



2005

factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

2005

factbook

GUIDA ITALIANA AL RISPARMIO GESTITO

Il 2004 è stato un anno molto importante per l'Industria del Risparmio Gestito, in primo luogo perché ha coinciso con il ventesimo anniversario di fondazione di Assogestioni. Oltre a questa ricorrenza l'anno che si è concluso sarà ricordato per alcune importanti iniziative che hanno visto la luce proprio nel corso del 2004.

L'Associazione del Risparmio Gestito si è impegnata nel campo dell'educazione finanziaria, per contribuire ad offrire ai risparmiatori, degli strumenti di conoscenza e di valutazione degli investimenti, in grado di consentire loro di evitare scelte sbagliate, o di subire crack finanziari improvvisi.

Nella tarda primavera del 2004 è stata lanciata una campagna pubblicitaria istituzionale, incentrata sui tre valori fondamentali dell'Industria del Risparmio Gestito: trasparenza, professionalità, diversificazione. Gli stessi valori che, nel corso degli anni precedenti, hanno permesso ai risparmiatori, che avevano scelto di affidare i loro risparmi ai fondi e al lavoro dei gestori, di superare indenni dissesti finanziari come Parmalat, Cirio e Argentina.

Il 2004 è stato anche l'anno che ha portato all'evoluzione dell'impegno in materia di Corporate Governance da parte di Assogestioni. L'Associazione è scesa in prima linea partecipando, con i propri rappresentanti, a tutte le assemblee delle società quotate sul MIB30 in una logica di tutela del mercato e dei risparmiatori. Con i propri interventi Assogestioni ha chiesto di riconoscere alle minoranze azionarie un peso maggiore soprattutto in tema di controlli. Il bilancio di questa esperienza è stato ampiamente positivo, considerato che nella quasi totalità dei casi, le società quotate si sono mostrate sensibili alle proposte avanzate da Assogestioni. L'esperienza maturata dall'Industria del Risparmio Gestito nel 2004 ha già prodotto risultati importanti, ma crediamo che sia necessario guardare oltre e puntare a obiettivi ancora più alti. Assogestioni è pronta ad affrontare le nuove sfide del 2005.

Guido Cammarano
Presidente di Assogestioni

SOMMARIO

1	Scenario del Risparmio Gestito in Italia	9
Parte I	Fondi comuni di investimento	13
2	Fondi comuni. Evoluzione della raccolta e del patrimonio nel 2004	15
3	Protagonisti. I gestori e le Sgr	23
4	I benchmark. Elementi di conoscenza dei fondi	29
5	Servizi e costi dei fondi comuni di investimento	49
6	L'assetto regolamentare	63
7	Il regime tributario degli OICR	71
8	Gli hedge fund	83
9	Il risparmio gestito nello scenario internazionale	87
Parte II	Analisi dei sottoscrittori	93
10	Le scelte dei sottoscrittori dei fondi comuni	95
Parte III	Previdenza e fondi pensione aperti	105
11	L'assetto regolamentare	107
12	Il regime tributario	121
13	I fondi pensione aperti in Italia	125
Parte IV	Fondi immobiliari	133
14	L'assetto regolamentare	135
15	Il regime tributario	139
16	I fondi immobiliari in Italia	145
Parte V	Valutazione dei prodotti del Risparmio Gestito	151
17	Introduzione: efficienza della gestione e scelta del prodotto	153
18	La classificazione Assogestioni dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle gestioni patrimoniali	155
19	Misurazione dei rendimenti: una rassegna delle tecniche più diffuse	167
20	Standard di performance: l'adozione italiana dei GIPS	189
21	Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano	193
Parte VI	Dati e statistiche	207

SCENARIO DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

Nel corso del 2004, l'Industria del Risparmio Gestito nel suo complesso ha registrato un aumento del proprio patrimonio di oltre sette punti percentuali, passando da 855 milioni di euro di fine 2003 ai 918 milioni di euro del dicembre 2004.

In questo quadro, la componente investita in fondi comuni di investimento ha registrato anch'essa un aumento, seppur di minor portata, passando da 523 a 537 miliardi di euro, con un incremento del 2,9%.

La significativa crescita patrimoniale dell'investimento in fondi è tuttavia il risultato di due effetti opposti: la performance positiva conseguita dai fondi e la conseguente valorizzazione del patrimonio hanno più che compensato la riduzione dello -0,9% del volume di risparmio gestito dovuto al saldo negativo della raccolta (-4,6 miliardi di euro). A sua volta anche il risultato della raccolta è da ricondurre a due tendenze contrastanti: il forte deflusso dai fondi italiani (-19,4 miliardi di euro) compensato in buona parte dall'afflusso del risparmio nei fondi promossi da intermediari italiani ma registrati all'estero, i cosiddetti fondi "round trip" (+14,7 miliardi di euro).

Il risultato della raccolta del 2004 si inserisce comunque in un orizzonte di medio periodo comunque positivo per l'industria del Risparmio Gestito: nel corso degli ultimi cinque anni, caratterizzati da turbolenze dei mercati e fasi recessive, l'Industria ha registrato infatti un saldo di raccolta positivo per 52,2 miliardi di euro raggiungendo un peso sul Pil di circa il 40%. Il risparmio gestito si conferma così una delle componenti principali delle attività finanziarie delle famiglie italiane pesando circa il 20% del totale e presente nel portafoglio di oltre 9 milioni di sottoscrittori.

Per quanto riguarda l'asset allocation degli investimenti, il deflusso della raccolta ha investito soprattutto le categorie relative a prodotti più tradizionali quali gli azionari e gli obbligazionari e ha invece risparmiato i prodotti più innovativi quali i fondi flessibili, i fondi hedge e i fondi immobiliari.

