice di Sharpe

La misura RAP più nota e più utilizzata dalle società di gestione e dalla stampa è l'indice di Sharpe. Tale misura venne introdotta originariamente nel 1966 dal premio Nobel William F. Sharpe con il termine *reward to variability ratio*.

Ai fini del calcolo di questo indicatore è necessario conoscere il premio per rischio del fondo e la sua deviazione standard. Se indichiamo con la misura di Sharpe otteniamo:

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

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:

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

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.

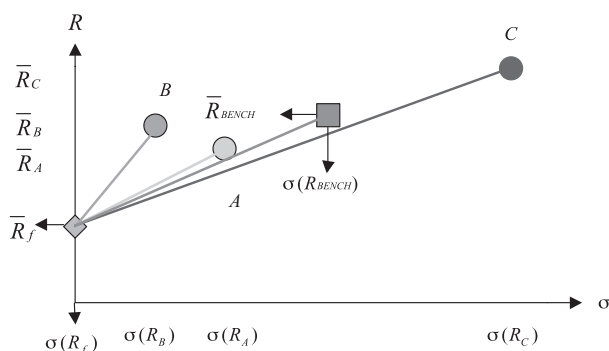


Fig 2 Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe

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:

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

3.2 Indice di Modigliani

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

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

L'idea sottostante a tale misura RAP è quella di confrontare i fondi con medesimi obiettivi di investimento (medesimo benchmark) portandoli ad un uguale livello di rischio, cioè variare la loro rischiosità fino a farla coincidere con quella del benchmark ed in seguito misurare il rendimento di questi fondi *modificati*. In pratica, per ciascun fondo di investimento con un dato rendimento e rischio, la misura di Modigliani determina il rendimento che il fondo avrebbe ottenuto se avesse assunto lo stesso livello di rischio del benchmark.

La particolarità di tale misura risiede nel fatto che è espressa, coerentemente al rendimento prodotto dal fondo, in percentuale e risulta quindi di facile interpretazione. Inoltre, l'investitore può confrontare il rendimento *modificato* del fondo direttamente con quello offerto dal benchmark o da altri fondi e può anche valutare facilmente i risultati del gestore attraverso la determinazione della redditività differenziale, vale a dire calcolando la differenza tra rendimento *modificato* del fondo e benchmark. Emerge chiaramente che il fondo con la più alta misura di Modigliani risulta il migliore esattamente come il fondo avente la misura di Sharpe più elevata. Al fine di determinare la misura RAP di Modigliani si applica l'espressione seguente:

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

RAP_M : misura di Modigliani;

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

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

σ_B : deviazione standard del benchmark nell'evaluation period;

σ_f : deviazione standard del fondo durante l'evaluation period.

La 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.

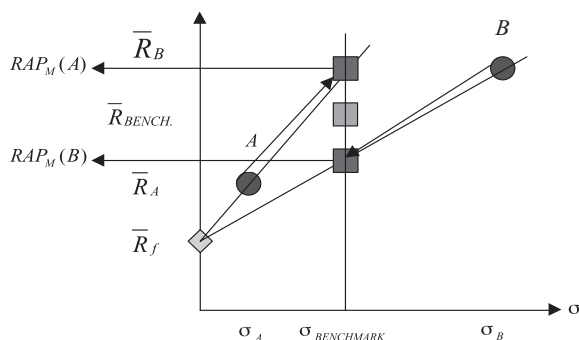


Fig 3 Interpretazione grafica dell'indice di Modigliani

Tale operazione è stata eseguita trascinando i fondi sulle semirette che li uniscono all'attività priva di rischio fino al punto in cui questi presentano un livello di rischio pari a quello del benchmark. Tali punti sono rappresentati dai due quadrati grigi. In corrispondenza di tali punti si può leggere sull'asse delle ordinate il rendimento *modificato*.

Questo rendimento rappresenta la misura risk-adjusted performance di Modigliani. L'analisi grafica mostra che il fondo *A* è preferibile al fondo *B* in quanto caratterizzato da una misura di Modigliani più elevata. Se avessimo valutato i due fondi solo sulla base del rendimento avremmo effettuato un'analisi errata dato che avremmo selezionato il fondo *B* il quale presenta una redditività superiore al fondo *A*.

Tuttavia le misure $RAP_M(A)$ e $RAP_M(B)$ indicano che il fondo *B* ha ottenuto un rendimento superiore perché ha assunto un rischio superiore e non quindi perché il suo gestore dispone di particolari abilità, mentre il fondo *A*, sebbene abbia reso meno del benchmark, ha prodotto un rendimento rettificato per il rischio (RAP) più elevato di *B* e del parametro oggettivo di riferimento. Se determiniamo la differenza tra il rendimento del benchmark e la misura RAP di Modigliani dei fondi otteniamo il rendimento (rettificato per il rischio) differenziale (positivo o negativo) dei due prodotti gestiti.

È interessante rilevare che stilare una classifica dei fondi di investimento tramite la misura di Modigliani o l'indice di Sharpe è identico. Infatti, utilizzando il medesimo benchmark, le due misure non possono che fornire le medesime risposte dato che la misura di Modigliani non è altro che l'indice di Sharpe moltiplicato per la deviazione standard del benchmark. Tuttavia la misura di Modi-

gliani è rappresentata da un valore percentuale mentre l'indice di Sharpe da un coefficiente angolare.

3.3 L'information ratio

IV

160 | 18

Il benchmark oltre ad essere ex-ante un indicatore del profilo di rischio di un fondo può essere utilizzato ex-post come termine di valutazione della performance. Al fine di valutare la performance di un fondo di investimento è dunque necessario far riferimento al benchmark dichiarato dal fondo, il quale abbia auspicabilmente le medesime caratteristiche del fondo in termini di rischio e rendimento. Nell'effettuare il confronto si deve tuttavia considerare che il benchmark è costituito da un portafoglio virtuale, che quindi non tiene conto di una serie di elementi che impattano sulla redditività del fondo ma non su quella del parametro oggettivo di riferimento.

Si pensi ai costi di gestione, agli oneri fiscali, ai costi di liquidità: oneri che il gestore di un fondo sostiene mentre un benchmark, quale ad esempio un indice di mercato, per costruzione non prende in considerazione. Inoltre, al fine di redigere delle valutazioni efficienti, è estremamente importante effettuare il confronto tra benchmark e fondo di investimento su orizzonti temporali medio/lunghi. Assogestioni (1999) prescrive che tanto più il fondo che si analizza è rischioso tanto più deve essere lungo l'arco temporale da considerare. Valutazioni su periodi inferiori all'anno risultano comunque inaccettabili dato che le differenze tra benchmark e fondo possono risultare del tutto casuali.

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

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

in cui:

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

(TE_t) : deviazione standard del tracking error.

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

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

dove:

TE_t : tracking error del fondo in t ;

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

R_t : rendimento del fondo in t .

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

L'analisi del tracking error e della sua volatilità fornisce un'indicazione migliore delle qualità del fondo rispetto al rendimento medio o alla deviazione standard, dato che tali misure sono costruite parametrando il risultato di ogni fondo al proprio benchmark. Qualora si prenda in considerazione l'andamento del tracking error di un fondo o la sua volatilità si può analizzare se questo sia simile o si discosti significativamente dal benchmark. Da tale analisi è possibile stabilire se il gestore del fondo adotti un tipo di strategia passiva oppure attiva. Con il termine gestione passiva ci si riferisce a quei fondi che tendono a replicare un predefinito benchmark o indice di mercato. I gestori di tali fondi acquistano ciascuna attività nella medesima proporzione in cui questa è presente nell'indice. L'obiettivo perseguito da tali fondi è dunque quello di ottenere un rendimento il più simile possibile a quello del benchmark e vengono quindi valutati proprio in base al livello di accuratezza raggiunto in tale opera di duplicazione. I fondi di investimento che adottano tale politica di investimento vengono anche denominati index fund. Un gestore attivo, invece, è colui che costruisce il proprio fondo sulla base delle proprie aspettative sul futuro. Tale gestore non detiene le attività nella medesima proporzione in cui queste sono presenti nel benchmark ma, in base alle proprie previsioni e analisi, attribuisce maggior peso a quei settori o titoli che prevede otterranno risultati migliori rispetto al resto del mercato.

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

L'information ratio, benché molto meno utilizzato dagli operatori e dai media,

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

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

3.4 L'alfa di Jensen

Nel 1968 l'economista Michael Jensen sviluppò una misura risk-adjusted performance al fine di analizzare l'abilità del gestore di un fondo di investimento di prevedere i prezzi futuri delle attività finanziarie e quindi che consentisse di determinare la capacità di quest'ultimo di selezionare i titoli sottovalutati.

Tale misura, comunemente denominata alfa di Jensen (), 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 ().

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

I fondi di investimento caratterizzati da valori significativamente negativi nel tempo dell'alfa non sono invece riusciti *a battere il mercato*, hanno selezionato

i titoli meno performanti e quindi hanno prodotto un rendimento inferiore rispetto a quello che avrebbero dovuto produrre sulla base della loro rischiosità. I gestori di tali fondi non mostrano possedere quindi particolari abilità nell'individuare le attività finanziarie maggiormente promettenti. Analiticamente l'alfa di Jensen può essere determinata come segue:

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

in cui:

α_p : alfa di Jensen del fondo, o extra-rendimento;

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

$\bar{R}_{CAPM}$: rendimento che il fondo avrebbe dovuto offrire sulla base del CAPM ovvero in base al proprio livello di rischio di mercato (β_p).

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

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

dove:

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

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

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

β_p : misura di rischio sistematico del fondo di investimento.

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

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 co-

3.5 Il sistema di rating di Morningstar e Micropal

struita in modo tale da includere fondi con medesimo stile di gestione. Le categorie quindi non vengono redatte sulla base di benchmark generici, come quelli dichiarati nei prospetti, ma in base alla specifica composizione dei portafogli gestiti.

Il risk-adjusted rating di un fondo (RAR) appartenente ad una determinata categoria è determinato sottraendo una misura di rischio relativo ($RRisk$) ad una di rendimento relativo ($RRet$):

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

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

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

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

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

- ★★★★★: fondi che si collocano nel primo decile della classifica;
- ★★★★: fondi che si collocano nel 22,5% delle posizioni successive;
- ★★★: fondi che si collocano nel 35% delle posizioni seguenti;
- ★★: fondi che si collocano nel seguente 22,5%;
- ★: fondi che si collocano nell'ultimo decile della classifica.

Lo star rating della Micropal, altra società di valutazione dei fondi comuni, è invece costruito sulla base della seguente misura risk-adjusted performance:

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

dove:

MI : indice Micropal;

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

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

$(R_t - \bar{R}_{cat})$: deviazione standard della differenza di rendimento tra il fondo e la media di categoria di appartenenza del prodotto.

L'indice Micropal risulta simile a quello sviluppato da Sharpe, dato che entrambi rapportano una misura di excess return ad una di rischio.

La particolarità dell'indice Micropal è quella di determinare sia rendimento dif-

ferenziale sia rischio differenziale rispetto ad una misura media di categoria. Micropal, dopo aver redatto una classifica in base al risultato dell'indice per ciascuna categoria, attribuisce a ogni fondo un punteggio, costituito da stelle, simile a quello 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.

Riferimenti bibliografici

Sharpe W.F., Gordon J.A., Bailey J.V., Investments, 5th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1995.

Simon K. "Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds" New England Economic Review, FRB of Boston, Sept.-Oct. 1998.

STANDARD DI PERFORMANCE: 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 di-storte 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

1 Origini degli standard di performance

IV

19 | 167

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.

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. 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 1999 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.

4 L'adozione dei GIPS in Italia: gli IPPS

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 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 www.assogestioni.it e i siti www.aimr.org/standards e www.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.

1 Introduzione

A prescindere da considerazioni di opportunità circa le scelte del legislatore italiano, si può intuire che questa differenza nel sistema impositivo dei proventi dei fondi, a parità di altre condizioni, influenza i meccanismi di determinazione della quota netta e quindi delle misure di performance su di essa calcolate. Come mostriamo in seguito, la quota di un fondo italiano può essere divisa in due parti: una riconducibile all'azione del gestore, l'altra attribuibile all'operare degli effetti fiscali.

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

Si osservi che questa definizione esclude intenzionalmente la "lordizzazione" delle imposte che il fondo subisce alla fonte.

In quest'ottica la determinazione della quota lorda consiste nel calcolo di un indice di performance del fondo depurato completamente degli effetti distorsivi della fiscalità (*intesa nel senso della definizione appena fornita*) ed in grado quindi di riflettere esclusivamente gli effetti della gestione.

2 Il modello

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

Proventi di tipo A: sono quelli che il fondo riceve al lordo dell'imposta e per i quali accantona giornalmente un'imposta sostitutiva del 12,5% che poi liquida in un'unica soluzione il 16 febbraio dell'anno successivo (*dal 2001 il versamento può essere rateizzato, tuttavia tale opzione non altera i risultati del modello*).

Questi proventi rappresentano la maggior parte di quelli percepiti dai fondi e ricomprendono, a titolo esemplificativo: plusvalenze e minusvalenze su azioni e obbligazioni, dividendi azionari, interessi su obbligazioni emesse da società aventi sede in Italia con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani aventi una scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni pubbliche italiane, interessi su obbligazioni emesse da banche aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni estere aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, proventi e minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad OICVM esteri (diversi dai fondi lussemburghesi storici), interessi su conti correnti bancari a condizione che la giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo medio gestito.

Proventi di tipo B: sono quelli che il fondo riceve già al netto dell'imposta del 27%. Sono costituiti, tra gli altri, dalle cedole di obbligazioni italiane con sca-

denza inferiore ai 18 mesi, dagli interessi su c/c con giacenza media superiore al 5% dell'attivo medio gestito e, fino al luglio 2000, dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

Proventi di tipo C: sono quelli che il fondo riceve al lordo delle tasse e per i quali accantona giornalmente un'imposta del 27% che poi liquida alla fine del mese in cui il provento ha avuto la sua manifestazione finanziaria. A partire dal luglio 2000, questa classe sarà composta dalle cedole di obbligazioni estere con scadenza inferiore ai 18 mesi.

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

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

Si consideri un generico fondo di investimento aperto italiano ad accumulazione dei proventi con le seguenti proprietà.

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

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

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

2.1 Definizioni e ipotesi

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

Per nostra comodità ora definiamo la variabile $F_i = N_{i-1}(x_i - x_{i-1})$ che rappresenta il flusso della raccolta netta del fondo all'inizio del giorno i . Si osservi che F_i è il flusso di quei sottoscrittori che hanno chiesto di entrare o di uscire dal fondo durante il giorno $i-1$ la cui richiesta può però venire soddisfatta solo a fine giornata e dopo il calcolo della quota. Quindi è come se questo movimento avesse luogo la mattina del giorno i prima della riapertura delle contrattazioni. Evidentemente chiamare il flusso in questione F_i (perché ha effetti finanziari solo a partire dalla mattina del giorno i) oppure F_{i-1} (perché è il risultato delle richieste di entrata e uscita pervenute durante il giorno $i-1$) è solo una questione nominalistica e non ha alcun effetto sui risultati che otterremo.

Si indichi infine con L_i la quota lorda del fondo al tempo i .

Obiettivo del nostro modello è determinare L_i in funzione di L_{i-1} , N_i , x_i e T_i .

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

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

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

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

Per come è stato definito nell'introduzione, L_i è un indice di performance depurato degli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C. Più in particolare, se ci poniamo al termine del primo giorno di vita del fondo, avremo la seguente situazione. Alla fine del giorno 0 (coincidente con il primo istante del giorno 1) il patrimonio effettivamente disponibile è pari all'ammontare delle quote $x_0 N_0$ più le imposte su proventi di tipo A e C accantonate ma non ancora versate fino al tempo 0 ($ST_0 = 0$) più il flusso in entrata tra il giorno 0 e il giorno 1 pari $(x_1 - x_0) N_0$. Questo patrimonio va confrontato con quello detenuto alla fine del giorno 1 pari a $x_1 N_1 + ST_0 + T_1$. Si noti che senza perdita di generalità possiamo porre $L_0 = N_0$.

In altre parole, all'inizio del giorno 1 il gestore riceve $x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0$ e alla fine dello stesso giorno ha $x_1 N_1 + T_1$.

Si noti che per come sono state costruite queste due quantità la loro differenza misura esclusivamente l'operato del gestore e non anche gli effetti del prelievo fiscale sui proventi di tipo A e C.

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

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

da cui si ottiene immediatamente:

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

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

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

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

si ottiene:

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

Al 31 dicembre di ogni anno si procede all'ultima valorizzazione della quota e al definitivo accantonamento delle imposte dovute sui proventi di tipo A in apposita voce del passivo (se a credito nell'attivo). Ora, dal momento che debiti e crediti d'imposta su questo tipo di proventi vengono liquidati solo successivamente (a metà febbraio), nel primo mese e mezzo dell'anno successivo il gestore continua effettivamente a disporre, come prima, anche della somma dovuta al fisco (e continua a non disporre dell'eventuale credito d'imposta). Di conseguenza le formule presentate nel paragrafo precedente continuano a valere.

Ad esempio il 15 gennaio dell'anno 2 il calcolo della quota lorda è il seguente:

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

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

Se il giorno j (che per noi, sarà il 16 febbraio se si liquidano le imposte sui proventi di tipo A e l'ultimo giorno di ogni mese se si liquidano quelle sui proventi di tipo C) si liquidano le imposte allora all'inizio del giorno $j+1$ il patrimonio effettivamente dis-

2.3 Dal giorno $i-1$ al giorno i

2.4 Quando finisce l'anno

2.5 Liquidazione delle imposte e formula generale

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

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

2.6 Se il fondo paga commissioni

Il modello sviluppato finora prevede che il fondo sia gravato dei soli oneri fiscali. Se si rilassa questa ipotesi e si consente che il fondo paghi anche altri tipi di oneri (ad esempio, le commissioni) i risultati ottenuti in precedenza non variano nel senso che, *posto che l'obiettivo della formula di lordizzazione è quello di eliminare solamente gli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C sulla quota netta*, tutti gli altri effetti sulla stessa generati da altri tipi di oneri devono essere ignorati. Non è quindi necessario conoscere se e quanto il fondo paga in commissioni; tali oneri attraverso la loro azione sulla quota netta andranno a modificare la quota lorda e questo effetto, coerentemente con le ipotesi del modello originale, non dovrà essere rimosso. Si osservi che ciò implica che due fondi gestiti effettuando le medesime scelte di investimento ma contraddistinti da due regimi commissio- nali 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 $= 12,5\%$) 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:

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

3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

risolvendo in N_i si ottiene:

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

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

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

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

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

che può essere interpretata come l'*effetto indiretto* della fiscalità operante attraverso le imposte già maturate ma non ancora liquidate fino al giorno $i-1$. Proprio l'esistenza di questa componente dimostra che la quota netta dipende anche da x_i . A commento di questo risultato alcune osservazioni risultano doverose. Primo: la quota netta dipende da x_i in maniera inversamente proporzionale, quindi, a parità di altre condizioni, più alto è il numero delle quote meno importante è l'effetto che una sua variazione genera su N_i . Al contrario, l'effetto del flusso di raccolta sulla quota netta è massimo quando x_i si avvicina velocemente a 0 e la quantità ST_{i-1} non si riduce in maniera adeguata.

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

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

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

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

a livello di quota netta in un incremento $\neq +88,3\%$. 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 $\neq -88,3\%$).

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

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

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

tenuto conto della (8) si ottiene semplicemente:

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

quindi

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

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

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

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

3.2 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

3.3 Alcuni esempi

In questa prima tabella abbiamo simulato l'andamento di quota netta e quota lorda di un fondo ai suoi primi giorni di vita. Per come è stata definita, la quota lorda varia al tasso g_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 $N_i = +21,8\%$). Come illustrato analiticamente in precedenza questo fenomeno di amplificazione è sintomo dell'operare dell'effetto fiscale indiretto e può essere misurato dal rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$.

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

i	g_i	x_i	N_i	N	L_i	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 $N_i = -50\%$.

3.4 Lordizzazione delle commissioni e indebitamento

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

La nuova definizione di quota lorda che si ottiene permette di calcolare indici di

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

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

In quest'ottica, analogamente a quanto accade per le imposte su proventi di tipo A e C, le commissioni di gestione vengono in genere calcolate quotidianamente sul valore complessivo netto del fondo, accantonate e liquidate in un periodo successivo (ad esempio ogni primo giorno del mese).

Si definisca quindi T'_i come l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e C durante il giorno i più le commissioni accantonate durante lo stesso giorno.

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

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

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

Ancora più in generale, se si estende l'interpretazione della variabile ST'_i fino a farla coincidere con la somma di tutti i debiti del fondo (tra cui oltre a quelli verso l'erario e verso il gestore troveremo quelli legati ai prestiti concessi da terzi) la (10) risulta in grado di depurare da qualsiasi effetto leva (fiscale, commissionale e leva "classica") il risultato della gestione complessiva del fondo. La leva fiscale e quella commissionale, come già è stato spiegato, operano attraverso un differimento temporale tra l'istante in cui la quota netta subisce il prelievo fiscale/commissionale e quello in cui il fondo paga effettivamente questi oneri ai relativi creditori; tale differimento genera un debito in capo al

3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

fondo e il debito a sua volta genera un effetto leva sui rendimenti netti.

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

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

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

Durante questo giorno le risorse complessive a disposizione del gestore passano da $x_j N_{j-1} + ST_{j-1}$ a $x_j (N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j$.

Ne segue che la formula modificata per tener conto della distribuzione dei proventi diventa:

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

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

V

DATI E STATISTICHE

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia Importi complessivi* - Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro										
	Fondi arm. italiani	Fondi aperti		Altri fondi non arm.	Fondi di fondi*	Fondi riservati		Fondi speculativi		TOTALE
		Fondi arm. lux, storici	Fondi arm. esteri			Fondi riservati	Fondi speculativi (f.d.f.)	Fondi speculativi (puri)	Fondi speculativi esteri	
dicembre 1984	597,0	2.186,2								2.783,2
dicembre 1985	10.216,6	3.902,3								14.118,9
dicembre 1986	33.609,5	5.511,1								39.120,6
dicembre 1987	30.702,8	4.535,0								35.237,9
dicembre 1988	26.630,1	4.465,3								31.095,4
dicembre 1989	25.393,2	4.420,4								29.813,5
dicembre 1990	24.470,8	3.186,5								27.657,3
dicembre 1991	29.025,4	2.837,9								31.863,3
dicembre 1992	31.326,7	2.562,1								33.888,9
dicembre 1993	56.858,3	2.676,3								59.534,6
dicembre 1994	67.225,6	2.768,5								69.994,2
dicembre 1995	65.482,1	3.521,0								69.003,1
dicembre 1996	101.719,8	6.995,9								108.715,7
dicembre 1997	189.739,6	12.602,6								202.342,2
dicembre 1998	372.273,9	19.747,9	3.080,0							395.101,7
dicembre 1999	472.449,6	30.385,2	31.722,0			2.848,6				537.405,4
dicembre 2000	449.930,9	34.345,0	60.449,0		5.015,8	3.293,0				548.017,9
dicembre 2001	403.678,8	30.919,3	74.159,6	170,1	7.388,7	4.614,3	760,9			514.303,0
dicembre 2002	360.694,1	23.568,0	73.968,1	179,5	6.275,0	4.948,2	2.103,4	99,7	405,0	465.966,0
dicembre 2003	379.044,2	26.181,0	92.428,4	206,6	7.715,5	5.006,4	4.951,6	320,9	857,4	508.996,5

* Fondi di fondi non inclusi nei totali

Patrimonio dei fondi italiani e esteri - Importi complessivi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Importi complessivi* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	97.524,1	93.179,7	89.567,6	95.256,9	95.936,9	99.124,3	102.443,7	106.344,2	103.521,5	110.051,6	110.805,8	112.747,5
AZ. ITALIA	13.415,4	13.115,6	13.135,7	14.277,8	14.836,8	14.848,5	14.945,8	15.000,7	14.704,7	15.187,4	15.856,2	15.795,2
AZ. AREA EURO	4.167,8	3.889,7	5.137,5	5.648,6	5.665,0	5.787,7	6.052,6	6.160,0	5.929,7	4.520,3	4.550,8	4.699,9
AZ. EUROPA	24.751,4	23.065,0	22.130,1	23.897,6	23.857,3	24.518,7	25.490,6	25.953,4	24.929,0	28.173,4	28.689,4	29.479,4
AZ. AMERICA	13.475,4	13.216,8	14.906,3	15.900,2	15.989,3	16.883,8	17.791,2	18.781,2	18.076,6	19.509,0	19.665,0	19.971,1
AZ. PACIFICO	7.420,3	7.223,0	6.868,4	6.744,7	6.697,7	7.156,2	8.725,5	9.691,2	9.754,7	11.165,6	10.840,6	11.232,2
AZ. PAESI EMERGENTI	3.360,9	3.269,6	3.562,5	3.781,2	3.849,6	4.054,9	4.402,1	4.812,0	4.711,8	4.676,6	4.673,7	4.785,4
AZ. PAESE	7.947,0	7.334,7	2.429,9	2.465,1	2.470,4	2.634,0	1.217,8	1.263,6	1.277,0	1.399,2	1.431,6	1.501,0
AZ. INTERNAZIONALI	11.651,7	11.163,3	10.796,4	11.399,9	11.212,2	11.529,9	13.013,4	13.542,0	13.536,2	14.226,3	14.071,3	14.249,8
AZ. SETTORIALI	7.602,7	7.338,0	7.127,9	7.470,1	7.676,5	7.912,2						
AZ. ENERGIA E M.P.							332,7	342,6	341,2	352,7	352,4	376,6
AZ. INDUSTRIA							184,6	190,1	252,2	286,9	284,9	291,5
AZ. BENI CONSUMO							501,0	523,1	506,6	531,4	525,4	527,4
AZ. SALUTE							1.133,5	1.103,3	1.070,4	1.075,8	1.061,8	1.058,5
AZ. FINANZA							1.134,4	1.123,2	1.091,4	1.162,5	1.148,1	1.172,5
AZ. INFORMATICA							2.573,4	2.759,4	2.593,4	2.768,7	2.713,6	2.646,3
AZ. SERV. TELECOM.							527,0	514,7	484,6	494,1	490,0	491,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.							93,6	92,6	97,9	97,3	96,1	99,2
AZ. ALTRI SETTORI							1.958,8	2.047,4	1.866,5	1.999,6	1.998,4	2.007,5
AZ. ALTRE SPECIAL.	3.731,6	3.563,9	3.472,9	3.671,7	3.682,2	3.798,4	2.365,7	2.443,6	2.297,8	2.424,5	2.356,5	2.363,0
BILANCIATI	40.105,8	38.195,3	36.264,7	36.750,6	36.854,2	37.203,9	37.398,9	37.936,6	36.635,1	36.902,8	36.588,6	36.533,8
BILANCIATI AZIONARI	2.208,4	2.099,8	2.003,0	2.100,8	2.127,1	2.177,4	2.212,8	2.280,3	1.520,5	1.553,2	1.514,4	1.510,5
BILANCIATI	26.207,3	25.016,1	23.761,2	24.255,9	24.288,1	24.478,2	24.717,3	25.084,7	24.440,5	24.732,9	24.527,4	24.458,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	11.690,1	11.079,4	10.500,5	10.393,9	10.439,0	10.548,3	10.468,8	10.571,6	10.674,1	10.616,7	10.546,8	10.564,5

(segue)

Patrimonio dei fondi italiani e esteri - Importi complessivi

<i>(segue)</i>														
OBBLIGAZIONARI	228.112,6	233.713,5	236.693,3	239.050,3	243.424,2	247.246,8	243.550,3	244.219,9	242.498,6	240.030,0	236.551,2	236.079,8		
OBBL. MISTI	21.148,3	20.441,7	19.632,5	19.398,9	19.389,6	19.373,3								
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	104.334,9	109.828,0	114.241,8	116.637,8	119.527,7	122.169,6								
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	62.054,8	62.259,8	62.002,1	62.231,9	63.248,6	63.549,8								
OBBL. AREA EUROPA	3.904,1	4.261,8	4.208,8	4.184,8	4.240,1	3.934,6								
OBBL. AREA DOLLARO	3.979,2	4.024,5	3.597,4	3.579,8	3.760,5	4.064,2								
OBBL. AREA YEN	504,1	477,2	454,4	439,0	417,0	449,1								
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.346,4	2.354,9	2.370,8	2.463,6	2.597,6	2.705,8								
OBBL. INTERNAZIONALI	16.041,0	15.300,0	14.707,1	14.294,1	13.981,5	13.974,9								
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	13.799,8	14.765,4	15.478,5	15.820,4	16.261,7	17.025,4								
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							107.046,8	107.333,0	106.323,7	104.708,8	102.780,6	102.241,4		
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							62.968,4	62.842,7	62.356,6	60.628,6	59.313,2	59.420,0		
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE							7.489,6	7.410,5	7.281,1	7.455,5	7.401,8	7.262,3		
OBBL. EURO HIGH YIELD							256,0	250,2	258,1	290,7	306,9	324,1		
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							1.179,3	1.215,5	1.207,0	1.250,2	1.279,6	1.327,5		
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							2.535,0	2.586,9	2.431,0	2.547,3	2.475,2	2.319,2		
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							45,6	47,4	39,6	36,9	35,3	33,4		
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD							216,6	222,4	214,1	223,1	223,0	218,4		
OBBL. INT.LI GOV.							13.411,2	13.563,9	13.549,6	13.058,3	12.550,4	12.221,4		
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							1.126,8	1.096,5	1.063,1	1.044,5	1.038,1	1.054,8		
OBBL. INT.LI HIGH YIELD							389,9	401,8	408,2	685,5	714,8	755,9		
OBBL. YEN							567,4	624,0	597,7	668,0	722,3	742,4		
OBBL. PAESI EMERGENTI							2.630,1	2.597,5	2.535,5	2.531,5	2.583,1	2.647,5		
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							20.377,5	20.556,9	20.264,0	20.186,0	20.202,8	20.191,6		
OBBL. MISTI							19.085,4	19.181,8	19.240,4	19.644,6	19.691,4	19.839,0		
OBBL. FLESSIBILI							4.224,7	4.289,1	4.729,0	5.070,5	5.232,6	5.480,7		
FONDI DI LIQUIDITA'	85.793,3	88.878,5	92.203,9	94.797,4	96.322,1	96.156,0	104.133,1	106.523,9	106.093,4	105.731,8	105.533,3	106.765,5		
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	85.793,3	88.878,5	92.203,9	94.797,4	96.322,1	96.156,0	103.886,4	106.266,7	105.824,5	105.417,3	105.178,3	106.377,1		
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							246,7	257,2	268,9	314,5	355,0	388,4		
FLESSIBILI	11.265,2	11.651,5	11.829,2	12.277,1	13.501,3	14.578,1	13.781,7	14.362,6	14.919,1	15.417,6	15.961,0	16.869,9		
TOTALE	462.801,0	465.618,5	466.558,7	478.132,3	486.038,7	494.309,2	501.307,7	509.387,2	503.667,8	508.133,8	505.439,9	508.996,5		
* Fondi di fondi non inclusi nei totali														

Patrimonio dei fondi armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	67.956,4	65.015,9	61.824,0	65.862,0	66.116,6	67.904,3	69.750,1	72.076,3	69.981,6	73.801,7	73.855,8	74.793,8
AZ. ITALIA	11.252,6	11.075,2	10.315,8	11.254,0	11.690,5	11.700,4	11.831,7	11.856,9	11.577,8	12.002,7	12.454,3	12.382,5
AZ. AREA EURO	3.299,1	3.153,8	3.019,2	3.350,7	3.357,9	3.324,4	3.424,5	3.490,0	3.351,0	3.563,8	3.615,1	3.705,6
AZ. EUROPA	18.568,8	17.281,3	16.297,6	17.572,0	17.422,2	17.850,2	18.178,6	18.372,6	17.416,1	18.189,4	18.358,6	18.685,5
AZ. AMERICA	8.496,1	8.206,4	7.896,3	8.390,3	8.387,0	8.838,5	9.230,3	9.689,3	9.223,2	9.852,7	9.790,8	9.943,2
AZ. PACIFICO	5.979,9	5.786,9	5.488,4	5.411,0	5.331,8	5.650,4	5.919,4	6.537,1	6.625,8	7.278,3	7.051,8	7.266,0
AZ. PAESI EMERGENTI	2.541,7	2.441,9	2.324,5	2.455,0	2.482,5	2.599,1	2.745,1	2.984,2	2.921,3	3.201,9	3.182,5	3.297,2
AZ. PAESE	595,1	564,1	550,8	591,5	605,1	629,5	696,2	717,2	727,9	785,3	800,1	828,0
AZ. INTERNAZIONALI	10.073,0	9.615,7	9.290,9	9.839,9	9.782,4	10.118,0	10.522,9	10.973,3	11.112,4	11.625,4	11.485,9	11.638,2
AZ. SETTORIALI	5.524,5	5.314,9	5.127,1	5.389,9	5.436,9	5.539,8						
AZ. ENERGIA E.M.P.						168,8	185,4	186,6	190,3	187,6	198,2	
AZ. INDUSTRIA						16,5	14,1	82,9	76,7	73,7	73,0	
AZ. BENI CONSUMO						255,2	272,5	262,2	267,6	260,8	257,1	
AZ. SALUTE						839,6	831,8	802,2	801,9	788,5	782,0	
AZ. FINANZA						586,4	581,8	559,4	584,1	565,2	569,2	
AZ. INFORMATICA						2.059,8	2.204,7	2.061,5	2.176,2	2.122,5	2.066,7	
AZ. SERV. TELECOM.						336,4	339,0	316,2	318,5	313,6	308,9	
AZ. SERV. PUBBL. UT.						49,9	49,6	55,0	52,1	50,7	51,7	
AZ. ALTRI SETTORI						1.475,6	1.542,0	1.373,1	1.439,1	1.424,4	1.419,1	
AZ. ALTRE SPECIAL.						1.413,1	1.434,8	1.326,9	1.395,5	1.329,7	1.321,8	
BILANCIATI	35.365,5	33.752,8	32.112,4	32.568,1	32.482,1	32.789,7	32.787,6	33.255,3	32.109,1	32.357,8	32.141,8	32.097,3
BILANCIATI AZIONARI	1.644,0	1.562,0	1.502,2	1.578,4	1.575,4	1.609,7	1.639,4	1.690,1	955,6	972,0	947,8	944,9
BILANCIATI	23.176,6	22.186,6	21.120,1	21.598,2	21.602,9	21.769,5	21.806,2	22.121,8	21.608,3	21.869,3	21.724,0	21.663,9
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	10.544,9	10.004,2	9.490,1	9.391,5	9.303,9	9.410,6	9.342,0	9.443,4	9.545,2	9.516,5	9.469,9	9.488,5

(segue)

<i>(segue)</i>													
OBLIGAZIONARI	173.549,1	176.551,0	178.088,1	179.460,6	182.803,0	185.414,0	180.392,0	180.460,2	178.399,5	175.040,7	171.514,1	170.203,6	
OBL. MISTI	20.742,5	20.052,4	19.217,2	19.036,5	18.977,5	18.959,1							
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	83.688,4	87.996,1	91.323,6	93.143,7	95.773,2	98.149,4							
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	35.936,9	35.354,1	34.819,0	34.677,6	35.200,7	35.132,6							
OBL. AREA EUROPA	3.528,2	3.514,5	3.363,7	3.335,6	3.336,9	2.983,1							
OBL. AREA DOLLARO	2.113,6	1.952,9	1.840,8	1.797,5	1.962,5	2.131,9							
OBL. AREA YEN	260,5	238,3	227,9	213,3	200,7	198,0							
OBL. PAESI EMERGENTI	1.939,1	1.945,9	1.955,7	2.066,6	2.182,2	2.264,9							
OBL. INTERNAZIONALI	13.721,0	13.117,9	12.575,7	12.217,4	11.829,3	11.748,3							
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	11.619,0	12.378,9	12.764,5	12.972,5	13.340,0	13.846,8							
OBL. EURO GOV. BREVET.							90.178,0	90.183,5	89.028,7	87.166,5	85.221,0	84.450,6	
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							35.505,3	35.278,9	34.840,0	33.291,3	32.118,4	31.884,2	
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							5.869,3	5.831,6	5.714,8	5.677,7	5.626,3	5.530,3	
OBL. EURO HIGH YIELD							187,2	180,8	190,9	223,2	239,5	256,5	
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							518,8	541,5	523,7	516,9	526,5	554,8	
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							1.510,1	1.514,9	1.428,5	1.578,9	1.521,7	1.377,2	
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							19,0	19,6	18,7	18,4	17,8	17,1	
OBL. INT'L GOV.							11.320,0	11.457,9	11.265,3	10.754,3	10.182,4	9.766,4	
OBL. INT'L CORP. INV.GRADE							1.058,4	1.027,0	993,1	973,9	965,9	979,3	
OBL. INT'L HIGH YIELD							107,1	104,3	112,1	123,6	131,3	141,7	
OBL. YEN							233,2	273,5	246,5	219,6	226,1	254,4	
OBL. PAESI EMERGENTI							2.210,6	2.169,8	2.110,6	2.150,6	2.189,2	2.239,3	
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							11.434,6	11.508,2	11.457,1	11.328,5	11.273,4	11.215,1	
OBL. MISTI							18.759,2	18.840,9	18.899,9	19.333,3	19.391,6	19.546,7	
OBL. FLESSIBILI							1.481,3	1.527,8	1.569,7	1.684,1	1.883,2	1.990,0	
FONDI DI LIQUIDITA'	78.348,0	81.012,7	84.376,9	86.635,1	87.742,0	87.677,7							
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	78.348,0	81.012,7	84.376,9	86.635,1	87.742,0	87.677,7							
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	40,7	41,8	39,4	40,0	58,7	56,8							
FLESSIBILI	4.243,8	4.142,2	4.024,7	4.228,2	4.351,7	4.499,6							
TOTALE	359.462,8	360.474,6	360.426,1	368.754,1	373.495,5	378.285,4	382.374,1	387.629,2	381.827,3	382.134,9	378.037,8	379.044,2	