La direzione dei flussi di raccolta non ha comunque avuto un impatto significativo sulla struttura del patrimonio che gli italiani affidano ai gestori: la componente azionaria rimane sottopesata (circa il 20% del totale investito) rispetto a

ciò che accade nei principali mercati internazionali mentre resta sovrappesata la quota di patrimonio convogliata verso fondi a bassa rischiosità e rendimento. Dal punto di vista normativo, il 2004 è stato a livello nazionale l'anno dedicato al recepimento da parte di Banca d'Italia e della Consob della riforma del diritto societario all'interno delle norme e regolamento che disciplinano l'attività delle Società di gestione. A livello europeo invece, l'estensione delle competenze del CESR (l'organizzazione che riunisce le autorità dell'Unione Europea responsabili del regolamento delle attività finanziarie) anche all'industria della gestione collettiva ha posto le basi per il rafforzamento del mercato unico interno relativamente al settore del risparmio gestito.

Per quanto riguarda l'attività di Assogestioni di raccolta e diffusione dei dati relativi all'Industria, nel corso del 2004 sono state messe a punto nuove modalità di presentazione delle statistiche di settore; tali modalità sono entrate ufficialmente in vigore nel 2005. L'obiettivo di tale modifiche è stato l'adeguamento agli standard della federazione europea del settore EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*, ex FEFSI) e una maggior fruibilità dei dati. L'archivio storico dei dati di Assogestioni è stato rivisto per consentire un confronto delle serie storiche.

PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN MIL DI EURO

	2000	2001	2002	2003	2004 (stima)
OICR	585.469	556.084	504.456	560.715	578.820
<i>OICR "Italia" ^ al netto delle quote di OICR (stima)</i>	<i>577.873</i>	<i>545.995</i>	<i>495.306</i>	<i>547.628</i>	<i>556.839</i>
Italiani aperti	458.240	416.613	374.235	397.242	
Italiani chiusi mobiliari	751	900	1.200	1.500	
Italiani chiusi immobiliari	1.601	2.686	3.380	4.513	
Esteri di gruppi italiani - lussemburghesi storici	34.345	30.919	23.568	26.187	
Esteri di gruppi italiani - non storici	63.029	76.859	77.313	98.654	
Esteri di gruppi esteri	27.503	28.107	24.760	32.619	
OICR su tot. attiv. famiglie (in %)	21,11	20,22	18,08	19,27	18,67
<i>OICR "Italia" ^ su tot. attiv. famiglie (in %)</i>					
<i>al netto delle quote di OICR</i>	<i>20,84</i>	<i>19,85</i>	<i>17,75</i>	<i>18,83</i>	<i>17,96</i>
GESTIONI PATRIMONIALI	392.112	410.406	401.755	408.587	429.016
<i>Gestioni patrimoniali al netto delle quote di OICR</i>	<i>185.586</i>	<i>218.806</i>	<i>240.320</i>	<i>241.073</i>	<i>253.127</i>
Banche	213.367	184.076	164.351	165.617	
Sim	39.346	39.429	34.350	22.071	
SGR / prima del 1997 Fiduciarie	139.399	186.901	203.054	220.899	
GP su tot. attiv. famiglie (in %)	14,14	14,92	14,40	14,05	13,84
<i>GP su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR</i>	<i>6,69</i>	<i>7,96</i>	<i>8,61</i>	<i>8,29</i>	<i>8,17</i>
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita(*) (**)	166.959	196.099	228.214	271.981	312.778
<i>Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>141.080</i>	<i>160.926</i>	<i>188.171</i>	<i>222.059</i>	<i>255.368</i>
ASS. su tot. attiv. famiglie (in %)	6,02	7,13	8,18	9,35	10,09
<i>ASS. su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR</i>	<i>5,09</i>	<i>5,85</i>	<i>6,74</i>	<i>7,63</i>	<i>8,24</i>
FONDI PENSIONE(*)	77.819	60.446	58.044	62.386	65.505
<i>Fondi pensione al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>75.053</i>	<i>58.100</i>	<i>56.019</i>	<i>58.307</i>	<i>60.639</i>
Fondi pensione di enti di previdenza e di fondi creditizi(^)	76.077	57.218	53.516	56.067	
Fondi pensione aperti e negoziali	1.742	3.228	4.528	6.319	
FP su tot. attiv. famiglie (in %)	2,81	2,20	2,08	2,14	2,11
<i>FP su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di OICR</i>	<i>2,71</i>	<i>2,11</i>	<i>2,01</i>	<i>2,00</i>	<i>1,96</i>
TOTALE RISPARMIO AFFIDATO AD INVESTITORI ISTITUZIONALI					
<i>al netto della duplicazione delle quote di OICR</i>	<i>979.592</i>	<i>983.827</i>	<i>979.816</i>	<i>1.069.067</i>	<i>1.125.973</i>
Su tot. attiv. famiglie (in %)	35,32	35,77	35,11	36,75	36,32
TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE	2.773.419	2.750.227	2.790.604	2.909.046	3.100.000

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

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

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

^ Stima delle quote detenute dagli investitori italiani negli OICR di diritto estero

PARTE I

**FONDI COMUNI
DI INVESTIMENTO**

FONDI COMUNI. EVOLUZIONE DELLA RACCOLTA E DEL PATRIMONIO NEL 2004

La metodologia utilizzata da Assogestioni nella presentazione dei dati è stata modificata nel mese di gennaio 2005, per consentire l'unificazione con gli standard europei EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) che richiedono di considerare e trattare i fondi di fondi al pari di tutti gli altri fondi: viene quindi modificata la prassi finora seguita, che escludeva dal computo complessivo dell'industria dei fondi questi prodotti al fine di evitare duplicazioni.