Patrimonio dei fondi armonizzati Lux. storici

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi storici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992) Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	8.744,6	8.127,9	7.748,1	7.995,9	8.098,7	8.401,8	8.713,3	9.068,5	8.906,2	9.396,8	9.479,5	9.728,7
AZ. ITALIA	59,8	58,4	984,7	1.035,7	1.067,3	1.077,8	1.040,2	1.048,9	1.033,7	1.036,7	1.071,9	1.077,7
AZ. AREA EURO	23,1	21,3	1.368,5	1.401,0	1.402,3	1.437,6	1.466,1	1.490,1	1.443,6	26,0	26,8	28,0
AZ. EUROPA	112,5	107,2	102,7	109,2	108,9	109,4	457,0	464,9	437,8	1.828,4	1.862,3	1.931,2
AZ. AMERICA	13,4	13,5	1.873,7	1.972,8	2.011,7	2.111,1	2.284,4	2.387,0	2.360,2	2.613,0	2.640,0	2.700,8
AZ. PACIFICO	18,7	18,8	17,3	18,9	18,3	19,7	834,1	917,7	941,9	1.422,1	1.391,9	1.437,3
AZ. PAESI EMERGENTI			437,8	445,8	457,5	485,1	585,4	636,7	630,9	261,9	264,3	281,1
AZ. PAESE	6.592,0	6.060,5	1.167,1	1.130,3	1.127,4	1.193,6						
AZ. INTERNAZIONALI	413,9	408,8	399,0	409,3	414,0	426,5	1.448,8	1.497,6	1.446,7	1.520,2	1.521,0	1.552,5
AZ. SETTORIALI	462,5	449,7	433,8	457,4	470,3	495,2						
AZ. ENERGIA E.M.P.							7,8	8,3	8,1	8,6	8,8	9,4
AZ. INDUSTRIA							2,5	2,7	2,5	2,6	2,6	2,7
AZ. BENI CONSUMO							3,0	3,2	3,1	3,2	3,3	3,2
AZ. SALUTE							3,2	3,4	3,3	3,3	3,4	3,4
AZ. FINANZA							92,6	94,7	94,3	109,2	111,3	116,9
AZ. INFORMATICA							16,6	17,9	17,3	19,1	19,3	18,8
AZ. SERV. TELECOM.							8,8	9,1	8,6	8,8	9,0	9,3
AZ. ALTRI SETTORI												
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.048,8	989,8	963,6	1.015,7	1.021,1	1.045,9	462,7	486,2	474,3	533,8	543,6	556,4

(segue)

<i>(segue)</i>														
OBLIGAZIONARI	14.437,4	15.048,7	15.428,7	15.719,6	16.037,0	16.291,2	16.298,7	16.456,8	16.346,0	16.298,8	16.270,1	16.452,2		
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	10.276,7	10.743,4	11.111,2	11.166,6	11.318,7	11.456,5								
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	3.322,9	3.403,8	3.360,3	3.608,2	3.691,4	3.672,7								
OBL. AREA EUROPA	107,1	106,4	104,3	103,7	104,9	105,1								
OBL. AREA DOLLARO	244,2	255,7	264,7	269,6	302,9	368,2								
OBL. AREA YEN	8,0	10,0	10,7	12,0	12,3	30,0								
OBL. PAESI EMERGENTI	224,2	227,7	238,3	212,4	240,2	264,7								
OBL. INTERNAZIONALI	20,7	20,1	19,0	18,5	18,1	17,8								
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	233,5	281,6	320,1	328,5	348,5	376,1								
OBL. EURO GOV. BREVET.							11.587,5	11.736,1	11.716,5	11.622,5	11.542,2	11.674,6		
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							3.532,4	3.512,6	3.451,0	2.956,5	2.951,1	2.921,4		
OBL. EURO CORP. INV.GRADE										285,6	302,1	313,9		
OBL. EURO HIGH YIELD							53,0	53,4	51,0	51,0	50,8	50,9		
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							51,0	56,5	59,2	69,7	76,4	80,5		
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							342,3	356,4	348,4	357,2	349,6	355,6		
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							26,6	27,8	20,9	18,5	17,4	16,3		
OBL. INT.LI GOV.							23,6	23,7	23,0	22,9	22,3	22,8		
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							29,5	29,7	28,3	27,7	28,6	30,9		
OBL. INT.LI HIGH YIELD										222,6	233,5	247,9		
OBL. YEN							107,2	112,0	112,8	190,9	190,0	186,3		
OBL. PAESI EMERGENTI							243,7	246,1	240,2	170,6	184,8	201,1		
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							301,9	302,4	294,8	303,0	321,2	350,1		
TOTALE	23.181,9	23.176,7	23.176,8	23.715,5	24.135,7	24.693,1	25.011,9	25.525,3	25.252,2	25.695,5	25.749,6	26.181,0		

Patrimonio dei fondi armonizzati esteri

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992) Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	20.565,1	19.783,7	19.756,7	21.141,1	21.455,6	22.546,4	23.702,6	24.914,3	24.352,0	26.559,5	27.166,5	27.911,0
AZ. ITALIA	1.937,3	1.820,7	1.685,1	1.824,4	1.907,4	1.896,1	1.897,0	1.914,0	1.912,3	1.960,4	2.131,5	2.128,4
AZ. AREA EURO	845,6	714,6	749,8	896,9	904,9	1.025,7	1.162,0	1.180,0	1.135,0	930,5	908,9	966,2
AZ. EUROPA	6.012,9	5.620,6	5.675,4	6.156,9	6.266,0	6.497,6	6.791,5	7.051,5	7.012,9	8.090,0	8.402,1	8.794,9
AZ. AMERICA	4.947,1	4.978,4	5.117,8	5.517,8	5.571,4	5.914,3	6.256,0	6.683,8	6.473,2	7.022,3	7.213,6	7.306,3
AZ. PACIFICO	1.405,2	1.400,9	1.347,1	1.299,6	1.332,6	1.469,8	1.955,1	2.217,5	2.168,3	2.445,6	2.378,4	2.510,2
AZ. PAESI EMERGENTI	819,2	827,8	800,2	880,4	909,6	970,7	1.071,6	1.191,1	1.159,6	1.212,9	1.227,0	1.207,2
AZ. PAESE	760,0	710,1	712,0	743,4	737,9	811,0	521,6	546,3	549,0	613,9	631,6	673,0
AZ. INTERNAZIONALI	1.164,8	1.138,9	1.106,5	1.150,7	1.015,8	985,4	1.041,7	1.071,1	977,2	1.080,7	1.064,4	1.059,1
AZ. SETTORIALI	1.615,6	1.573,5	1.567,0	1.622,9	1.769,4	1.877,1						
AZ. ENERGIA E.M.P.							156,1	148,9	146,5	153,9	156,0	188,9
AZ. INDUSTRIA							165,6	173,3	166,9	207,5	208,5	215,8
AZ. BENI CONSUMO							242,8	247,4	241,3	260,6	261,3	267,1
AZ. SALUTE							290,7	288,1	264,9	270,6	269,9	273,1
AZ. FINANZA							455,5	446,8	437,7	469,2	471,6	486,4
AZ. INFORMATICA							497,0	536,8	514,6	573,5	571,8	560,8
AZ. SERV. TELECOM.							181,8	166,6	159,8	166,8	167,3	172,9
AZ. SERV. PUBBL. UT.							43,7	43,1	42,9	45,2	45,5	47,4
AZ. ALTRI SETTORI							20,6	19,3	19,1	26,7	30,4	32,0
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.057,3	998,3	995,8	1.048,2	1.040,6	1.098,6	952,6	1.008,8	970,8	1.029,1	1.026,8	1.041,3
BILANCIATI	4.429,0	4.133,2	3.848,3	3.866,6	4.012,6	4.047,2	4.027,2	4.080,0	3.936,9	3.935,6	3.837,9	3.820,3
BILANCIATI AZIONARI	564,4	537,9	500,8	522,4	551,7	567,7	573,4	590,2	564,9	581,2	566,6	565,7
BILANCIATI	2.719,5	2.520,2	2.337,2	2.341,8	2.367,2	2.383,3	2.373,3	2.408,1	2.289,8	2.301,1	2.241,5	2.226,5
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.145,2	1.075,2	1.010,3	1.002,3	1.093,8	1.096,2	1.080,5	1.081,7	1.082,2	1.053,3	1.029,7	1.028,1

(segue)

<i>(segue)</i>														
OBLIGAZIONARI	37.198,8	39.170,6	40.235,0	40.923,3	41.619,7	42.572,6	44.082,4	44.524,7	44.979,3	45.721,3	45.795,4	46.443,8		
OBL. MISTI	405,8	389,4	415,3	362,3	362,1	364,4								
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	8.853,6	9.563,7	10.168,4	10.686,1	10.831,3	10.957,1								
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	22.795,1	23.502,0	23.822,8	23.946,1	24.356,5	24.744,5								
OBL. AREA EUROPA	268,8	640,9	740,8	745,5	798,3	846,5								
OBL. AREA DOLLARO	855,6	1.045,1	1.064,0	1.083,8	1.063,8	1.131,9								
OBL. AREA YEN	235,7	228,9	215,8	213,7	204,0	221,1								
OBL. PAESI EMERGENTI	183,1	181,3	176,8	184,6	175,2	176,2								
OBL. INTERNAZIONALI	2.299,3	2.162,1	2.112,4	2.058,1	2.134,2	2.208,8								
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.302,0	1.457,3	1.518,9	1.643,1	1.694,4	1.922,2								
OBL. EURO GOV. BREVET.							3.817,2	3.950,0	4.105,2	4.451,6	4.548,6	4.639,6		
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							23.930,7	24.051,2	24.065,6	24.380,7	24.243,7	24.614,4		
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							1.620,2	1.579,0	1.566,3	1.492,1	1.473,5	1.418,1		
OBL. EURO HIGH YIELD							15,8	15,9	16,2	16,5	16,6	16,8		
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							309,1	316,5	319,8	359,7	372,7	386,9		
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							682,7	715,5	654,1	611,2	604,0	586,4		
OBL. DOLLARO HIGH YIELD							216,6	222,4	214,1	223,1	223,0	218,4		
OBL. INT'L GOV.							2.067,7	2.082,3	2.261,3	2.281,1	2.345,8	2.432,2		
OBL. INT'L CORP. INV.GRADE							38,9	39,7	41,8	43,0	43,6	44,7		
OBL. INT'L HIGH YIELD							282,8	297,4	296,0	339,3	350,0	366,4		
OBL. YEN							227,0	238,6	238,3	257,5	306,2	301,7		
OBL. PAESI EMERGENTI							175,8	181,6	184,7	210,4	209,1	207,1		
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							8.641,0	8.746,3	8.512,1	8.554,5	8.608,3	8.626,4		
OBL. MISTI							276,3	290,9	290,5	261,1	249,4	241,5		
OBL. FLESSIBILI							1.780,6	1.797,4	2.213,2	2.239,4	2.201,0	2.343,2		
FONDI DI LIQUIDITA'	6.062,7	6.515,3	6.533,7	6.917,2	7.372,4	7.324,3								
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	6.062,7	6.515,3	6.533,7	6.917,2	7.372,4	7.324,3								
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	206,1	215,4	229,5	274,5	296,2	331,6								
FLESSIBILI	4.206,3	4.553,8	4.724,6	4.731,7	5.430,8	5.998,7								
TOTALE	72.461,9	74.156,6	75.098,2	77.579,9	79.891,2	82.489,2	84.781,1	86.673,3	86.748,6	89.986,1	90.888,5	92.428,4		

Patrimonio dei fondi non armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio degli Altri fondi non armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	165,7	161,3	150,1	163,8	171,6	174,2	176,9	180,8	180,8	187,6	198,5	206,6
AZ. ITALIA	165,7	161,3	150,1	163,8	171,6	174,2	176,9	180,8	180,8	187,6	198,5	206,6
TOTALE	165,7	161,3	150,1	163,8	171,6	174,2	176,9	180,8	180,8	187,6	198,5	206,6

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	92,5	90,9	88,6	94,1	94,5	97,5	100,8	104,4	100,9	106,1	105,4	107,4
AZ. EUROPA	57,3	55,9	54,5	59,5	60,2	61,4	63,4	64,3	62,2	65,5	66,4	68,0
AZ. AMERICA	18,8	18,5	18,5	19,3	19,3	19,9	20,4	21,1	20,0	20,9	20,6	20,7
AZ. PACIFICO	16,4	16,4	15,7	15,2	15,0	16,2	17,0	18,9	18,8	19,6	18,5	18,7
BILANCIATI	311,2	309,3	304,0	315,9	359,4	367,0	584,0	601,2	589,1	609,5	609,0	616,3
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	311,2	309,3	304,0	315,9	318,0	325,5	537,8	554,8	542,4	562,5	561,8	568,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	41,4	41,5	46,2	46,4	46,7	47,0	47,1	47,9				
OBBLIGAZIONARI	2.927,3	2.943,2	2.941,5	2.946,7	2.964,5	2.969,0	2.777,2	2.778,2	2.773,7	2.969,3	2.971,6	2.980,1
OBBL. MISTI					50,0	49,8						
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	1.516,2	1.524,8	1.638,6	1.641,5	1.604,4	1.606,7						
OBBL. AREA DOLLARO	765,8	770,7	427,9	428,9	431,3	432,2						
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	645,3	647,6	875,0	876,3	878,8	880,3						
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							1.464,1	1.463,4	1.473,4	1.468,2	1.468,8	1.476,6
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							300,4	301,0	304,3	303,9	303,9	305,2
OBBL. MISTI							49,9	50,0	50,0	50,3	50,4	50,8
OBBL. FLESSIBILI							962,8	963,8	946,1	1.146,9	1.148,5	1.147,5
FONDI DI LIQUIDITA'	1.382,7	1.350,4	1.293,4	1.245,1	1.207,7	1.154,0	1.106,2	1.098,2	1.057,1	999,6	1.048,9	970,7
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	1.382,7	1.350,4	1.293,4	1.245,1	1.207,7	1.154,0	1.106,2	1.098,2	1.057,1	999,6	1.048,9	970,7
FLESSIBILI	220,4	212,1	217,3	254,0	298,4	306,3	246,2	255,5	275,7	308,4	332,4	331,9
TOTALE	4.934,1	4.905,9	4.844,8	4.855,8	4.924,5	4.893,8	4.814,5	4.837,5	4.796,6	4.992,8	5.067,3	5.006,4

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro												
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
FLESSIBILI	101,8	122,0	137,7	151,2	152,6	212,7	245,9	265,3	277,6	289,0	302,7	320,9
TOTALE	101,8	122,0	137,7	151,2	152,6	212,7	245,9	265,3	277,6	289,0	302,7	320,9
Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro												
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
FLESSIBILI	405,0	419,4	423,3	442,2	718,8	732,0	732,0	831,2	829,1	847,2	845,2	857,4
TOTALE	405,0	419,4	423,3	442,2	718,8	732,0	732,0	831,2	829,1	847,2	845,2	857,4
Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro												
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
FLESSIBILI	2.087,8	2.202,1	2.301,7	2.469,9	2.548,9	2.828,8	3.171,3	3.444,7	3.755,5	4.000,7	4.350,2	4.951,6
TOTALE	2.087,8	2.202,1	2.301,7	2.469,9	2.548,9	2.828,8	3.171,3	3.444,7	3.755,5	4.000,7	4.350,2	4.951,6

Patrimonio Fondi di fondi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Patrimonio Italia - 2003 Dettaglio dei Fondi di fondi (non armonizzati, italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003
AZIONARI	1.205,5	1.166,6	1.161,1	1.211,7	1.214,6	1.258,2	927,0	984,8	991,8	1.085,2	1.122,8	1.160,8
AZ. AREA EURO	1,8	1,8	1,8	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0	3,3	3,4	3,4
AZ. EUROPA	38,9	36,2	37,5	38,4	36,7	38,2	39,0	40,9	39,8	42,3	45,7	48,4
AZ. AMERICA	27,6	27,0	27,4	30,0	31,2	35,0	37,8	39,2	39,0	43,4	45,0	47,8
AZ. PACIFICO	12,7	12,7	12,2	12,1	11,9	12,7	14,1	17,3	23,8	29,4	32,7	36,2
AZ. PAESI EMERGENTI	2,9	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2	4,9	6,0	7,0
AZ. INTERNAZIONALI	1.071,8	1.038,3	1.032,3	1.077,0	1.079,7	1.114,4	782,3	829,9	833,7	911,6	940,0	966,5
AZ. SETTORIALI	13,1	12,4	12,4	13,3	14,1	14,9						
AZ. ENERGIA E.M.P.							5,0	5,4	5,1	5,6	5,5	6,0
AZ. INFORMATICA							11,5	12,5	12,0	12,5	12,2	12,0
AZ. ALTRI SETTORI							4,6	5,2	4,3	4,7	4,6	5,7
AZ. ALTRE SPECIAL.	36,6	35,3	34,7	35,6	35,5	37,1	26,6	27,7	26,9	27,7	27,6	27,9
BILANCIATI	3.666,4	3.566,1	3.488,7	3.556,9	3.582,1	3.671,2	4.104,5	4.231,3	4.322,6	4.517,0	4.627,7	4.761,9
BILANCIATI AZIONARI	289,9	282,4	277,4	287,5	298,2	327,0	705,9	738,2	738,5	792,5	844,4	882,4
BILANCIATI	2.431,5	2.361,1	2.309,9	2.345,4	2.345,0	2.378,5	2.029,9	1.683,2	1.717,1	1.782,2	1.796,2	1.820,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	945,0	922,5	901,4	924,1	938,9	965,7	1.368,7	1.810,0	1.866,9	1.942,3	1.987,0	2.058,7
OBBLIGAZIONARI	638,0	641,5	674,1	681,4	708,4	748,4	797,9	844,0	900,7	976,4	1.005,0	1.060,2
OBBL. MISTI	335,4	331,5	332,3	335,9	361,3	401,9						
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	2,2	2,6	2,6	2,0	2,0	2,0						
OBBL. PAESI EMERGENTI	1,9	2,2	3,7	3,9	4,7	4,8						
OBBL. INTERNAZIONALI	177,8	182,2	188,5	187,6	188,1	188,3						
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	120,7	122,9	147,0	152,1	152,4	151,5						
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							30,4	32,5	32,9	33,0	32,4	32,7
OBBL. INT'L GOV.							180,7	181,0	178,6	174,2	166,5	162,1
OBBL. INT'L HIGH YIELD							4,1	4,3	4,3	5,0	5,5	6,7
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							132,6	137,0	137,7	139,1	130,6	130,2
OBBL. MISTI							450,1	489,2	547,1	625,1	670,0	728,5
FLESSIBILI	517,2	513,4	507,9	511,7	508,3	511,3	528,1	545,1	552,7	603,5	675,0	732,5
TOTALE	6.027,1	5.887,5	5.831,9	5.961,8	6.013,4	6.189,2	6.357,6	6.605,3	6.767,8	7.182,2	7.430,6	7.715,5

Raccolta netta - Fondi italiani e esteri - Importi complessivi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Importi complessivi* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-1.820,2	-2.816,2	-1.539,9	122,7	-344,9	170,2	343,3	312,4	577,4	1.806,1	1.136,4	812,2	-1.240,4
AZ. ITALIA	-238,4	-503,7	-302,2	-70,2	-77,4	-53,6	-142,7	6,5	-40,8	-121,9	148,0	58,5	-1.338,1
AZ. AREA EURO	-27,5	-133,4	-13,2	-40,0	-43,5	-36,6	28,5	7,0	41,0	38,1	-35,5	37,8	-177,3
AZ. EUROPA	-497,8	-970,1	-481,5	-82,3	-196,5	-12,6	-147,0	-8,8	-94,5	497,1	234,4	185,1	-1.574,5
AZ. AMERICA	-324,0	-60,1	-211,7	327,8	129,6	365,5	434,6	263,0	430,7	596,1	472,2	285,0	2.708,6
AZ. PACIFICO	-171,0	-127,4	-89,1	-47,6	-79,3	-33,6	123,8	108,9	186,2	223,3	211,3	220,7	526,2
AZ. PAESI EMERGENTI	-56,6	-41,9	-44,2	21,7	10,3	-24,6	41,1	24,2	91,8	437,9	108,2	-17,4	550,7
AZ. PAESE	-242,8	-476,3	-14,1	-31,8	-11,1	34,6	11,0	-3,9	46,5	46,4	41,9	27,7	-572,0
AZ. INTERNAZIONALI	-83,3	-262,7	-209,8	64,5	-184,3	-53,3	-20,5	25,5	-66,5	15,7	13,5	10,6	-750,7
AZ. SETTORIALI	-60,0	-169,6	-122,6	-19,5	121,6	-4,5	-254,6						
AZ. ENERGIA E.M.P.						15,1	-10,4	15,1	3,2	1,9	2,2	2,2	27,2
AZ. INDUSTRIA						1,1	-10,3	5,6	21,2	2,9	0,9	0,9	21,4
AZ. BENI CONSUMO						-0,1	-8,5	4,7	0,5	-0,8	4,1		-0,2
AZ. SALUTE						-5,1	-28,3	3,8	-3,5	-8,3	-10,1		-51,4
AZ. FINANZA						-24,9	-25,7	-2,8	-0,1	8,0	13,6		-32,0
AZ. INFORMATICA						-7,2	-1,4	-26,7	-0,6	-5,3	-12,6		-53,7
AZ. SERV. TELECOM.						21,7	-21,8	-8,1	-9,0	-5,4	-2,7		-25,3
AZ. SERV. PUBBL. UT.						1,4	-3,6	0,0	-1,4	-1,1	0,1		-4,6
AZ. ALTRI SETTORI						6,8	2,3	6,9	35,6	8,9	10,7		71,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	-118,8	-70,9	-51,6	0,1	-14,2	-11,1	5,8	-2,4	-15,4	27,6	-58,2	-2,0	-311,2
BILANCIATI	-345,6	-1.736,3	-1.394,0	-592,6	-378,3	-135,7	-112,7	-62,0	-71,0	-435,1	-163,5	-332,1	-5.759,0
BILANCIATI AZIONARI	-53,0	-75,5	-52,5	-2,4	-15,3	-10,1	-15,1	-4,0	-4,0	-23,2	-21,6	-17,4	-294,1
BILANCIATI	-584,6	-1.066,0	-858,9	-321,3	-296,1	-156,2	-8,1	-59,4	-176,2	-270,2	-120,4	-269,3	-4.186,6
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	292,0	-594,8	-482,6	-269,0	-66,8	30,6	-89,5	1,4	109,1	-141,7	-21,5	-45,4	-1.278,2

(segue)

Raccolta netta - Fondi armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-1.422,1	-1.951,4	-1.520,0	178,4	-497,0	-64,8	-261,2	103,3	-93,8	384,5	244,4	238,8	-4.660,9
AZ. ITALIA	-231,6	-335,2	-231,9	21,5	-45,8	-27,2	-70,4	-6,7	-85,3	-50,5	52,3	29,4	-981,5
AZ. AREA EURO	-20,6	-35,1	-32,1	15,3	-34,1	-126,5	-13,9	15,5	5,7	16,3	2,9	11,4	-195,1
AZ. EUROPA	-494,4	-797,1	-580,3	-38,0	-234,0	-28,2	-284,3	-80,9	-304,3	-171,2	10,5	-14,8	-3.016,9
AZ. AMERICA	-244,9	-153,0	-260,6	141,6	10,0	217,0	147,2	100,1	115,7	202,4	98,3	118,9	492,7
AZ. PACIFICO	-121,7	-134,1	-81,5	-27,4	-90,5	-49,4	29,4	56,5	179,6	348,8	110,8	98,2	318,7
AZ. PAESI EMERGENTI	-59,2	-59,1	-32,7	-6,9	-3,1	-30,9	14,1	10,3	60,3	88,1	52,1	32,1	65,1
AZ. PAESE	-18,3	-13,3	1,7	-2,7	4,0	1,5	5,7	-6,2	26,3	19,4	21,1	4,8	44,0
AZ. INTERNAZIONALI	-104,3	-255,9	-169,9	73,9	-65,7	17,9	-40,8	31,5	-22,0	0,8	17,0	16,1	-501,4
AZ. SETTORIALI	-101,3	-135,7	-104,9	-2,5	-31,3	-36,5							-412,1
AZ. ENERGIA E.M.P.							-1,8	8,2	7,1	-2,0	-1,2	0,1	10,4
AZ. INDUSTRIA							0,1	-3,4	2,1	-10,8	-1,5	-1,9	-15,3
AZ. BENI CONSUMO							-3,7	3,7	-2,7	-6,7	-3,9	-3,4	-16,7
AZ. SALUTE							-4,4	-7,5	-2,1	-8,7	-7,8	-12,4	-42,9
AZ. FINANZA							-8,6	-10,6	-9,3	-11,9	-7,0	-2,5	-49,9
AZ. INFORMATICA							-5,4	2,1	-32,3	-24,1	-18,3	-16,8	-94,8
AZ. SERV. TELECOM.							-3,2	-2,8	-9,7	-9,0	-5,2	-7,1	-37,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.							0,8	-1,4	-0,5	-3,5	-1,5	-0,6	-6,6
AZ. ALTRI SETTORI							-8,9	-0,5	-8,9	-7,2	-8,5	-3,7	-37,7
AZ. ALTRE SPECIAL.	-25,8	-33,0	-27,8	3,4	-6,8	-2,4	-12,9	-4,6	-13,4	14,4	-65,9	-8,9	-183,6
BILANCIATI	-139,2	-1.456,1	-1.178,9	-512,1	-432,2	-105,5	-272,2	-35,2	-6,4	-349,2	-99,2	-284,5	-4.870,7
BILANCIATI AZIONARI	-33,9	-51,0	-34,6	-2,4	-9,2	-10,1	-9,2	-1,2	-2,1	-16,4	-13,0	-12,6	-195,7
BILANCIATI	-451,7	-884,0	-715,2	-265,2	-256,4	-127,3	-178,5	-41,8	-111,4	-227,3	-84,9	-238,3	-3.581,9
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	346,4	-521,2	-429,1	-244,5	-166,5	31,9	-84,5	7,7	107,0	-105,5	-1,2	-33,6	-1.093,1

(segue)

(segue)													
OBLIGAZIONARI	1.400,2	2.269,0	1.858,5	959,6	2.035,7	2.352,8	1.773,9	-332,1	-2.799,8	-2.775,1	-3.183,1	-1.904,6	1.655,1
OBLB. MISTI	-468,8	-769,2	-687,0	-383,8	-275,6	-47,0							-2.631,3
OBLB. AREA EURO A BREVE TERMINE	2.987,8	4.065,7	3.262,1	1.693,6	2.213,5	2.252,4							16.475,1
OBLB. AREA EURO A M/L TERMINE	-520,4	-816,3	-443,5	-199,6	-57,0	-8,5							-2.045,3
OBLB. AREA EUROPA	-60,3	-27,4	-140,7	-33,1	-48,2	-354,1							-663,7
OBLB. AREA DOLLARO	-48,1	-180,5	-90,0	-18,1	213,4	130,0							6,8
OBLB. AREA YEN	-21,3	-24,5	-8,1	-10,4	-3,8	-4,2							-72,3
OBLB. PAESI EMERGENTI	-47,2	-33,5	4,4	34,7	85,0	65,5							108,9
OBLB. INTERNAZIONALI	-618,7	-707,9	-438,1	-279,0	-308,6	-159,2							-2.511,4
OBLB. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	197,0	762,6	399,3	155,3	217,0	477,9							2.209,1
OBLB. EURO GOV. BREVET.							2.171,5	47,8	-1.580,3	-1.676,9	-1.956,1	-1.057,5	-4.051,5
OBLB. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							-325,7	-242,8	-782,6	-1.237,1	-1.108,4	-482,5	-4.179,2
OBLB. EURO CORP. INV.GRADE							-18,1	-42,8	-166,2	-9,6	-50,3	-130,8	-417,9
OBLB. EURO HIGH YIELD							8,8	-8,3	7,5	28,4	14,5	13,7	64,5
OBLB. DOLLARO GOV. BREVE T.							54,0	12,7	6,4	-7,0	22,8	47,6	136,4
OBLB. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							-26,3	-35,4	-47,1	162,9	-18,8	-103,7	-68,5
OBLB. DOLLARO CORP. INV.GRADE							0,5	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4
OBLB. INT.LI GOV.							-184,2	-57,5	-134,9	-473,4	-423,6	-329,8	-1.603,5
OBLB. INT.LI CORP. INV.GRADE							1,2	-32,2	-51,7	-9,3	-8,3	5,5	-94,9
OBLB. INT.LI HIGH YIELD							6,1	-4,5	5,5	9,7	6,2	7,1	30,2
OBLB. YEN							33,7	32,6	-24,3	-29,6	10,3	32,8	55,4
OBLB. PAESI EMERGENTI							-35,6	-93,8	-63,4	30,8	43,9	37,6	-80,6
OBLB. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							50,7	55,1	-93,5	-93,3	-28,6	-98,2	-207,8
OBLB. MISTI							-43,6	-5,1	92,1	410,9	121,1	49,1	624,5
OBLB. FLESSIBILI							81,0	42,0	33,5	118,7	192,3	105,0	572,4
FONDI DI LIQUIDITA'	2.499,9	2.517,5	3.246,1	2.140,3	937,6	-184,8	1.333,1	2.170,8	-797,1	-749,8	-760,5	1.021,1	13.374,2
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	2.499,9	2.517,5	3.246,1	2.140,3	937,6	-184,8	1.329,4	2.170,5	-796,6	-750,4	-780,5	1.020,8	13.349,9
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	3,7	0,3	-0,4	0,6	19,9	0,3	24,3						
FLESSIBILI	-33,8	-72,3	-55,8	32,7	44,2	98,0	156,3	123,8	127,6	194,9	240,4	247,4	1.103,5
TOTALE	2.305,0	1.306,8	2.350,0	2.798,8	2.088,3	2.095,7	2.729,9	2.030,7	-3.569,4	-3.294,8	-3.558,0	-681,7	6.601,3

Raccolta netta - Fondi armonizzati Lux. storici

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi storici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-252,7	-465,1	-200,0	-114,7	18,5	64,1	56,7	47,6	197,5	465,2	158,7	148,3	124,2
AZ. ITALIA	-5,7	-1,7	-30,6	-25,0	-5,0	-4,9	-40,9	-1,5	2,2	-33,6	0,6	9,0	-136,9
AZ. AREA EURO	-1,5	-0,6	-45,4	-80,8	-7,3	3,1	-15,3	0,1	18,3	-0,1	0,5	0,1	-129,0
AZ. EUROPA	-1,5	-2,0	-2,1	-2,1	-0,8	-0,1	-17,7	1,5	-16,3	219,1	15,9	17,7	211,6
AZ. AMERICA	-0,1	0,3	-45,9	33,4	29,1	44,7	111,3	26,4	116,2	139,7	73,2	57,7	585,8
AZ. PACIFICO	-2,4	-0,1	-0,6	2,6	-0,7	-0,1	-22,4	6,6	28,5	-102,0	35,9	24,4	-30,1
AZ. PAESI EMERGENTI	-10,8	4,4	1,0	2,5	22,7	5,3	21,8	193,7	11,5	10,1	262,2		
AZ. PAESE	-195,9	-431,3	-33,5	-37,4	-2,9	8,6							-692,3
AZ. INTERNAZIONALI	-14,8	-1,2	-4,4	-4,1	2,3	2,1	-3,6	2,3	8,0	2,5	2,4	11,3	2,8
AZ. SETTORIALI	-5,0	-4,1	-9,1	-0,3	8,6	14,3							4,4
AZ. ENERGIA E.M.P.							0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	1,2
AZ. INDUSTRIA							0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
AZ. BENI CONSUMO							0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0
AZ. SALUTE							0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,3
AZ. FINANZA							8,2	1,8	3,2	9,0	3,7	4,7	30,6
AZ. INFORMATICA							-0,2	0,0	0,4	0,5	0,6	-0,1	1,2
AZ. SERV. TELECOM.							-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0
AZ. ALTRI SETTORI							14,6	5,0	15,0	36,2	13,7	13,1	97,6
AZ. ALTRE SPECIAL.	-26,0	-24,6	-17,7	-5,4	-5,7	-6,0							-85,4

(segue)

(segue)													
OBBLIGAZIONARI	193,9	510,4	405,6	270,4	160,9	244,8	136,9	143,3	-220,1	-313,7	1,0	108,5	1.642,0
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	160,9	416,5	370,4	43,6	85,9	128,4							1.205,7
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-6,7	42,0	-24,3	244,4	-5,8	-6,3							243,4
OBBL. AREA EUROPA	-1,0	-1,0	-1,5	-0,7	-0,5	-4,4							-9,1
OBBL. AREA DOLLARO	10,5	9,0	12,6	10,6	39,9	59,3							141,9
OBBL. AREA YEN	1,0	1,9	0,8	1,5	0,9	17,8							23,8
OBBL. PAESI EMERGENTI	2,0	-0,6	7,2	-35,5	25,8	22,1							21,1
OBBL. INTERNAZIONALI	-0,5	-0,8	-0,7	-0,3	-0,2	-0,5							-3,0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	27,9	43,4	41,1	6,8	14,9	28,4							162,4
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							204,0	158,2	-86,2	-52,2	-77,5	83,5	229,8
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							-158,7	-20,5	-111,7	-438,6	7,6	-63,8	-785,7
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE													
OBBL. EURO HIGH YIELD							0,0	-0,3	-3,2	-0,6	-0,4	-0,3	-4,7
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							3,4	3,2	6,0	10,5	8,9	7,8	39,9
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							28,8	5,4	1,6	12,9	1,8	19,0	69,5
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							-0,2	-0,1	-5,8	-2,2	-0,6	-0,5	-9,4
OBBL. INT.LI GOV.							-0,5	-0,2	-0,5	-0,2	-0,3	0,8	-1,0
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							-0,3	0,4	-1,9	-0,3	0,8	2,1	0,8
OBBL. INT.LI HIGH YIELD							-4,4	9,5	11,5	16,7			
OBBL. YEN							77,8	1,4	2,3	76,4	2,6	1,3	161,8
OBBL. PAESI EMERGENTI							-16,0	-1,9	-10,2	115,3	12,4	11,9	111,4
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							-1,3	-2,3	-10,5	9,2	19,2	26,9	41,3
TOTALE	-58,8	45,4	205,7	155,7	179,4	309,0	193,7	190,9	-22,6	151,5	159,6	256,9	1.766,3