Tale indicazione è stata giustificata da un lato dalla necessità di mostrare l'attività effettuata attraverso i fondi di fondi, dall'altra dall'opportunità di adeguare la presentazione dei dati a quanto prescritto dalla nuova Direttiva UCITS III. Questa, in particolare, introduce per tutti i fondi armonizzati la possibilità di investire quote superiori al 5% in altri fondi armonizzati.

Al fine di presentare serie storiche coerenti, i dati presentati sono stati normalizzati; al contempo, si è proceduto ad una riorganizzazione delle informazioni, al fine di mostrare i dati sui fondi operativi per tipologia giuridica, geografica ed in base alle caratteristiche degli investimenti effettuati. Un'ulteriore novità riguarda i dati dei fondi domiciliati all'estero promossi da gruppi italiani, che presentano il valore complessivo di questi fondi: non verrà infatti ulteriormente evidenziata la quota parte ascrivibile ai soli investitori italiani.

Al fine di aiutare il lettore nella comprensione delle nuove serie, vengono fornite, nel corso del capitolo, informazioni più analitiche sulla costruzione dei dati rispetto a quelle pubblicate nelle tavole riassuntive finali. Si segnala infine che i commenti, ove diversamente non specificato, vengono effettuati sulla base della nuova metodologia.

L'ammontare di risorse detenute complessivamente da parte dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è cresciuto per il secondo anno consecutivo, dopo il calo registrato negli anni 2001 e 2002, grazie alla crescita registrata dai mercati azionari. A fine 2004 il patrimonio dei fondi comuni detenuto da investitori italiani, esclusi i fondi di fondi, è pari a 517,4 miliardi di euro, in crescita dell'1,7% rispetto a fine 2003 ovvero, se si considerano anche le quote detenute da investitori esteri, pari a 523,1 miliardi di euro. Integrando a questi ul-

Premessa

I

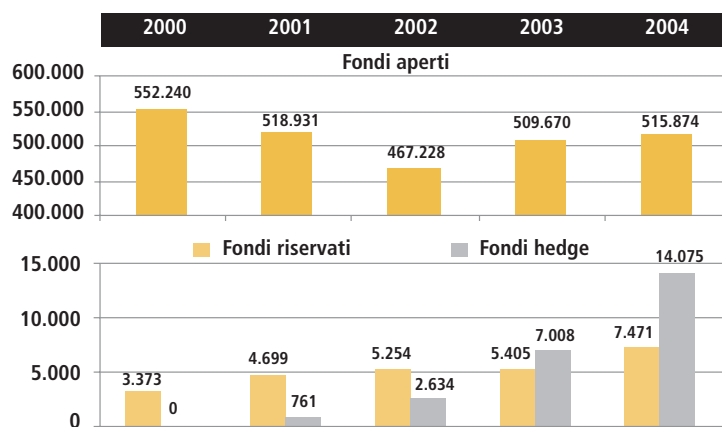
2 | 15

Patrimonio e raccolta fondi promossi da gruppi italiani

Fig 1 Patrimonio per
tipologia giuridica e
caratteristiche degli investitori

timi anche i dati sui fondi di fondi, sulla base delle indicazioni pervenute dall'Associazione europea EFAMA, il patrimonio complessivo dell'industria italiana risulta pari a 537,4 miliardi di euro, in crescita del 2,9% rispetto allo scorso anno. Tuttavia, la raccolta del sistema è risultata in controtendenza alla performance positiva realizzata da parte dei mercati azionari: la crescita dell'industria, infatti, è stata influenzata negativamente dai riscatti effettuati nel corso dell'anno. I flussi netti negativi, pari allo 0,9% del patrimonio complessivo, equivalgono a un deflusso di 4,6 miliardi di euro o, escludendo la raccolta dei fondi di fondi, di 9,1 miliardi di euro.

A fine 2004 i 1.669 fondi aperti censiti da Assogestioni rappresentano, con 515,9 miliardi di euro, il 96% del patrimonio complessivo, i 46 fondi riservati a particolari categorie di investitori, con 7,5 miliardi di euro, l'1,4% del totale, mentre i 142 fondi hedge, con 14,1 miliardi di euro, pesano per il 2,6%.



Questa nuova tripartizione unisce da un lato le caratteristiche giuridiche del fondo, dall'altro le tipologie di investitori; come è noto, il Regolamento della Banca d'Italia, recependo il testo unico della finanza, ha suddiviso il mondo dei fondi aperti tra fondi aperti armonizzati e non armonizzati, fondi riservati e fondi speculativi: pertanto, si è adottata nella presentazione dei dati questa suddivisione giuridica, con l'unica deroga di ricomprendere, tra i fondi riservati, anche i fondi armonizzati dedicati a particolari categorie di investitori che, per loro natura, venivano inclusi tra i fondi aperti armonizzati italiani nelle serie storiche pubblicate in precedenza.

Il peso dei fondi riservati e dei fondi hedge è cresciuto nel corso del 2004, grazie ad un considerevole flusso di risorse confluito in questi prodotti, soprattutto se confrontato con la raccolta negativa dei fondi aperti.

Nei fondi hedge sono confluiti 5,9 miliardi di euro, comportando un raddoppio

del patrimonio di questi prodotti nati nel 2001; una raccolta positiva, per 1,8 miliardi, si è avuta anche per i fondi riservati, il cui patrimonio è passato da 5,4 a 7,5 miliardi di euro.