Raccolta netta - Fondi armonizzati esteri

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)
 Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-138,2	-393,4	184,6	58,0	133,0	169,7	549,1	159,1	472,0	957,2	729,0	415,6	3.295,9
AZ. ITALIA	6,1	-160,6	-35,1	-67,8	-27,2	-22,6	-30,1	12,3	40,6	-37,0	90,7	10,7	-220,0
AZ. AREA EURO	-5,5	-97,7	64,3	25,4	-2,0	86,9	57,7	-8,5	17,0	21,9	-38,9	26,4	146,8
AZ. EUROPA	-1,8	-171,0	100,8	-42,3	38,2	15,7	155,0	70,6	226,1	449,2	207,9	182,3	1.230,7
AZ. AMERICA	-79,1	92,6	94,8	152,8	90,5	103,8	176,0	136,6	198,8	254,1	300,7	108,4	1.630,1
AZ. PACIFICO	-47,0	6,7	-6,9	-22,8	11,8	15,9	116,9	45,7	-21,9	-23,5	64,5	98,1	237,6
AZ. PAESI EMERGENTI	2,6	17,2	-0,6	24,2	12,4	3,8	4,3	8,6	9,7	156,1	44,7	-59,6	223,4
AZ. PAESE	-28,7	-31,7	17,7	8,3	-12,2	24,5	5,3	2,3	20,2	27,0	20,8	22,9	76,3
AZ. INTERNAZIONALI	35,7	-5,7	-35,6	-5,3	-120,9	-73,2	23,9	-8,3	-52,5	12,3	-5,9	-16,8	-252,1
AZ. SETTORIALI	46,4	-29,9	-8,6	-16,7	144,2	17,7							153,1
AZ. ENERGIA E.M.P.							16,9	-18,6	7,9	5,0	2,8	1,7	15,6
AZ. INDUSTRIA							0,9	-6,9	3,6	32,0	4,4	2,8	36,7
AZ. BENI CONSUMO							3,6	-12,2	7,3	7,2	3,1	7,5	16,5
AZ. SALUTE							-0,8	-21,0	5,9	5,3	-0,6	2,3	-8,8
AZ. FINANZA							-24,5	-16,9	3,2	2,7	11,3	11,5	-12,7
AZ. INFORMATICA							-1,6	-3,5	5,3	23,0	12,4	4,2	39,9
AZ. SERV. TELECOM.							25,0	-19,0	1,8	0,1	-0,5	4,4	11,8
AZ. SERV. PUBBL. UT.							0,7	-2,2	0,5	2,0	0,4	0,7	2,1
AZ. ALTRI SETTORI							1,2	-2,2	0,7	6,6	3,8	1,3	11,3
AZ. ALTRE SPECIAL.	-67,0	-13,3	-6,1	2,1	-1,8	-2,8	18,6	2,2	-2,0	13,1	7,8	6,8	-42,3
BILANCIATI	-206,5	-280,2	-215,1	-80,4	15,0	-29,7	-50,4	-26,8	-64,7	-85,8	-63,8	-47,7	-1.136,1
BILANCIATI AZIONARI	-19,0	-24,6	-17,9	0,0	-6,1	0,0	-5,8	-2,8	-2,0	-6,8	-8,6	-4,9	-98,5
BILANCIATI	-132,9	-182,0	-143,7	-55,9	-37,8	-28,5	-34,5	-17,7	-64,8	-42,9	-35,0	-31,0	-806,7
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-54,5	-73,6	-53,5	-24,5	58,9	-1,3	-10,0	-6,3	2,1	-36,2	-20,3	-11,8	-230,9

(segue)

(segue)													
OBLIGAZIONARI	267,0	1.518,3	1.225,7	426,3	159,9	864,4	1.346,6	331,2	77,7	782,2	228,9	323,2	7.551,2
OBL. MISTI	-6,6	-17,1	26,0	-54,7	-4,1	1,4							-54,9
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	277,2	658,3	624,5	495,7	99,6	85,4							2.240,6
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-100,3	392,9	425,8	-40,2	-99,6	411,3							989,7
OBL. AREA EUROPA	-5,8	373,0	101,8	6,8	33,4	49,1							558,4
OBL. AREA DOLLARO	-23,0	175,0	24,3	-15,3	7,3	38,9							207,2
OBL. AREA YEN	3,0	-9,4	-9,6	2,6	1,0	14,5							2,0
OBL. PAESI EMERGENTI	-6,6	-6,8	-4,4	1,6	-7,8	-2,9							-26,8
OBL. INTERNAZIONALI	-269,9	-167,7	-25,2	-45,4	80,2	61,0							-367,2
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	399,1	120,2	62,5	75,1	49,9	205,7							912,5
OBL. EURO GOV. BREVE T.							302,0	141,6	124,3	192,7	97,7	40,2	898,4
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							529,8	86,9	-315,2	670,0	-37,6	59,7	993,6
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							-7,6	-40,9	-31,8	-155,6	-16,4	-73,4	-325,6
OBL. EURO HIGH YIELD							-12,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-12,4
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							29,2	-2,1	20,8	40,0	23,6	32,4	144,0
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							50,0	9,3	-37,6	-33,1	5,9	8,2	2,7
OBL. DOLLARO HIGH YIELD							-9,6	0,4	0,4	2,7	2,9	2,2	-1,0
OBL. INT.LI GOV.							-154,9	2,2	186,6	23,4	90,7	110,1	258,1
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							2,4	0,9	1,6	1,6	0,7	0,5	7,8
OBL. INT.LI HIGH YIELD							4,9	6,4	0,4	37,6	10,0	18,4	77,8
OBL. YEN							5,5	2,6	3,3	20,0	55,4	4,7	91,6
OBL. PAESI EMERGENTI							-3,2	-1,3	7,5	4,1	0,8	0,9	8,8
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							279,6	95,4	-274,7	37,4	37,0	4,8	179,4
OBL. MISTI							-2,0	13,2	-0,3	-27,9	-7,6	-8,7	-33,3
OBL. FLESSIBILI							332,7	16,4	392,3	-30,7	-34,2	123,2	799,7
FONDI DI LIQUIDITA'	-417,5	406,5	5,6	362,4	435,7	-77,1	294,2	156,1	241,0	551,3	418,5	156,2	2.532,9
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-417,5	406,5	5,6	362,4	435,7	-77,1	271,4	153,2	215,9	506,1	388,7	104,9	2.355,7
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	22,8	2,9	25,1	45,2	29,8	51,4	177,2						
FLESSIBILI	338,6	79,0	177,5	-2,5	606,6	558,5	-46,3	11,6	26,7	-50,8	-83,6	-44,2	1.571,2
TOTALE	-156,5	1.330,2	1.378,3	763,8	1.350,2	1.485,8	2.093,2	631,1	752,7	2.154,1	1.228,9	803,2	13.815,1

Raccolta netta - Fondi non armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Dettaglio dei Altri fondi non armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-7,2	-6,3	-4,6	1,0	0,6	1,2	-1,3	2,4	1,7	-0,8	4,3	9,4	0,3
AZ. ITALIA	-7,2	-6,3	-4,6	1,0	0,6	1,2	-1,3	2,4	1,7	-0,8	4,3	9,4	0,3
TOTALE	-7,2	-6,3	-4,6	1,0	0,6	1,2	-1,3	2,4	1,7	-0,8	4,3	9,4	0,3

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	0,0	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	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	-0,1	38,9	-0,5	209,9	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	247,8
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,9	-0,5	204,9	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	202,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI					40,8	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,8
OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	-330,0	0,0	-20,0	200,0	0,0	-3,4	-156,5
OBBL. MISTI					50,0	0,0							50,0
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	0,0	0,0	113,4	0,0	-50,0	0,0							63,4
OBBL. AREA DOLLARO	0,0	0,0	-342,8	0,0	0,0	0,0							-342,8
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0,0	0,0	226,4	0,0	0,0	0,0							226,4
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							-138,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-138,5
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							-129,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-129,0
OBBL. MISTI							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. FLESSIBILI							-62,5	0,0	-20,0	200,0	0,0	-3,4	114,1
FONDI DI LIQUIDITA'	-7,5	-34,7	-59,4	-50,5	-39,6	-55,5	-49,4	-9,3	-42,6	-58,9	48,0	-79,8	-439,1
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-7,5	-34,7	-59,4	-50,5	-39,6	-55,5	-49,4	-9,3	-42,6	-58,9	48,0	-79,8	-439,1
FLESSIBILI	-2,9	-2,0	7,1	32,3	40,8	5,3	76,8	6,6	27,4	22,2	20,6	-3,2	230,8
TOTALE	-10,4	-36,7	-55,3	-18,3	40,1	-50,7	-92,7	-2,7	-35,3	163,3	68,1	-86,5	-117,0

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro													
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	1,5	19,7	16,0	14,4	2,1	57,6	35,3	18,7	11,8	10,9	15,2	17,0	220,3
TOTALE	1,5	19,7	16,0	14,4	2,1	57,6	35,3	18,7	11,8	10,9	15,2	17,0	220,3
Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Rraccolta netta - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro													
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	6,6	10,8	2,0	15,9	-7,3	1,6	2,0	1,5	3,2	8,0	2,4	8,8	55,5
TOTALE	6,6	10,8	2,0	15,9	-7,3	1,6	2,0	1,5	3,2	8,0	2,4	8,8	55,5
Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003 Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani) Dati aggregati per categoria in milioni di euro													
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	79,2	103,9	93,1	165,4	64,7	243,7	341,5	272,0	300,2	244,7	316,9	585,4	2.810,8
TOTALE	79,2	103,9	93,1	165,4	64,7	243,7	341,5	272,0	300,2	244,7	316,9	585,4	2.810,8

Raccolta netta - Fondi di fondi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta netta - 2003
Dettaglio dei Fondi di fondi (non armonizzati, italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	-9,6	-17,4	-14,8	17,8	5,2	-9,1	12,7	16,2	41,3	54,2	47,3	34,0	177,8
AZ. AREA EURO	-0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,1	1,1
AZ. EUROPA	-0,1	-1,4	1,4	-1,6	-1,9	0,2	0,1	0,6	-0,1	0,8	3,2	2,2	3,5
AZ. AMERICA	-0,6	-0,4	0,2	1,7	1,4	2,7	1,9	-0,1	1,8	2,6	2,3	3,1	16,5
AZ. PACIFICO	0,8	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	0,8	1,8	6,8	4,4	5,0	3,1	22,4
AZ. PAESI EMERGENTI	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,5	1,2	0,6	3,0
AZ. INTERNAZIONALI	-9,1	-14,9	-15,9	17,1	5,4	-12,1	9,4	13,6	32,7	45,8	35,7	23,8	131,3
AZ. SETTORIALI	-0,2	-0,4	0,1	0,3	0,6	0,3							0,5
AZ. ENERGIA E.M.P.							-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0
AZ. INFORMATICA							-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1
AZ. ALTRI SETTORI							0,8	0,2	-0,7	0,1	0,0	1,2	1,7
AZ. ALTRE SPECIAL.	-0,4	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-2,5
BILANCIATI	-76,0	-87,8	-80,5	15,2	10,0	16,1	59,2	36,4	149,0	132,5	133,2	118,6	425,9
BILANCIATI AZIONARI	-4,1	-4,1	-5,6	3,6	11,0	18,4	14,5	7,3	18,5	34,1	56,9	35,6	186,0
BILANCIATI	-56,9	-60,3	-56,9	-2,2	-9,4	-19,0	19,6	9,0	61,5	34,8	23,1	18,3	-38,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-14,9	-23,4	-18,0	13,8	8,4	16,7	25,1	20,1	69,1	63,7	53,2	64,6	278,3
OBBLIGAZIONARI	2,6	0,8	34,9	4,0	21,4	37,4	51,4	40,9	55,9	78,7	30,4	49,8	408,2
OBBL. MISTI	-7,3	-4,7	1,8	1,0	21,8	39,2							51,9
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	0,4	0,4	0,0	-0,7	0,0	0,1							0,2
OBBL. PAESI EMERGENTI	0,6	0,3	1,4	0,1	0,8	0,0							3,2
OBBL. INTERNAZIONALI	4,8	3,0	7,5	-1,0	-0,5	-0,7							13,1
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	4,0	1,7	24,1	4,6	-0,5	-1,2							32,7
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							2,5	2,1	0,3	0,3	-0,6	0,1	4,7
OBBL. INT'L GOV.							0,9	-1,4	-2,1	-3,0	-6,8	-4,4	-16,8
OBBL. INT'L HIGH YIELD							-0,6	0,2	-0,1	0,7	0,4	1,2	1,7
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							1,4	4,0	0,5	1,6	-8,4	-0,6	-1,6
OBBL. MISTI							47,2	36,0	57,4	79,1	45,9	53,5	319,1
FLESSIBILI	-4,3	-1,9	-5,8	-1,4	-4,5	-5,5	4,2	7,3	13,5	45,0	73,1	54,3	173,9
TOTALE	-87,2	-106,4	-66,2	35,7	32,2	38,8	127,4	100,7	259,8	310,5	284,0	256,6	1.185,9

Raccolta lorda - Fondi italiani e esteri - Importi complessivi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Importi complessivi* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	3.266,0	6.206,4	3.579,0	3.551,6	4.109,0	5.884,2	5.574,6	2.532,1	4.618,8	7.801,3	5.448,0	3.982,2	56.553,0
AZ. ITALIA	307,0	372,4	339,1	353,2	429,2	861,9	435,9	210,4	465,0	523,0	827,3	496,1	5.620,4
AZ. AREA EURO	130,8	412,4	208,8	175,4	387,9	242,6	493,7	106,4	180,0	240,9	134,2	158,0	2.871,0
AZ. EUROPA	890,0	2.202,1	1.157,4	916,1	728,7	1.992,2	842,7	483,5	959,5	1.759,2	1.173,3	959,0	14.063,6
AZ. AMERICA	578,4	1.236,3	913,5	1.044,5	1.348,1	957,3	1.867,8	689,3	1.188,8	2.279,5	1.177,8	960,1	14.241,3
AZ. PACIFICO	297,5	455,0	327,2	297,1	396,4	499,0	688,0	459,1	714,4	1.262,8	667,1	531,9	6.575,6
AZ. PAESI EMERGENTI	51,3	207,8	111,6	131,5	185,4	92,0	291,1	107,2	253,2	632,5	238,3	156,9	2.458,9
AZ. PAESE	144,7	296,5	81,6	60,2	62,7	91,0	49,5	40,3	99,8	101,5	88,5	70,6	1.186,7
AZ. INTERNAZIONALI	417,8	848,3	254,4	329,3	250,5	902,9	282,5	233,2	419,0	562,8	863,3	410,7	5.774,5
AZ. SETTORIALI	409,5	142,6	137,1	187,0	281,8	201,8							1.359,9
AZ. ENERGIA E.M.P.							24,0	19,6	21,7	14,9	12,5	15,7	108,4
AZ. INDUSTRIA							4,3	10,4	12,6	74,8	10,3	9,8	122,3
AZ. BENI CONSUMO							9,6	16,1	17,4	17,5	13,1	16,0	89,7
AZ. SALUTE							17,0	22,0	37,8	31,4	25,3	19,1	152,6
AZ. FINANZA							28,2	23,9	26,3	38,9	34,0	36,1	187,5
AZ. INFORMATICA							69,5	49,1	113,4	90,2	70,8	46,3	439,3
AZ. SERV. TELECOM.							35,4	13,8	12,3	10,7	11,1	10,2	93,5
AZ. SERV. PUBBL. UT.							3,2	1,6	2,6	4,1	2,3	3,0	16,7
AZ. ALTRI SETTORI							54,9	26,6	63,8	93,3	54,9	50,8	344,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	39,0	33,0	48,2	57,3	38,2	43,7	397,4	19,5	31,3	63,2	44,0	31,7	846,6
BILANCIATI	1.070,0	198,2	346,9	276,6	390,4	1.573,6	738,9	301,4	680,0	492,4	634,2	412,6	7.115,0
BILANCIATI AZIONARI	12,4	10,7	16,1	25,3	16,1	20,0	94,6	15,8	21,1	17,8	19,4	16,4	285,8
BILANCIATI	288,7	102,6	188,6	142,1	165,4	1.284,8	450,8	161,0	305,2	239,9	372,7	207,6	3.909,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	768,9	84,9	142,2	109,1	208,9	268,8	193,5	124,5	353,6	234,7	242,1	188,6	2.919,9

(segue)

Raccolta lorda - Fondi italiani e esteri - Importi complessivi

(segue)														
OBBLIGAZIONARI														
OBBL. MISTI	12.396,0	16.576,2	16.115,1	11.462,8	12.042,2	22.000,7	13.596,2	6.810,5	8.823,9	11.761,9	9.783,7	7.682,2	149.051,4	1.945,4
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	235,6	170,6	244,4	120,5	202,7	971,7							54.239,2	
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	7.495,6	9.356,8	9.424,3	6.844,1	7.033,8	14.084,6							20.768,9	
OBBL. AREA EUROPA	3.039,4	4.115,6	4.102,4	3.010,1	2.844,3	3.657,1							1.475,3	
OBBL. AREA DOLLARO	92,7	540,4	259,6	153,8	188,2	240,7							1.808,9	
OBBL. AREA YEN	140,6	427,8	270,6	128,4	384,7	456,7							101,3	
OBBL. PAESI EMERGENTI	16,8	11,0	9,2	12,4	11,1	40,8							747,4	
OBBL. INTERNAZIONALI	55,0	85,5	98,5	134,5	197,4	176,5							3.353,0	
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	369,2	557,9	483,9	441,2	437,4	1.063,4							6.153,6	
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	951,1	1.310,7	1.222,2	617,9	742,5	1.309,3	6.624,1	3.232,7	3.392,9	4.097,7	3.339,8	3.312,7	23.999,8	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							3.356,7	1.617,6	2.094,6	2.828,0	3.419,6	1.777,4	15.093,9	
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE							318,9	172,5	247,6	442,3	299,4	195,9	1.676,6	
OBBL. EURO HIGH YIELD							16,8	5,8	21,2	42,0	35,0	31,0	151,8	
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							128,5	105,8	104,0	129,1	116,1	147,1	730,6	
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							317,5	84,1	107,4	275,4	99,9	136,1	1.020,4	
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							2,5	0,7	1,5	0,9	1,2	1,1	7,9	
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD							9,9	7,1	8,2	8,3	13,5	8,1	55,0	
OBBL. INT.LI GOV.							287,3	268,7	563,3	414,4	327,9	366,4	2.227,8	
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							69,1	49,2	33,6	49,4	43,5	42,2	287,0	
OBBL. INT.LI HIGH YIELD							20,0	12,5	15,8	106,0	43,4	50,7	248,4	
OBBL. YEN							128,1	44,6	35,3	136,7	90,1	69,5	504,3	
OBBL. PAESI EMERGENTI							118,1	68,3	119,9	272,7	140,2	125,3	844,5	
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							1.360,7	781,5	940,9	943,7	931,5	709,2	5.667,5	
OBBL. MISTI							300,5	246,1	479,2	1.478,7	552,3	389,3	3.446,1	
OBBL. FLESSIBILI							537,6	113,6	658,5	536,8	330,3	320,2	2.496,9	
FONDI DI LIQUIDITA'	7.483,2	7.753,0	8.289,3	6.792,3	6.713,3	7.700,2	7.881,6	5.388,3	5.666,8	7.278,7	6.001,5	7.186,4	84.134,5	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	7.483,2	7.753,0	8.289,3	6.792,3	6.713,3	7.700,2	7.844,3	5.374,5	5.614,7	7.213,7	5.935,5	7.109,0	83.822,9	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							37,2	13,8	52,2	64,9	66,0	77,4	311,6	
FLESSIBILI	692,0	505,7	505,5	426,0	970,4	1.305,9	875,8	577,4	809,6	855,9	975,2	1.127,8	9.627,3	
TOTALE	24.907,2	31.239,4	28.835,8	22.509,2	24.225,2	38.464,6	28.667,1	15.609,7	20.599,1	28.190,3	22.842,6	20.391,2	306.481,3	

* Fondi di fondi non inclusi nei totali

Raccolta lorda - Fondi armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	1.481,0	3.421,0	1.691,9	1.806,5	1.537,2	4.505,0	1.796,6	1.418,2	2.558,1	3.071,5	3.438,5	2.304,3	29.029,8
AZ. ITALIA	171,5	177,9	192,4	241,0	208,0	730,5	210,9	154,7	278,5	232,8	635,8	346,0	3.580,0
AZ. AREA EURO	72,6	117,0	76,7	74,3	62,1	95,7	77,1	49,1	67,9	124,4	90,7	166,3	1.013,8
AZ. EUROPA	351,8	1.615,9	493,7	402,1	318,3	1.609,8	321,1	246,7	368,5	485,6	608,7	462,9	7.285,2
AZ. AMERICA	240,8	358,4	307,9	401,3	386,9	560,5	473,8	315,8	607,9	658,5	545,7	491,6	5.349,0
AZ. PACIFICO	177,8	183,0	215,6	190,7	195,1	434,5	282,6	277,9	508,1	660,1	420,9	321,5	3.867,8
AZ. PAESI EMERGENTI	24,1	62,8	55,1	48,4	45,1	54,1	77,9	59,7	162,9	211,8	145,3	98,2	1.045,6
AZ. PAESE	5,2	4,9	18,6	7,7	23,3	17,1	28,1	29,7	59,6	55,2	55,1	35,2	339,6
AZ. INTERNAZIONALI	330,7	808,7	221,9	301,3	195,8	857,4	211,5	187,8	316,5	486,1	793,7	345,9	5.057,4
AZ. SETTORIALI	88,0	75,4	86,5	106,9	84,5	121,7							562,9
AZ. ENERGIA E.M.P.						2,6	10,5	10,2	3,2	3,2	3,7	5,0	35,2
AZ. INDUSTRIA						0,7	1,2	5,4	5,5	1,8	1,8	0,7	15,3
AZ. BENI CONSUMO						1,6	9,0	3,1	1,6	2,1	2,1	1,5	18,9
AZ. SALUTE						11,2	8,5	21,2	18,3	16,8	16,8	10,0	86,1
AZ. FINANZA						3,8	4,3	7,3	8,6	9,3	7,9	7,9	41,2
AZ. INFORMATICA						51,0	31,6	81,0	41,5	47,2	47,2	29,2	281,6
AZ. SERV. TELECOM.						3,5	3,0	6,3	5,1	7,0	7,0	2,3	27,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.						1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,7	4,6
AZ. ALTRI SETTORI						24,3	17,2	35,4	32,1	26,5	26,5	25,9	161,4
AZ. ALTRE SPECIAL.						13,2	10,7	17,7	40,5	27,7	27,7	13,4	256,9
BILANCIATI	18,6	17,1	23,5	32,8	18,1	23,7							
BILANCIATI AZIONARI	1.044,6	175,0	313,8	240,8	229,9	1.521,1	305,0	266,8	593,3	443,0	571,2	353,2	6.057,6
BILANCIATI	9,9	8,8	12,5	16,8	12,0	12,9	13,9	13,1	13,4	12,7	14,4	10,3	150,8
BILANCIATI	277,7	93,3	171,2	126,7	146,3	1.268,3	164,3	143,8	270,0	220,9	350,5	189,0	3.421,9
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	757,0	72,8	130,2	97,2	71,7	239,9	126,8	110,0	309,9	209,3	206,3	153,9	2.484,9

(segue)

(segue)													
OBBLIGAZIONARI	8.027,8	10.717,7	10.263,6	6.983,6	8.113,9	17.999,7	7.858,9	4.567,3	5.085,8	6.803,6	6.649,2	4.868,0	97.939,3
OBBL. MISTI	214,1	152,9	180,0	114,1	143,3	952,6						1.757,1	
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	5.748,0	6.858,7	6.931,0	4.923,9	5.413,7	12.752,9							42.628,1
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	1.110,9	1.858,3	1.717,8	1.004,7	1.129,3	1.830,9							8.651,8
OBBL. AREA EUROPA	91,4	145,8	120,0	78,3	114,0	156,0							705,6
OBBL. AREA DOLLARO	89,3	183,6	86,9	60,1	292,0	312,5							1.024,4
OBBL. AREA YEN	1,7	3,5	4,9	2,5	3,8	2,6							19,1
OBBL. PAESI EMERGENTI	47,0	71,2	80,0	103,6	162,3	144,2							608,2
OBBL. INTERNAZIONALI	260,2	366,5	311,6	211,9	238,2	890,8							2.279,2
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	465,3	1.077,2	831,4	484,6	617,3	957,1							4.432,8
OBBL. EURO GOV. BREVET.							5.322,4	2.700,9	2.735,9	2.855,2	2.631,5	2.609,3	18.855,2
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							1.048,4	768,6	837,7	936,4	2.206,1	812,7	6.609,9
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE							229,1	138,3	179,1	290,7	217,6	136,6	1.191,4
OBBL. EURO HIGH YIELD							15,5	5,4	20,3	40,8	33,2	29,8	145,0
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							82,3	79,3	43,0	63,2	64,0	87,4	419,2
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							69,2	52,3	61,7	224,2	58,1	73,7	539,2
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							1,7	0,4	0,5	0,5	0,8	0,8	4,7
OBBL. INT.LI GOV.							164,4	188,6	281,7	291,4	133,5	181,4	1.241,1
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							65,9	47,5	31,6	47,3	41,1	38,4	271,8
OBBL. INT.LI HIGH YIELD							9,1	2,6	7,5	12,5	8,7	9,0	49,5
OBBL. YEN							39,3	36,5	15,9	23,0	18,7	49,1	182,4
OBBL. PAESI EMERGENTI							91,5	60,4	94,5	134,9	114,6	101,7	597,6
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							293,2	206,6	226,6	245,0	304,0	198,7	1.474,0
OBBL. MISTI							289,0	217,9	474,2	1.472,3	546,9	385,2	3.385,4
OBBL. FLESSIBILI							138,0	62,0	75,6	166,1	270,5	154,2	866,5
FONDI DI LIQUIDITA'	6.960,2	6.890,5	7.485,8	5.883,7	5.769,4	6.868,4	6.911,1	4.894,5	4.767,7	5.862,2	4.858,1	6.384,3	73.536,1
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	6.960,2	6.890,5	7.485,8	5.883,7	5.769,4	6.868,4	6.906,4	4.893,8	4.767,3	5.861,2	4.837,0	6.383,5	73.507,3
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							4,7	0,7	0,4	1,0	21,1	0,9	28,8
FLESSIBILI	98,9	89,0	108,8	110,0	130,5	191,5	255,2	180,1	308,9	370,1	517,5	444,2	2.805,0
TOTALE	17.612,5	21.293,2	19.864,0	15.024,7	15.780,8	31.085,8	17.126,8	11.327,0	13.313,9	16.550,4	16.034,6	14.354,1	209.367,9

Raccolta lorda - Fondi armonizzati Lux. storici

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
 Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi storici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)
 Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	69,1	305,3	90,8	188,2	151,5	192,5	340,0	112,0	396,8	887,9	315,1	292,4	3.341,6
AZ. ITALIA	1,5	0,3	9,5	13,8	13,8	16,9	14,6	7,5	25,9	25,0	21,5	26,1	176,5
AZ. AREA EURO	0,4	0,2	12,9	19,7	20,3	26,4	29,6	12,7	51,1	0,6	1,7	1,2	176,8
AZ. EUROPA	0,5	0,7	0,4	0,6	0,4	0,7	7,6	4,3	14,1	260,3	47,6	44,5	381,7
AZ. AMERICA	0,4	0,4	31,3	80,5	59,0	76,2	179,8	42,0	150,8	218,4	114,4	96,3	1.049,5
AZ. PACIFICO	0,4	0,7	0,7	5,3	0,6	0,4	17,8	13,4	46,3	96,4	59,7	49,4	291,1
AZ. PAESI EMERGENTI			5,3	14,5	9,0	10,1	35,8	9,4	38,8	197,1	15,1	13,6	348,6
AZ. PAESE	45,2	264,7	11,7	16,2	17,3	27,4							382,4
AZ. INTERNAZIONALI	3,7	8,4	3,9	7,3	6,5	6,5	18,6	11,1	35,8	26,1	24,1	30,8	182,8
AZ. SETTORIALI	8,1	24,5	8,9	22,6	17,5	21,6							103,2
AZ. ENERGIA E.M.P.							0,1	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4	1,7
AZ. INDUSTRIA							0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,4
AZ. BENI CONSUMO							0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4
AZ. SALUTE							0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7
AZ. FINANZA							9,8	2,4	5,5	11,9	5,6	6,3	41,4
AZ. INFORMATICA							0,2	0,2	0,7	0,8	0,8	0,3	3,0
AZ. SERV. TELECOM.							0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,8
AZ. ALTRI SETTORI							25,6	8,9	27,2	50,7	23,7	23,2	159,3
AZ. ALTRE SPECIAL.	9,0	5,4	6,3	7,5	7,0	6,4							41,5

(segue)

(segue)													
OBLIGAZIONARI	611,3	982,7	911,0	967,5	565,7	684,4	808,0	345,5	472,0	1.023,6	574,8	622,8	8.569,4
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	469,4	736,9	701,9	515,5	382,5	430,8							3.237,0
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	80,2	159,9	107,3	380,1	73,3	87,3							888,1
OBL. AREA EUROPA	0,6	1,1	1,6	1,0	1,1	0,6							6,0
OBL. AREA DOLLARO	16,7	19,5	21,3	19,6	47,2	73,9							198,3
OBL. AREA YEN	1,0	2,2	1,0	1,7	0,9	18,2							25,1
OBL. PAESI EMERGENTI	6,4	8,6	15,7	23,4	31,4	28,5							114,0
OBL. INTERNAZIONALI	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1							
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	36,9	54,4	62,1	26,1	29,3	45,0							253,8
OBL. EURO GOV. BREVI.							562,3	279,3	366,6	536,3	332,6	438,3	2.515,4
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							80,1	32,9	53,3	90,8	115,3	48,9	421,4
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							81,2	24,9	15,6	121,7			
OBL. EURO HIGH YIELD							1,3	0,4	0,9	1,2	1,8	1,2	6,8
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							5,1	5,1	8,6	12,3	11,6	10,5	53,2
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							36,7	9,8	15,5	26,9	13,1	28,0	129,9
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							0,8	0,2	1,0	0,4	0,4	0,3	3,2
OBL. INT.LI GOV.							0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	1,0	1,6
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							0,5	0,8	0,3	0,5	1,5	2,5	6,0
OBL. INT.LI HIGH YIELD										41,5	16,6	16,5	74,6
OBL. YEN							78,7	2,6	5,0	80,1	7,1	5,2	178,7
OBL. PAESI EMERGENTI							17,1	5,1	9,9	125,3	16,2	15,5	189,2
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							25,0	9,2	10,8	27,1	33,5	39,4	145,0
TOTALE	680,4	1.288,0	1.001,8	1.155,7	717,2	876,9	1.148,0	457,6	868,8	1.911,4	889,9	915,2	11.911,0

Raccolta lorda - Fondi armonizzati esteri

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	1.713,9	2.477,9	1.790,5	1.551,0	2.415,4	1.182,2	3.434,5	997,3	1.654,1	3.831,9	1.684,7	1.370,6	24.104,0
AZ. ITALIA	132,0	191,9	131,5	92,5	202,5	110,1	206,9	43,7	150,9	255,2	160,3	109,2	1.786,4
AZ. AREA EURO	57,8	295,3	119,2	81,3	305,5	120,4	387,0	44,6	61,1	116,0	41,8	50,5	1.680,4
AZ. EUROPA	537,8	585,6	663,3	513,3	409,9	381,6	514,0	232,5	576,8	1.013,3	517,0	451,6	6.396,7
AZ. AMERICA	337,2	871,5	574,3	562,6	902,2	320,6	1.214,1	331,4	430,1	1.402,7	517,8	372,2	7.842,8
AZ. PACIFICO	119,3	271,3	111,0	101,2	200,7	64,0	367,5	167,9	160,0	506,3	186,5	161,1	2.416,7
AZ. PAESI EMERGENTI	27,2	144,9	51,1	68,6	131,4	27,8	177,4	38,2	51,5	223,6	77,9	45,1	1.064,7
AZ. PAESE	94,4	26,9	51,3	36,3	22,2	46,5	21,4	10,5	40,1	46,3	33,4	35,4	464,7
AZ. INTERNAZIONALI	83,4	31,1	28,6	20,7	48,1	39,0	52,4	34,3	66,7	50,6	45,4	34,0	534,3
AZ. SETTORIALI	313,4	42,7	41,8	57,5	179,8	58,5							693,7
AZ. ENERGIA E.M.P.							21,3	9,0	11,1	11,4	8,4	10,3	71,5
AZ. INDUSTRIA							3,6	9,2	7,0	69,3	8,5	9,0	106,6
AZ. BENI CONSUMO							8,0	7,1	14,2	15,9	10,9	14,5	70,5
AZ. SALUTE							5,7	13,3	16,5	13,0	8,4	9,0	65,9
AZ. FINANZA							14,6	17,3	13,5	18,4	19,1	22,0	104,9
AZ. INFORMATICA							18,3	17,3	31,6	47,9	22,8	16,8	154,8
AZ. SERV. TELECOM.							31,8	10,8	5,9	5,5	3,8	7,8	65,6
AZ. SERV. PUBBL. UT.							1,6	0,9	2,0	3,5	1,8	2,3	12,2
AZ. ALTRI SETTORI							4,9	0,5	1,3	10,5	4,6	1,7	23,5
AZ. ALTRE SPECIAL.	11,5	10,6	18,4	17,0	13,2	13,7	384,2	8,9	13,6	22,7	16,3	18,2	548,3
BILANCIATI	25,4	23,2	33,1	35,8	119,7	52,5	223,9	34,5	86,6	49,4	63,0	59,4	806,6
BILANCIATI AZIONARI	2,4	1,9	3,6	8,5	4,2	7,1	80,6	2,8	7,8	5,1	4,9	6,1	135,0
BILANCIATI	11,0	9,3	17,4	15,4	19,1	16,5	81,5	17,2	35,2	19,0	22,2	18,6	282,5
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	12,0	12,1	12,1	11,9	96,4	28,9	61,7	14,5	43,7	25,4	35,8	34,6	389,2

(segue)

<i>(segue)</i>													
OBLIGAZIONARI	3.756,9	4.875,8	4.585,5	3.511,6	3.312,6	3.316,6	4.929,3	1.897,6	3.266,1	3.734,7	2.559,7	2.191,4	41.937,8
OBL. MISTI	21,5	17,7	64,4	6,3	9,3	19,1							138,3
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	1.278,2	1.761,2	1.678,0	1.404,8	1.237,7	900,9							8.260,7
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	1.848,3	2.097,4	2.277,4	1.625,3	1.641,7	1.738,9							11.228,9
OBL. AREA EUROPA	0,7	393,5	138,0	74,5	73,1	84,0							763,8
OBL. AREA DOLLARO	34,6	224,7	147,1	48,7	45,6	70,2							571,0
OBL. AREA YEN	14,0	5,3	3,3	8,1	6,4	19,9							57,1
OBL. PAESI EMERGENTI	1,6	5,7	2,8	7,5	3,6	3,8							25,2
OBL. INTERNAZIONALI	109,0	191,3	172,2	229,1	199,3	172,6							1.073,4
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	449,0	179,1	102,3	107,2	95,9	307,1							1.240,6
OBL. EURO GOV. BREVE T.							739,4	252,5	290,4	706,2	375,7	265,1	2.629,2
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							2.228,2	816,1	1.203,6	1.800,8	1.098,2	915,8	8.062,6
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							89,9	34,2	68,5	70,4	56,8	43,7	363,5
OBL. EURO HIGH YIELD							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							41,1	21,5	52,4	53,5	40,5	49,2	258,2
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							211,6	22,0	30,3	24,4	28,7	34,4	351,3
OBL. DOLLARO HIGH YIELD							9,9	7,1	8,2	8,3	13,5	8,1	55,0
OBL. INT.LI GOV.							122,6	80,0	281,5	122,9	194,3	183,9	985,2
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							2,7	1,0	1,6	1,6	0,9	1,3	9,2
OBL. INT.LI HIGH YIELD							10,9	9,8	8,2	52,0	18,1	25,2	124,3
OBL. YEN							10,2	5,5	14,4	33,6	64,3	15,2	143,2
OBL. PAESI EMERGENTI							9,5	2,7	15,6	12,4	9,4	8,0	57,7
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							1.042,4	565,6	703,6	671,6	594,0	471,2	4.048,4
OBL. MISTI							11,5	28,2	5,1	6,4	5,4	4,1	60,7
OBL. FLESSIBILI							399,5	51,6	582,9	170,7	59,8	166,0	1.430,4
FONDI DI LIQUIDITA'	427,9	784,4	765,8	871,7	916,1	756,5	886,4	454,0	799,0	1.367,1	1.033,6	743,9	9.806,3
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	427,9	784,4	765,8	871,7	916,1	756,5	853,8	440,9	747,2	1.303,1	988,7	667,4	9.523,6
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							32,6	13,1	51,8	64,0	44,8	76,5	282,8
FLESSIBILI	469,5	266,1	229,5	37,2	680,7	755,2	106,5	54,6	119,0	40,4	31,6	22,0	2.812,2
TOTALE	6.393,7	8.427,5	7.404,4	6.007,3	7.444,4	6.063,0	9.580,6	3.438,1	5.924,7	9.023,6	5.372,5	4.387,2	79.467,0