I fondi aperti, invece, hanno registrato una raccolta negativa di 12,3 miliardi di euro, ovvero di 16,8 miliardi di euro se si esclude la raccolta dei fondi di fondi; alla raccolta dei fondi aperti hanno contribuito i fondi domiciliati in Italia e i fondi domiciliati all'estero: nei primi confluisce la raccolta dei fondi armonizzati (ad esclusione dei fondi dedicati), pari a -30,7 miliardi di euro, quella dei fondi di fondi (non armonizzati), pari a +4,5 miliardi di euro e quella dei fondi non armonizzati diversi dai fondi di fondi, fondi riservati e hedge, pari a -24,9 milioni di euro. Analizzando in dettaglio la raccolta dei fondi riservati, è possibile osservare che il 57% della stessa è affluita dai fondi dedicati armonizzati; tra i fondi hedge, invece, i fondi di fondi hanno contribuito alla raccolta per 6,1 miliardi di euro, mentre i fondi puri per -0,2 miliardi di euro.

Operando una distinzione sulla base dell'armonizzazione e del domicilio dei fondi, è possibile riassumere l'andamento annuale nei seguenti dati di sintesi:

- 998 fondi armonizzati italiani: - 29,7 miliardi di euro
- 290 fondi non armonizzati italiani: +10,3 miliardi di euro
- 589 armonizzati esteri: +14,0 miliardi di euro
- 20 non armonizzati esteri: + 0,8 miliardi di euro

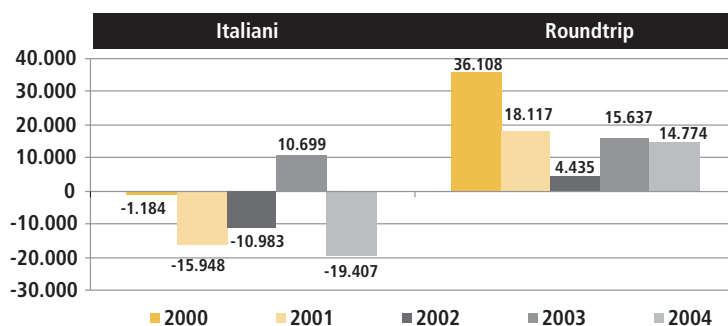


Fig 2 Evoluzione raccolta netta per domicilio dei fondi

Continua pressoché costante il flusso di risorse che confluisce verso prodotti domiciliati all'estero nei cosiddetti fondi *roundtrip*, vale a dire fondi promossi da intermediari italiani dislocati in Lussemburgo o in Irlanda: negli ultimi cinque anni, sono confluiti quasi 90 miliardi di euro nei patrimoni di 690 fondi lussemburghesi, storici e non.

Nel solo 2004 questi prodotti hanno attratto oltre 14,7 miliardi di euro, una quota leggermente inferiore a quella registrata nel 2003 (pari a 15,6 miliardi di euro), ma comunque in piena controtendenza con l'andamento dell'Industria dei prodotti domiciliati in Italia, la cui raccolta è stata negativa per 19,4 miliardi

di euro (o al netto dei fondi di fondi di 29,9 miliardi di euro). I fondi roundtrip, con 148,5 miliardi di euro, rappresentano a fine 2004 il 27,6% di tutta l'industria dei fondi, mentre il loro peso è aumentato nell'ultimo quinquennio del 10,1%, passando dal 17,5% alla fine del 2000 al 27,6% di fine 2004.

All'interno di questa tipologia si possono distinguere i 97 comparti dei fondi lussemburghesi storici, cioè nati prima del 1992, che hanno raccolto, con 1,2 miliardi di euro, l'8,1% della raccolta totale dei fondi roundtrip; a fine 2004 essi rappresentano con un patrimonio di 28,3 miliardi il 19,1% di questa tipologia.

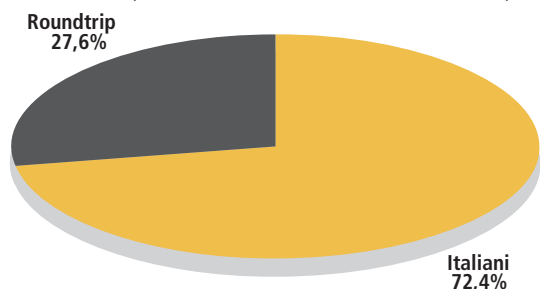


Fig 3 Patrimonio per domicilio dei fondi a dicembre 2004

L'andamento dei flussi destinati all'Industria è risultato altalenante nel corso dell'anno: dopo un avvio negativo, il primo quadrimestre si è chiuso con un saldo positivo di 2,3 miliardi di euro (o di -0,8 miliardi al netto dei fondi di fondi - fdf-), mentre nei successivi quadrimestri la raccolta positiva dei mesi di agosto (+1,2/+1 senza fdf) e di dicembre (+1,7/+1,5 senza fdf) non è riuscita a controbilanciare il deflusso registrato negli altri mesi dell'anno.

La raccolta dei fondi, suddivisa in base alla natura delle attività componenti il portafoglio sintetizzata attraverso le categorie Assogestioni, mostra come il deflusso di risorse abbia operato trasversalmente in tutte le principali macro-categorie, ad eccezione dei fondi appartenenti alla categoria flessibile (+1.339/+682 milioni di euro, senza fdf) e dei fondi con politiche di investimento alternative, quali quelle dei fondi hedge (+5.920).