Raccolta lorda - Fondi non armonizzati

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003														
Dettaglio degli Altri fondi non armonizzati (italiani)														
Dati aggregati per categoria in milioni di euro														
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale	
AZIONARI	2,0	2,2	5,7	5,9	4,9	4,5	3,5	4,5	9,7	10,0	9,6	14,9	77,6	77,6
AZ. ITALIA	2,0	2,2	5,7	5,9	4,9	4,5	3,5	4,5	9,7	10,0	9,6	14,9	77,6	77,6
TOTALE	2,0	2,2	5,7	5,9	4,9	4,5	3,5	4,5	9,7	10,0	9,6	14,9	77,6	77,6
Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003														
Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)														
Dati aggregati per categoria in milioni di euro														
	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale	
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	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	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	0,0	40,8	0,0	210,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	250,8	250,8
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	205,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	205,0	205,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI					40,8	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,8	45,8
OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	354,9	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0	0,0	0,0	604,9	604,9
OBBL. MISTI	50,0	0,0											50,0	50,0
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	0,0	0,0	113,4	0,0	0,0	0,0	0,0						113,4	113,4
OBBL. AREA DOLLARO	0,0	0,0	15,2	0,0	0,0	0,0	0,0						15,2	15,2
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0,0	0,0	226,4	0,0	0,0	0,0	0,0						226,4	226,4
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. MISTI							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. FLESSIBILI							0,0	0,0	0,0	200,0	0,0	0,0	200,0	200,0
FONDI DI LIQUIDITA'	95,0	78,0	37,7	36,9	27,8	75,3	84,0	39,8	100,1	49,3	109,8	58,1	792,0	792,0
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	95,0	78,0	37,7	36,9	27,8	75,3	84,0	39,8	100,1	49,3	109,8	58,1	792,0	792,0
FLESSIBILI	0,2	0,0	8,5	32,9	44,0	8,3	79,1	7,0	31,9	24,1	21,8	12,5	270,3	270,3
TOTALE	95,2	78,0	401,1	69,8	162,7	83,6	373,1	46,8	132,0	273,4	131,6	70,7	1,918,1	1,918,1

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi speculativi italiani
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	3,5	22,7	17,0	17,4	2,4	68,9	45,3	31,5	18,7	18,0	19,8	24,8	290,2
TOTALE	3,5	22,7	17,0	17,4	2,4	68,9	45,3	31,5	18,7	18,0	19,8	24,8	290,2

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi speculativi esteri
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	8,0	10,8	20,3	17,0	0,3	2,1	3,9	16,3	5,0	116,1	24,2	18,0	242,0
TOTALE	8,0	10,8	20,3	17,0	0,3	2,1	3,9	16,3	5,0	116,1	24,2	18,0	242,0

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi speculativi (fondi di fondi, non armonizzati, italiani)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	111,9	116,9	121,4	211,6	112,5	279,7	385,8	287,8	326,2	287,2	360,3	606,3	3.207,6
TOTALE	111,9	116,9	121,4	211,6	112,5	279,7	385,8	287,8	326,2	287,2	360,3	606,3	3.207,6

Raccolta lorda - Fondi di fondi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2003
Dettaglio dei Fondi di fondi (non armonizzati, italiani)*
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	36,9	32,2	34,6	57,4	51,0	22,9	45,2	35,4	85,1	88,2	76,1	60,5	625,4
AZ. AREA EURO	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,8	0,2	0,1	0,1	2,3
AZ. EUROPA	2,9	1,0	2,9	2,9	2,2	1,1	1,7	1,1	2,2	2,8	4,7	3,1	28,6
AZ. AMERICA	1,8	1,8	1,8	2,7	2,0	3,4	2,9	1,7	3,8	4,3	3,9	4,0	34,3
AZ. PACIFICO	1,3	0,6	0,7	0,5	0,4	0,2	1,2	2,3	7,5	6,0	6,2	4,4	31,3
AZ. PAESI EMERGENTI	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	1,3	0,7	3,9
AZ. INTERNAZIONALI	29,9	28,4	28,5	50,0	45,5	17,5	38,1	29,0	69,2	73,5	59,5	46,4	515,6
AZ. SETTORIALI	0,6	0,1	0,3	0,5	0,7	0,4							2,6
AZ. ENERGIA E M.P.							0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5
AZ. INFORMATICA							0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	1,1
AZ. ALTRI SETTORI							0,8	0,5	0,6	0,5	0,2	1,4	3,9
AZ. ALTRE SPECIAL.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	1,3
BILANCIATI	56,9	68,7	66,6	93,4	107,5	92,7	164,9	99,2	252,2	225,8	215,9	189,4	1.633,3
BILANCIATI/AZIONARI	4,4	4,9	2,1	7,3	15,3	21,8	34,9	23,7	37,9	49,1	66,6	46,6	314,7
BILANCIATI	39,9	48,1	50,4	50,9	62,4	33,9	71,5	29,5	88,8	65,2	49,8	39,2	629,6
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	12,6	15,7	14,2	35,2	29,8	37,0	58,5	46,1	125,5	111,6	99,5	103,5	689,1
OBBLIGAZIONARI	21,1	20,8	56,0	24,7	39,8	53,3	69,9	54,3	77,6	103,8	66,8	75,8	664,0
OBBL. MISTI	2,2	3,0	10,4	9,8	29,3	44,2							99,0
OBBL. AREA EURO A M/LTERMINE	0,5	0,4	0,5	0,3	0,1	0,1							1,8
OBBL. PAESI EMERGENTI	0,6	0,3	1,5	0,5	0,8	0,8							4,7
OBBL. INTERNAZIONALI	11,3	10,3	13,3	3,3	3,9	4,2							46,4
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	6,5	6,8	30,2	10,7	5,8	4,0							63,9
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							3,0	2,4	0,4	0,6	0,2	0,4	7,0
OBBL. INT'L GOV.							8,8	4,5	5,2	4,0	2,0	1,1	25,7
OBBL. INT'L HIGH YIELD							0,4	0,2	0,2	0,9	0,7	1,3	3,9
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							6,2	6,4	7,3	8,0	3,1	4,5	35,5
OBBL. MISTI							51,6	40,7	64,5	90,1	60,8	68,5	376,3
FLESSIBILI	14,5	15,3	12,1	6,5	4,8	4,9	15,5	12,1	23,4	58,8	84,5	66,9	319,3
TOTALE	129,4	136,9	169,2	182,0	203,1	173,7	295,6	201,0	438,3	476,6	443,4	392,6	3.242,0

Riscatti - Fondi italiani e esteri - Importi complessivi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003
Importi complessivi* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	5.086,2	9.022,6	5.118,9	3.428,8	4.453,9	5.714,0	5.231,3	2.219,6	4.041,4	5.995,2	4.311,6	3.170,0	57.793,4
AZ. ITALIA	545,4	876,1	641,3	423,4	506,6	915,6	578,6	203,9	505,9	644,9	679,3	437,6	6.958,5
AZ. AREA EURO	158,3	545,8	222,0	215,4	431,4	279,2	465,2	99,3	139,0	202,9	169,7	120,2	3.048,3
AZ. EUROPA	1.387,8	3.172,2	1.638,9	998,4	925,2	2.004,8	989,7	492,3	1.054,0	1.262,1	938,9	773,9	15.638,2
AZ. AMERICA	902,4	1.296,4	1.125,3	716,7	1.218,5	591,7	1.433,2	426,3	758,2	1.683,4	705,7	675,1	11.532,7
AZ. PACIFICO	468,5	582,5	416,3	344,7	475,7	532,5	544,1	350,3	528,1	1.039,5	455,8	311,3	6.049,4
AZ. PAESI EMERGENTI	107,9	249,6	155,8	109,8	175,2	116,6	250,0	83,1	161,4	194,6	130,0	174,4	1.908,3
AZ. PAESE	387,5	772,8	95,7	92,0	73,8	56,4	38,5	44,2	53,3	55,1	46,6	42,9	1.758,8
AZ. INTERNAZIONALI	501,1	1.111,0	464,2	264,8	434,8	956,1	303,0	207,7	485,5	547,0	849,8	400,2	6.525,3
AZ. SETTORIALI	469,5	312,3	259,7	206,5	160,3	206,3							1.614,5
AZ. ENERGIA E.M.P.							8,9	30,0	6,5	11,7	10,6	13,5	81,2
AZ. INDUSTRIA							3,2	20,7	7,0	53,6	7,4	8,9	101,0
AZ. BENI CONSUMO							9,8	24,6	12,7	17,0	13,9	11,9	89,9
AZ. SALUTE							22,0	50,3	34,0	34,9	33,6	29,2	204,1
AZ. FINANZA							53,1	49,6	29,1	39,0	26,0	22,6	219,5
AZ. INFORMATICA							76,7	50,5	140,1	90,8	76,1	58,9	493,1
AZ. SERV. TELECOM.							13,7	35,6	20,4	19,7	16,5	12,9	118,8
AZ. SERV. PUBBL. UT.							1,8	5,2	2,5	5,6	3,4	2,9	21,3
AZ. ALTRI SETTORI							48,0	24,3	56,9	57,8	46,0	40,0	273,0
AZ. ALTRE SPECIAL.	157,8	103,9	99,7	57,3	52,5	54,9	391,6	22,0	46,7	35,6	102,2	33,7	1.157,9
BILANCIATI	1.415,6	1.934,5	1.740,9	869,2	768,6	1.709,3	851,6	363,4	751,0	927,5	797,7	744,7	12.874,0
BILANCIATI AZIONARI	65,3	86,2	68,6	27,7	31,4	30,2	109,6	19,8	25,2	41,0	41,0	33,9	580,0
BILANCIATI	873,3	1.168,6	1.047,4	463,4	461,5	1.441,0	458,9	220,5	481,3	510,1	493,1	476,9	8.096,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	477,0	679,7	624,9	378,1	275,7	238,2	283,0	123,1	244,5	376,4	263,6	233,9	4.198,1

(segue)

<i>(segue)</i>														
OBBLIGAZIONARI	10.534,9	12.278,4	12.628,3	9.806,5	9.685,6	18.538,6	10.668,8	6.668,2	11.786,2	13.868,6	12.736,9	9.158,5	138.359,5	
OBBL. MISTI	710,9	956,9	905,4	558,9	432,3	1.017,2							4.581,6	
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	4.069,8	4.216,3	5.054,0	4.611,2	4.684,8	11.618,4							34.254,5	
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	3.666,8	4.497,0	4.144,4	3.005,4	3.006,7	3.260,7							21.581,1	
OBBL. AREA EUROPA	159,8	195,8	299,9	180,8	203,4	550,1							1.589,7	
OBBL. AREA DOLLARO	201,2	424,3	666,4	151,3	124,2	228,5							1.795,8	
OBBL. AREA YEN	34,2	43,0	26,1	18,7	13,1	12,7							147,7	
OBBL. PAESI EMERGENTI	106,8	126,4	91,3	133,7	94,3	91,7							644,2	
OBBL. INTERNAZIONALI	1.258,4	1.434,2	947,9	765,8	666,1	1.162,1							6.234,5	
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	377,1	384,5	493,0	380,7	460,8	597,3							2.643,3	
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							4.085,0	2.885,2	4.935,0	5.634,1	5.275,7	4.246,5	27.061,5	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							3.311,3	1.793,9	3.304,2	3.833,7	4.558,0	2.264,1	19.065,1	
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE							344,6	256,2	445,6	647,2	349,1	391,8	2.434,5	
OBBL. EURO HIGH YIELD							20,2	14,4	17,0	14,2	21,0	17,6	104,4	
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							171,0	92,0	70,8	85,6	60,8	59,2	539,4	
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							265,0	104,7	190,5	132,7	111,1	212,6	1.016,6	
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							2,2	0,8	7,8	3,2	1,8	1,8	17,7	
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD							19,5	6,6	7,8	5,6	10,6	5,9	55,9	
OBBL. INT'L GOV.							626,9	324,2	512,1	864,5	661,1	585,3	3.574,2	
OBBL. INT'L CORP. INV.GRADE							65,8	80,0	85,6	57,4	50,3	34,2	373,3	
OBBL. INT'L HIGH YIELD							9,0	10,5	9,8	63,0	17,7	13,7	123,8	
OBBL. YEN							11,1	8,0	54,0	69,9	21,8	30,7	195,6	
OBBL. PAESI EMERGENTI							172,9	165,4	186,1	122,5	83,1	75,0	804,9	
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							1.031,7	633,2	1.319,7	990,4	903,9	775,8	5.654,6	
OBBL. MISTI							346,1	238,0	387,4	1.095,7	438,7	348,9	2.854,9	
OBBL. FLESSIBILI							186,3	55,2	252,7	248,9	172,2	95,5	1.010,6	
FONDI DI LIQUIDITA'	5.408,2	4.863,7	5.096,9	4.340,0	5.379,6	8.017,6	6.303,7	3.070,7	6.265,6	7.536,1	6.295,5	6.088,8	68.666,5	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	5.408,2	4.863,7	5.096,9	4.340,0	5.379,6	8.017,6	6.292,9	3.060,0	6.238,1	7.517,0	6.279,3	6.063,1	68.556,4	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	10,7	10,7	27,5	19,1	16,2	25,8	110,1							
FLESSIBILI	302,8	366,6	265,6	167,9	219,3	341,2	310,2	143,1	312,8	435,9	463,3	316,7	3.635,4	
TOTALE	22.747,7	28.465,8	24.850,6	18.612,5	20.507,0	34.320,7	23.365,5	12.465,0	23.156,9	28.733,3	24.605,1	19.478,7	281.328,8	
* Fondi di fondi non inclusi nei totali														

Riscatti - Fondi armonizzati italiani

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (italiani) - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	2.903,1	5.372,3	3.211,9	1.628,1	2.034,2	4.569,8	2.057,7	1.314,8	2.651,9	2.687,0	3.194,1	2.065,5	33.690,7
AZ. ITALIA	403,1	513,1	424,3	219,4	253,8	757,8	281,4	161,4	363,8	283,4	583,5	316,6	4.561,5
AZ. AREA EURO	93,1	152,0	108,7	59,0	96,2	222,2	91,1	33,6	62,1	108,1	87,8	95,0	1.208,9
AZ. EUROPA	846,3	2.412,9	1.074,0	440,1	552,3	1.638,0	605,3	327,7	672,8	656,8	598,2	477,8	10.302,1
AZ. AMERICA	485,7	511,3	568,5	259,7	376,8	343,5	326,6	215,8	492,3	456,1	447,3	372,6	4.856,3
AZ. PACIFICO	299,5	317,1	297,1	218,1	285,6	483,9	253,3	221,4	328,4	311,3	310,1	223,3	3.549,2
AZ. PAESI EMERGENTI	83,4	121,9	87,9	55,3	48,2	85,1	63,8	49,5	102,6	123,7	93,2	66,1	980,5
AZ. PAESE	23,4	18,2	17,0	10,4	19,2	15,6	22,4	35,9	33,3	35,8	34,0	30,4	295,6
AZ. INTERNAZIONALI	435,0	1.064,6	391,8	227,4	261,5	839,5	252,4	156,3	338,6	485,3	776,7	329,8	5.558,8
AZ. SETTORIALI	189,3	211,1	191,3	109,3	115,8	158,2							975,1
AZ. ENERGIA E.M.P.							4,4	2,3	3,1	5,2	4,9	4,9	24,9
AZ. INDUSTRIA							0,5	4,6	3,3	16,3	3,3	2,6	30,7
AZ. BENI CONSUMO							5,2	5,3	5,8	8,3	6,1	4,9	35,6
AZ. SALUTE							15,5	16,0	23,3	27,0	24,6	22,5	129,0
AZ. FINANZA							12,5	14,8	16,6	20,5	16,3	10,4	91,1
AZ. INFORMATICA							56,4	29,5	113,4	65,7	65,4	46,0	376,4
AZ. SERV. TELECOM.							6,7	5,8	16,1	14,2	12,1	9,4	64,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.							0,9	2,0	1,1	4,1	1,9	1,3	11,2
AZ. ALTRI SETTORI							33,2	17,7	44,2	39,3	35,1	29,6	199,1
AZ. ALTRE SPECIAL.	44,3	50,0	51,3	29,4	24,9	26,1	26,1	15,3	31,1	26,0	93,7	22,3	440,4
BILANCIATI	1.183,7	1.631,1	1.492,7	752,9	662,0	1.626,6	577,2	302,0	599,7	792,2	670,4	637,7	10.928,3
BILANCIATI AZIONARI	43,9	59,8	47,1	19,2	21,1	23,1	23,2	14,2	15,4	29,2	27,5	22,9	346,5
BILANCIATI	729,3	977,3	886,4	392,0	402,7	1.395,5	342,7	185,6	381,4	448,2	435,4	427,3	7.003,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	410,5	594,0	559,2	341,7	238,2	208,0	211,3	102,2	202,9	314,8	207,5	187,5	3.578,0

(segue)

(segue)													
OBLIGAZIONARI	6.672,6	8.448,6	8.405,1	6.024,0	6.078,2	15.646,9	6.085,0	4.899,4	7.885,6	9.578,7	9.832,3	6.772,6	96.284,2
OBL. MISTI	682,9	922,1	867,0	497,9	418,9	999,6							4.388,3
OBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	2.760,2	2.793,0	3.668,9	3.230,2	3.200,2	10.500,5							26.153,0
OBL. AREA EURO A M/L TERMINE	1.631,3	2.674,6	2.161,3	1.204,3	1.186,3	1.839,4							10.697,2
OBL. AREA EUROPA	151,6	173,2	260,7	111,4	162,2	510,1							1.369,3
OBL. AREA DOLLARO	137,3	364,0	176,9	78,2	78,6	182,6							1.017,6
OBL. AREA YEN	23,0	28,0	13,0	13,0	7,6	6,8							91,4
OBL. PAESI EMERGENTI	94,2	104,7	75,6	68,9	77,3	78,7							499,3
OBL. INTERNAZIONALI	878,9	1.074,4	749,7	490,8	546,8	1.050,0							4.790,6
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	268,2	314,6	432,1	329,3	400,3	479,2							2.223,7
OBL. EURO GOV. BREVET.							3.150,8	2.653,1	4.316,2	4.532,1	4.587,7	3.666,8	22.906,7
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							1.374,1	1.011,4	1.620,3	2.173,5	3.314,5	1.295,2	10.789,1
OBL. EURO CORP. INV.GRADE							247,2	181,1	345,3	300,3	267,9	267,5	1.609,3
OBL. EURO HIGH YIELD							6,7	13,6	12,9	12,4	18,7	16,2	80,5
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							28,3	66,6	36,6	70,3	41,2	39,8	282,8
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							95,5	87,6	108,9	61,3	77,0	177,4	607,6
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							1,2	0,4	1,0	0,6	0,9	1,0	5,1
OBL. INT.LI GOV.							348,7	246,1	416,6	764,8	557,1	511,3	2.844,5
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							64,7	79,7	83,4	56,7	49,4	32,9	366,7
OBL. INT.LI HIGH YIELD							3,0	7,1	2,0	2,9	2,5	1,9	19,3
OBL. YEN							5,6	3,9	40,2	52,6	8,4	16,3	127,0
OBL. PAESI EMERGENTI							127,1	154,3	157,8	104,1	70,7	64,2	678,2
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							242,5	151,5	320,1	338,3	332,5	296,9	1.681,8
OBL. MISTI							332,6	223,0	382,1	1.061,4	425,8	336,1	2.760,9
OBL. FLESSIBILI							57,0	20,0	42,1	47,5	78,2	49,3	294,1
FONDI DI LIQUIDITA'	4.460,3	4.373,0	4.239,7	3.743,4	4.831,8	7.053,2	5.578,0	2.723,7	5.564,8	6.612,1	5.618,6	5.363,2	60.161,9
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	4.460,3	4.373,0	4.239,7	3.743,4	4.831,8	7.053,2	5.577,1	2.723,3	5.564,0	6.611,6	5.617,4	5.362,6	60.157,4
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							1,0	0,4	0,8	0,4	1,2	0,6	4,5
FLESSIBILI	132,7	161,3	164,6	77,4	86,3	93,5	98,9	56,3	181,3	175,2	277,1	196,8	1.701,5
TOTALE	15.307,4	19.986,4	17.514,1	12.225,9	13.692,5	28.990,1	14.396,9	9.296,3	16.883,4	19.845,2	19.592,6	15.035,8	202.766,5