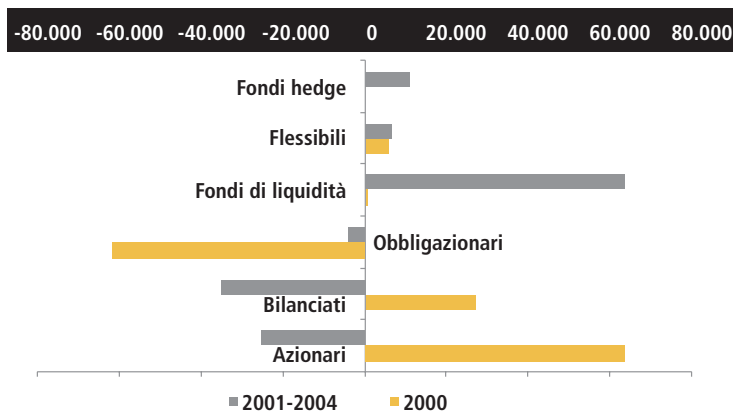


Fig 4 Scelte degli investitori: raccolta netta per categoria anno 2000 e raccolta degli anni 2001-2004

La raccolta dei fondi di liquidità, categoria che ha raccolto negli ultimi tre anni più di 70,1 miliardi di euro, è stata negativa per 6.508 milioni di euro (il valore non cambia se si escludono i fondi di fondi, non essendo presenti tali prodotti in questa categoria). Continua invece il trend negativo dei fondi bilanciati e azionari, che per il quarto anno consecutivo non raccolgono il consenso degli investitori nonostante la ripresa dei mercati finanziari, facendo segnare ancora una raccolta negativa rispettivamente di 2.684 e 2.322 milioni di euro (ovvero di 3.546 e 2.757 al netto dei fondi di fondi); mostrano segno meno anche i fondi obbligazionari, che hanno subito un deflusso di 370 milioni di euro (o di 2.922 al netto dei fondi di fondi).

Si è visto come la raccolta dei fondi azionari sia stata complessivamente negativa nel 2004: tuttavia, nel corso del primo semestre gli investitori si sono avvicinati cautamente a questi prodotti, portando il saldo in positivo per 308 milioni di euro e solo nei mesi successivi l'inversione del trend ha operato un deflusso dalla categoria pari a 2.630 milioni di euro. Analizzando più dettagliatamente il fenomeno, si osserva peraltro che alcune categorie continuano ad attrarre gli investitori: una raccolta positiva è stata difatti registrata dai fondi specializzati Pacifico (+884/821 senza fdf milioni di euro), paese (+158/invariato) e da quelli specializzati nei beni di consumo (+138/invariato); forti deflussi si sono invece registrati nei fondi azionari Italia (-1.497/invariato), nonostante il buon rendimento che questi prodotti hanno realizzato nel corso dell'anno.

Tra i fondi obbligazionari, le categorie che hanno sofferto maggiori deflussi sono quelle i cui investimenti sono stati prevalentemente effettuati in titoli euro governativi breve termine (-4.569/invariato milioni di euro) e medio lungo ter-

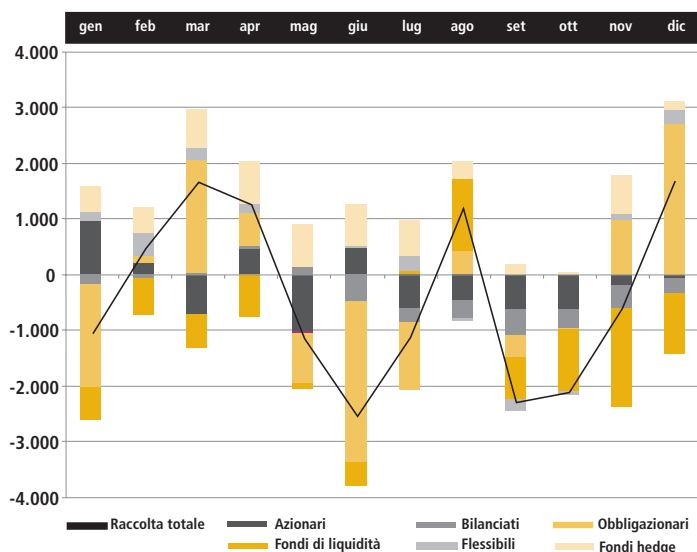


Fig 5 Evoluzione raccolta netta per categoria nel 2004

mine (-1.445/-1.006 senza fdf), nonché in titoli governativi di emittenti internazionali (-2.157/-2.125 senza fdf); diversamente da quanto il mercato si aspettava, la fiducia dei risparmiatori dopo gli scandali finanziari che hanno toccato le emissioni obbligazionarie di tipo corporate non ha influenzato i fondi specializzati in questo settore: al contrario, la raccolta di questi prodotti è risultata attiva, fenomeno che conferma il valore positivo della diversificazione dell'investimento, ottenibile attraverso l'acquisto di fondi comuni.

Il segno più accompagna anche i fondi obbligazionari misti (+3.090/+57 senza fdf), nel cui portafoglio sono detenuti in minima parte anche titoli azionari, i fondi obbligazionari flessibili (+1.589/invariato) ed i fondi obbligazionari altre specializzazioni (+1.788/+1.794 senza fdf).

Il deflusso dai fondi liquidità, costante nel primo semestre, ha subito un'inversione di tendenza nei mesi di luglio e agosto, per poi riprendere in maniera più accentuata nel corso degli ultimi mesi dell'anno, quando durante il solo ultimo quadrimestre si è concentrato il 72,6% dei deflussi complessivi di questa categoria.

Analizzando i dati per categoria, sulla base della tipologia giuridica, si osserva che i sottoscrittori dei fondi riservati, che hanno immesso nel sistema 1,8 miliardi di euro, hanno privilegiato nella scelta i fondi di tipo obbligazionario: questi hanno raccolto 958 milioni di euro, di cui 562 provenienti dai fondi obbligazionari flessibili, cioè da fondi privi dei limiti all'esposizione ai fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari.

La raccolta dei fondi roundtrip suddivisa per categoria, i cui dati non risultano influenzati in maniera significativa dai fondi di fondi, mostra una raccolta netta positiva dei fondi obbligazionari per 9.414 milioni di euro, dei fondi azionari per 3.502 milioni di euro, dei fondi di liquidità (+2.691) e dei fondi hedge; negativa, invece, è stata la raccolta dei fondi flessibili (-1.231) e dei fondi bilanciati (-426). I flussi per categoria dei fondi domiciliati in Italia mostrano, ad eccezione dei fondi flessibili e dei fondi hedge, una raccolta negativa costante.

Attraverso le qualificazioni introdotte con la revisione della classificazione nel luglio del 2003, è possibile osservare l'andamento dei fondi cosiddetti etici: nel corso del 2004 non sono stati introdotti nuovi fondi con queste caratteristiche, cosicché a fine anno risultavano operativi gli stessi 24 fondi rilevati nel 2003. Tuttavia, i risultati ottenuti in termini di raccolta sono incoraggianti: nel corso del 2004, l'incidenza di questa sul relativo patrimonio è stata del 45,3%. I sottoscrittori hanno infatti investito ben 656 milioni di euro, il doppio di quanto raccolto nell'anno precedente, facendo passare il patrimonio da 1.457 milioni di euro a 2.248 milioni di euro.

La raccolta positiva dei fondi etici, ottenuta seppur in presenza di dati di sistema negativi, sembra essere il segnale di un approccio maggiormente consa-

pevole da parte dei risparmiatori nell'acquisto di prodotti che, in un clima di incertezza, hanno nel valore etico il loro punto di forza.

L'andamento dei flussi di raccolta e il rendimento dei fondi hanno influenzato l'*asset allocation* dell'industria: la ripresa dei mercati finanziari ha infatti permesso ai fondi azionari di crescere anche in assenza di raccolta positiva. A fine 2004 il 46,5% dei fondi è di tipo obbligazionario; seguono i fondi azionari con il 22,6%, in crescita dello 0,3% rispetto al 2003; i fondi di liquidità con il 18%, in diminuzione di 2,5 punti percentuali; i fondi bilanciati con il 7,7%, la cui quota si è vista dimezzata negli ultimi cinque anni; i fondi flessibili e i fondi hedge con quote identiche e pari al 2,6% ciascuna, ma per i fondi hedge raddoppiate rispetto all'anno precedente.

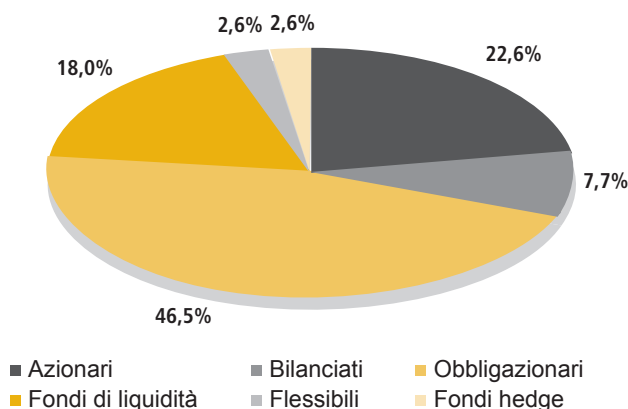


Fig 6 Asset allocation dei fondi promossi da gruppi italiani a fine 2004

Le caratteristiche del risparmio dei sottoscrittori italiani confluito nei prodotti di diritto estero, ma promossi da gruppi stranieri, mostrano tendenze completamente diverse da quelle appena evidenziate. I dati, aggiornati a settembre 2004, rappresentano gli operatori presenti sul mercato associati ad Assogestioni.

Il controvalore delle quote detenute da investitori italiani è cresciuto del 34,6% rispetto a quello rilevato l'anno precedente, grazie ad una raccolta positiva per oltre 6,3 miliardi di euro: questa ha portato il patrimonio detenuto dagli investitori italiani ad oltre 30,6 miliardi di euro.

Rispetto ai fondi promossi da intermediari italiani, i fondi esteri azionari hanno avuto nei primi tre trimestri del 2004 una raccolta positiva per 1.775 milioni di euro, doppia rispetto a quella registrata in tutto il 2003. Tutte le categorie, non solo quella dei fondi azionari, hanno registrato flussi positivi: nel dettaglio, i fondi obbligazionari +2.136 milioni di euro, i fondi di liquidità +461 milioni di euro, i fondi bilanciati +147 milioni di euro e i fondi flessibili + 107,7 milioni di euro.

Raccolta e patrimonio fondi promossi da gruppi esteri

A fine settembre 2004 l'*asset allocation* dei fondi esteri risulta essere simile a quella di fine 2003, con 30,6 miliardi di euro dedicati a questi prodotti così ripartiti: 42% in fondi azionari (42,1% nel 2002), 2,8% in fondi bilanciati (2,8% nel 2003), 38,6% in fondi obbligazionari (37,5% nel 2002), 15,8% in fondi di liquidità (16,8% nel 2002) e 0,7% in fondi flessibili (0,8% nel 2002). La categoria dei fondi azionari continua a rivestire un ruolo predominante, soprattutto se confrontata con quella dei fondi promossi da gruppi italiani che, si ricorda, rappresentano a fine dicembre 2004 il 22,6% dei fondi complessivi.