Riscatti - Fondi armonizzati Lux. storici

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (lussemburghesi storici, registrati in Italia prima del 25 gennaio 1992)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	321,8	770,4	290,8	302,8	132,9	128,4	283,3	64,5	199,4	422,7	156,4	144,1	3.217,4
AZ. ITALIA	7,2	2,0	40,1	38,8	18,9	21,8	55,5	9,0	23,7	58,5	20,9	17,1	313,4
AZ. AREA EURO	1,9	0,7	58,3	100,5	27,7	23,4	44,9	12,6	32,7	0,7	1,2	1,1	305,8
AZ. EUROPA	2,0	2,7	2,4	2,7	1,2	0,8	25,4	2,7	30,5	41,2	31,7	26,8	170,1
AZ. AMERICA	0,5	0,1	77,2	47,1	29,9	31,5	68,5	15,7	34,6	78,7	41,2	38,7	463,6
AZ. PACIFICO	2,7	0,8	1,2	2,7	1,3	0,5	40,2	6,8	17,8	198,4	23,7	25,0	321,1
AZ. PAESI EMERGENTI			16,2	10,1	8,0	7,5	13,2	4,1	16,9	3,4	3,6	3,5	86,5
AZ. PAESE	241,0	696,0	45,1	53,5	20,2	18,8							1.074,7
AZ. INTERNAZIONALI	18,5	9,6	8,3	11,4	4,2	4,4	22,2	8,8	27,8	23,6	21,7	19,5	180,0
AZ. SETTORIALI	13,1	28,6	18,0	22,9	8,9	7,3							98,8
AZ. ENERGIA E.M.P.							0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,5
AZ. INDUSTRIA							0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4
AZ. BENI CONSUMO							0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
AZ. SALUTE							0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,4
AZ. FINANZA							1,6	0,6	2,2	2,9	1,9	1,6	10,8
AZ. INFORMATICA							0,4	0,2	0,4	0,2	0,2	0,4	1,8
AZ. SERV. TELECOM.							0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,8
AZ. ALTRI SETTORI							11,1	3,9	12,2	14,5	10,1	10,0	61,7
AZ. ALTRE SPECIAL.	35,0	30,0	23,9	13,0	12,7	12,3							126,9

(segue)

(segue)														
	OBBLIGAZIONARI	417,4	472,3	505,4	697,1	404,8	439,6	671,1	202,2	692,1	1.337,3	573,8	514,3	6.927,4
	OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	308,6	320,4	331,5	471,9	296,6	302,4							2.031,3
	OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	86,8	117,9	131,6	135,7	79,0	93,6							644,7
	OBBL. AREA EUROPA	1,6	2,1	3,1	1,7	1,5	5,0							15,1
	OBBL. AREA DOLLARO	6,3	10,5	8,7	9,0	7,3	14,6							56,4
	OBBL. AREA YEN	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,5							1,3
	OBBL. PAESI EMERGENTI	4,4	9,2	8,5	58,9	5,6	6,4							93,0
	OBBL. INTERNAZIONALI	0,6	0,9	0,8	0,4	0,2	0,5							3,4
	OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	9,0	11,0	21,1	19,3	14,4	16,6							91,4
	OBBL. EURO GOV. BREVET.							358,3	121,2	452,8	588,4	410,1	354,8	2.285,6
	OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							238,8	53,4	165,0	529,4	107,8	112,7	1.207,0
	OBBL. EURO CORP. INV.GRADE													
	OBBL. EURO HIGH YIELD							1,3	0,7	4,1	1,8	2,2	1,4	11,5
	OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							1,7	1,9	2,6	1,8	2,6	2,6	13,3
	OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							7,9	4,4	13,8	14,0	11,3	9,0	60,4
	OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE							1,0	0,4	6,8	2,6	1,0	0,8	12,6
	OBBL. INT.LI GOV.							0,7	0,3	0,7	0,3	0,4	0,3	2,6
	OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							0,8	0,3	2,2	0,8	0,7	0,4	5,2
	OBBL. INT.LI HIGH YIELD							45,8	7,1	5,0	58,0			
	OBBL. YEN							0,9	1,2	2,8	3,7	4,5	3,9	17,0
	OBBL. PAESI EMERGENTI							33,1	7,1	20,1	10,1	3,8	3,7	77,9
	OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							26,3	11,5	21,3	17,9	14,3	12,5	103,7
	TOTALE	739,2	1.242,7	796,1	999,9	537,8	568,0	954,4	266,7	891,5	1.760,0	730,2	658,4	10.144,7

Riscatti - Fondi armonizzati esteri

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003
Dettaglio dei Fondi armonizzati (altri esteri, registrati in Italia dopo il 25 gennaio 1992)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	1.852,0	2.871,3	1.605,9	1.493,0	2.282,4	1.012,5	2.885,4	838,2	1.182,0	2.874,7	955,7	954,9	20.808,1
AZ. ITALIA	125,9	352,4	166,6	160,2	229,7	132,7	237,0	31,3	110,4	292,2	69,6	98,4	2.006,4
AZ. AREA EURO	63,3	393,0	55,0	55,9	307,5	33,6	329,2	53,1	44,1	94,0	80,7	24,1	1.533,6
AZ. EUROPA	539,6	756,6	562,4	555,6	371,7	365,9	359,0	161,9	350,7	564,1	309,0	269,3	5.165,9
AZ. AMERICA	416,2	784,9	479,5	409,8	811,7	216,8	1.038,1	194,8	231,3	1.148,6	217,2	263,8	6.212,7
AZ. PACIFICO	166,2	264,6	117,9	123,9	188,9	48,1	250,7	122,1	181,9	529,8	122,0	62,9	2.179,1
AZ. PAESI EMERGENTI	24,5	127,7	51,7	44,4	119,0	24,0	173,1	29,5	41,9	67,5	33,2	104,8	841,3
AZ. PAESE	123,0	58,6	33,6	28,0	34,4	22,1	16,1	8,2	20,0	19,3	12,6	12,5	388,4
AZ. INTERNAZIONALI	47,7	36,8	64,2	25,9	169,0	112,2	28,5	42,6	119,1	38,2	51,4	50,8	786,4
AZ. SETTORIALI	267,1	72,6	50,4	74,2	35,5	40,7							540,6
AZ. ENERGIA E.M.P.							4,3	27,7	3,3	6,4	5,6	8,5	55,8
AZ. INDUSTRIA							2,7	16,1	3,4	37,3	4,1	6,3	69,9
AZ. BENI CONSUMO							4,5	19,3	6,9	8,6	7,8	6,9	54,0
AZ. SALUTE							6,4	34,3	10,7	7,7	9,0	6,6	74,7
AZ. FINANZA							39,1	34,2	10,3	15,7	7,8	10,5	117,6
AZ. INFORMATICA							19,8	20,8	26,4	24,9	10,5	12,5	114,9
AZ. SERV. TELECOM.							6,8	29,7	4,1	5,4	4,3	3,4	53,8
AZ. SERV. PUBBL. UT.							0,9	3,2	1,5	1,5	1,5	1,6	10,1
AZ. ALTRI SETTORI							3,7	2,7	0,5	4,0	0,9	0,4	12,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	78,4	23,9	24,5	14,9	14,9	16,4	365,5	6,7	15,7	9,6	8,6	11,4	590,6
BILANCIATI	231,9	303,4	248,2	116,2	104,7	82,3	274,3	61,4	151,3	135,3	126,8	107,0	1.942,7
BILANCIATI AZIONARI	21,5	26,4	21,5	8,5	10,3	7,1	86,5	5,6	9,7	11,9	13,5	11,0	233,4
BILANCIATI	144,0	191,3	161,1	71,3	56,9	45,0	116,1	34,9	100,0	61,9	57,2	49,7	1.089,2
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	66,5	85,7	65,6	36,4	37,5	30,2	71,7	20,9	41,6	61,5	56,1	46,4	620,1

(segue)

<i>(segue)</i>													
OBBLIGAZIONARI	3.490,0	3.357,5	3.359,8	3.085,4	3.152,6	2.452,1	3.582,7	1.566,5	3.188,5	2.952,6	2.330,8	1.868,1	34.386,6
OBBL. MISTI	28,1	34,8	38,4	61,0	13,4	17,6							193,2
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	1.001,1	1.102,9	1.053,5	909,1	1.138,0	815,5							6.020,1
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	1.948,6	1.704,5	1.851,6	1.665,4	1.741,3	1.327,7							10.239,2
OBBL. AREA EUROPA	6,5	20,5	36,1	67,7	39,7	34,9							205,4
OBBL. AREA DOLLARO	57,6	49,7	122,8	64,0	38,3	31,3							363,8
OBBL. AREA YEN	11,1	14,7	12,9	5,5	5,4	5,4							55,0
OBBL. PAESI EMERGENTI	8,2	12,5	7,2	5,9	11,4	6,7							52,0
OBBL. INTERNAZIONALI	378,9	358,9	197,4	274,6	119,1	111,6							1.440,6
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	49,9	58,9	39,8	32,1	46,0	101,4							328,1
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							437,4	110,9	166,1	513,5	277,9	224,9	1.730,7
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							1.698,4	729,1	1.518,8	1.130,8	1.135,8	856,1	7.069,0
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE							97,4	75,1	100,3	226,0	73,2	117,1	689,2
OBBL. EURO HIGH YIELD							12,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	12,4
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							11,9	23,5	31,6	13,5	16,9	16,8	114,3
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.							161,6	12,7	67,8	57,5	22,8	26,2	348,6
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD							19,5	6,6	7,8	5,6	10,6	5,9	55,9
OBBL. INT.LI GOV.							277,5	77,8	94,8	99,5	103,7	73,8	727,1
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE							0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	1,4
OBBL. INT.LI HIGH YIELD							6,0	3,4	7,8	14,3	8,1	6,8	46,5
OBBL. YEN							4,6	2,9	11,1	13,6	8,9	10,5	51,6
OBBL. PAESI EMERGENTI							12,7	4,0	8,1	8,3	8,6	7,1	48,9
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							762,8	470,1	978,3	634,2	557,0	466,4	3.869,0
OBBL. MISTI							13,5	15,0	5,3	34,3	13,0	12,8	93,9
OBBL. FLESSIBILI							66,8	35,2	190,6	201,4	93,9	42,8	630,7
FONDI DI LIQUIDITA'	845,4	378,0	760,1	509,2	480,4	833,6	592,2	297,9	558,0	815,8	615,1	587,7	7.273,4
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	845,4	378,0	760,1	509,2	480,4	833,6	582,5	287,7	531,4	797,1	600,1	562,5	7.167,8
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO							9,8	10,2	26,6	18,7	15,0	25,2	105,6
FLESSIBILI	130,9	187,1	52,1	39,7	74,1	196,8	152,8	43,1	92,2	91,2	115,1	66,1	1.241,0
TOTALE	6.550,1	7.097,3	6.026,1	5.243,5	6.094,2	4.577,2	7.487,4	2.807,0	5.172,0	6.869,5	4.143,6	3.583,9	65.651,8

Riscatti - Fondi non armonizzati

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003

Dettaglio degli Altri fondi non armonizzati (italiani)

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	9,3	8,6	10,3	4,9	4,3	3,3	4,8	2,1	8,0	10,8	5,3	5,4	77,3
AZ. ITALIA	9,3	8,6	10,3	4,9	4,3	3,3	4,8	2,1	8,0	10,8	5,3	5,4	77,3
TOTALE	9,3	8,6	10,3	4,9	4,3	3,3	4,8	2,1	8,0	10,8	5,3	5,4	77,3

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003

Dettaglio dei Fondi riservati (non armonizzati, italiani)

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	0,0	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	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	0,1	1,9	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	3,0
BILANCIATI	0,0	0,0	0,0	0,1	1,9	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	3,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	358,0	0,0	50,0	0,0	330,0	0,0	20,0	0,0	0,0	3,4	761,4
OBBL. MISTI					0,0	0,0							0,0
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0							50,0
OBBL. AREA DOLLARO	0,0	0,0	358,0	0,0	0,0	0,0							358,0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0							0,0
OBBL. EURO GOV. BREVE T.							138,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	138,5
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.							129,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,0
OBBL. MISTI							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. FLESSIBILI							62,5	0,0	20,0	0,0	0,0	3,4	85,9
FONDI DI LIQUIDITA'	102,5	112,7	97,1	87,4	67,4	130,8	133,4	49,1	142,8	108,3	61,8	138,0	1.231,2
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	102,5	112,7	97,1	87,4	67,4	130,8	133,4	49,1	142,8	108,3	61,8	138,0	1.231,2
FLESSIBILI	3,1	2,1	1,4	0,6	3,2	3,0	2,3	0,4	4,5	1,9	1,2	15,8	39,5
TOTALE	105,6	114,7	456,5	88,1	122,5	134,2	465,8	49,5	167,3	110,2	63,5	157,2	2.035,1

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003

Dettaglio dei Fondi speculativi italiani

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	2,0	3,0	1,0	3,0	0,3	11,3	10,0	12,8	6,9	7,1	4,7	7,8	69,9
TOTALE	2,0	3,0	1,0	3,0	0,3	11,3	10,0	12,8	6,9	7,1	4,7	7,8	69,9

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003

Dettaglio dei Fondi speculativi esteri

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	1,4	0,0	18,3	1,1	7,7	0,5	1,9	14,7	1,8	108,1	21,8	9,2	186,5
TOTALE	1,4	0,0	18,3	1,1	7,7	0,5	1,9	14,7	1,8	108,1	21,8	9,2	186,5

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003

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

Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
FLESSIBILI	32,7	13,1	28,3	46,2	47,8	36,1	44,3	15,8	26,0	42,4	43,4	20,9	396,9
TOTALE	32,7	13,1	28,3	46,2	47,8	36,1	44,3	15,8	26,0	42,4	43,4	20,9	396,9

Riscatti - Fondi di fondi

Fondi di diritto italiano e estero gestiti da intermediari italiani - Riscatti - 2003
Dettaglio dei Fondi di fondi (non armonizzati, italiani)
Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2003	feb 2003	mar 2003	apr 2003	mag 2003	giu 2003	lug 2003	ago 2003	set 2003	ott 2003	nov 2003	dic 2003	Totale
AZIONARI	46,5	49,6	49,4	39,6	45,8	32,0	32,5	19,2	43,7	34,0	28,8	26,5	447,6
AZ. AREA EURO	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	1,2
AZ. EUROPA	3,0	2,4	1,5	4,4	4,1	0,9	1,6	0,6	2,3	2,0	1,5	0,8	25,0
AZ. AMERICA	2,4	2,2	1,6	1,0	0,6	0,7	1,1	1,8	2,0	1,7	1,7	0,9	17,8
AZ. PACIFICO	0,5	0,5	0,8	0,4	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	1,7	1,2	1,3	8,9
AZ. PAESI EMERGENTI	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,9
AZ. INTERNAZIONALI	39,0	43,3	44,4	33,0	40,1	29,6	28,7	15,4	36,5	27,7	23,8	22,7	384,3
AZ. SETTORIALI	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1	0,2							2,0
AZ. ENERGIA E M.P.							0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,5
AZ. INFORMATICA							0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	1,0
AZ. ALTRI SETTORI							0,1	0,2	1,3	0,3	0,2	0,1	2,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	0,5	0,7	0,8	0,3	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	3,7
BILANCIATI	132,9	156,5	147,1	78,3	97,4	76,6	105,8	62,9	103,2	93,3	82,7	70,8	1.207,4
BILANCIATI AZIONARI	8,5	9,0	7,7	3,7	4,3	3,4	20,5	16,4	19,5	15,0	9,6	11,0	128,6
BILANCIATI	96,8	108,4	107,2	53,2	71,8	53,0	51,9	20,4	27,3	30,4	26,7	20,9	668,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	27,6	39,1	32,2	21,4	21,4	20,3	33,4	26,0	56,4	47,9	46,4	38,9	410,8
OBBLIGAZIONARI	18,5	20,0	21,0	20,6	18,4	16,0	18,5	13,4	21,7	25,1	36,4	26,1	255,8
OBBL. MISTI	9,5	7,7	8,6	8,8	7,5	5,0							47,1
OBBL. AREA EURO A M/LTERMINE	0,1	0,0	0,5	0,9	0,1	0,1							1,6
OBBL. PAESI EMERGENTI	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,8							1,4
OBBL. INTERNAZIONALI	6,5	7,2	5,8	4,4	4,5	4,9							33,3
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2,5	5,1	6,0	6,1	6,3	5,2							31,2
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.							0,5	0,3	0,2	0,3	0,7	0,3	2,3
OBBL. INT'L GOV.							7,9	5,9	7,3	7,0	8,9	5,5	42,5
OBBL. INT'L HIGH YIELD							1,0	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	2,2
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI							4,8	2,4	6,8	6,4	11,5	5,1	37,0
OBBL. MISTI							4,4	4,7	7,1	11,0	14,9	15,1	57,2
FLESSIBILI	18,8	17,2	17,8	7,9	9,3	10,4	11,4	4,8	9,8	13,8	11,5	12,6	145,3
TOTALE	216,6	243,3	235,4	146,3	171,0	135,0	168,1	100,3	178,5	166,2	159,4	136,1	2.056,1

Progetto grafico C&G comunicazione e Esseblu
Finito di stampare in marzo 2004
Officina Grafica La Commerciale
Milano



www.assogestioni.it