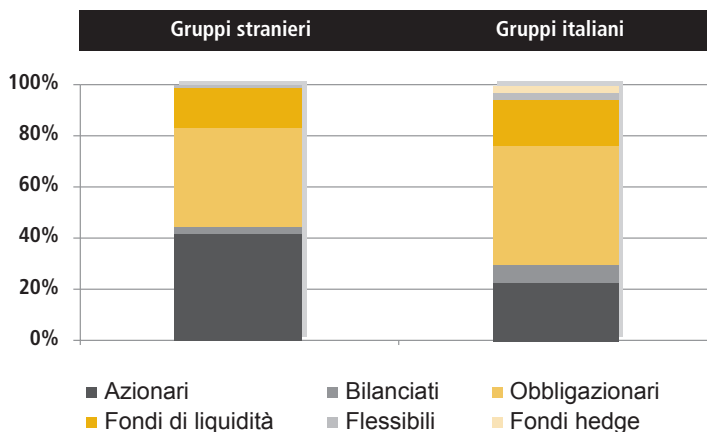


Fig 7 Asset allocation dei fondi promossi da gruppi stranieri e italiani

PROTAGONISTI. I GESTORI E LE SGR

Il numero di Società di gestione del risparmio, promosse da intermediari italiani e che offrono fondi comuni aperti, a fine 2004 ammonta 118 unità: di queste, 81 sono domiciliate in Italia e 54 offrono fondi armonizzati. Rispetto al 2003, il numero di società è sceso di un'unità: tuttavia, se si opera una suddivisione delle società di gestione sulla base della tipologia di prodotti offerti, è possibile osservare come il numero di quelle che offrono fondi aperti sia diminuito di quattro unità, passando da 97 a 93 società, mentre è aumentato quello delle società promotrici di fondi hedge e di fondi riservati; le prime passano infatti da 22 a 25 unità, mentre le seconde aumentano da 6 ad 8.

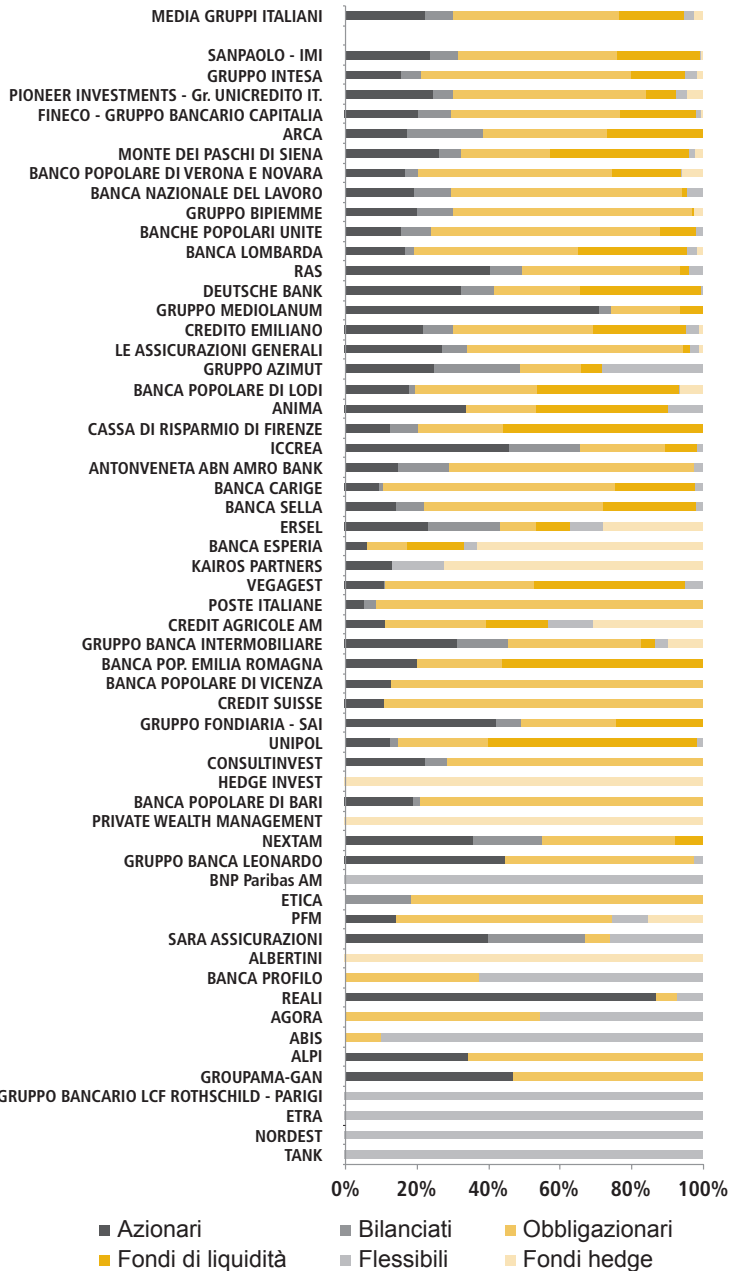
Anche le Sgr operative nel settore immobiliare sono aumentate: a fine 2004 sono presenti 14 società, tre in più rispetto al 2003, di cui dieci con un'attività esclusiva. Le società del settore previdenziale sono invece diminuite: il numero di quelle che hanno istituito fondi pensione aperti, che si ricorda non sono esclusivamente Sgr, diminuisce di tre unità, passando da 58 a 55.

I gruppi finanziari, attivi nella sola industria dei fondi comuni aperti, sono tornati ad aumentare dopo il calo registrato nel 2003: dei 57 gruppi operativi, quattro hanno fatto il loro ingresso nel 2004.

I primi tre gruppi finanziari controllano, con una quota pari al 49,1% (o al 48,8% escluse le duplicazioni derivanti dagli OICR collegati), quasi la metà del mercato, ma la concentrazione dell'industria è diminuita nel corso dell'anno di 2,8 punti percentuali. Questa contrazione conferma l'elevata competitività del settore, già evidenziata nel corso del 2003, che vede contrapposta la raccolta positiva di 35 gruppi finanziari (pari a 18,4 miliardi di euro) con quella negativa di 22 gruppi (-23 miliardi di euro); oltre alla raccolta, si rilevano ulteriori differenze tra i gruppi anche osservando le tipologie di fondi acquistati dai risparmiatori, laddove il peso dei prodotti con profilo di rischio-rendimento più elevato non è omogeneo.

Ulteriori diversità si riscontrano confrontando i dati di raccolta e di *asset allocation* dei gruppi italiani con quelli dei gruppi esteri operanti in Italia ed associati ad Assogestioni: in quest'ultimo caso, la raccolta dei fondi è stata complessivamente positiva ed il peso dei prodotti azionari risulta mediamente più elevato.

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), rappresentano fattori sempre più importanti per la crescita dei singoli gruppi, oltre che per quella dell'Industria del risparmio gestito.



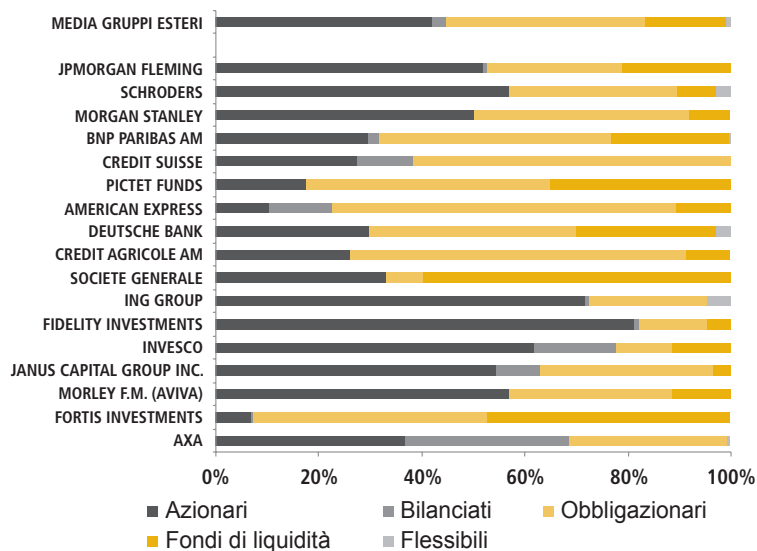


Fig 2 Gruppi stranieri: asset allocation

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, o immobiliare, ovvero nella promozione di fondi pensione aperti: queste infatti sono attive anche nell'ambito delle gestioni patrimoniali, grazie ai mandati di gestione ricevuti da parte della clientela retail ed istituzionale.

Il processo di ristrutturazione dei primi gruppi di gestione, con l'evidente finalità di creare unità produttive articolate e in grado di sfruttare forti economie di scala, emerge nella sua forza e nella sua complessità attraverso l'analisi delle masse in gestione, che permette di avere un quadro reale delle gestioni effettuate dai diversi gruppi; è importante infatti considerare come lo svolgimento dell'attività di promozione possa non essere legato ad una reale attività di gestione. I dati di seguito presentati, benchè non rappresentativi della totalità dei gruppi finanziari esistenti, permettono tuttavia di ottenere un quadro significativo dei principali attori operanti nell'industria del risparmio gestito; come è possibile notare dalla Tab 1, il posizionamento dei gruppi finanziari, quando si analizzano le masse complessivamente gestite, è diverso da quello che risulta dall'analisi della sola industria dei fondi comuni.

Le risorse complessivamente gestite dall'industria, risultanti dalla mappa del risparmio gestito, risultano a fine dicembre 2004 superiori a 915 miliardi di euro (775,4 al netto degli OICR di gruppo).

Un ruolo non marginale riveste l'attività di gestione patrimoniale: sono infatti 391,8 i miliardi di euro gestiti (258,5 al netto degli OICR di gruppo) dai 38 gruppi censiti; le gestioni patrimoniali in valori mobiliari e in fondi, effettuate per conto di clientela retail, ammontano a 154,8 miliardi di euro (64,4 al netto

degli OICR di gruppo), mentre quelle effettuate per conto della clientela istituzionale sono pari a 237 miliardi di euro (194,1 al netto degli OICR di gruppo). Particolarmente importanti sono i mandati del mondo assicurativo, aventi ad oggetto le Gestioni separate, pari a 100,2 miliardi di euro (98,4 al netto degli OICR di gruppo), mentre appaiono esigue le gestioni attinenti al risparmio previdenziale (12,2 miliardi di euro).

Va infine ricordato un importante fenomeno, che potrebbe determinare effetti significativi sulla struttura dell'offerta: si tratta di tutti quei prodotti che, presentandosi di fatto come prodotti di risparmio gestito, non ne possiedono tuttavia le caratteristiche di tutela del risparmiatore, quali la trasparenza sui costi, la regolamentazione delle attività di gestione discrezionale ed una precisa limitazione ai conflitti di interesse. Questo segmento dell'industria finanziaria sembra, da un lato, condurre una forma di concorrenza sleale nei confronti del risparmio gestito grazie all'aggiramento della riserva di attività e della relativa regolamentazione, dall'altro potrebbe minare il rapporto fiduciario che si è saldamente instaurato tra il risparmiatore e i prodotti di gestione collettiva ed individuale. La risposta a tale sfida sarà duplice: da una parte le autorità di vigilanza saranno tenute ad accogliere i ripetuti inviti dell'industria affinché si introducano normative omogenee per l'intero settore dell'offerta dei prodotti di investimento, dall'altra sarà 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					
	Raccolta fondi 2004*	Patrimonio totale in fondi*	Posizione del gruppo	Gestioni collettive e individuali lorde	Gestioni nettizzate dagli OICR di gruppo	Posizione del gruppo
SANPAOLO - IMI	-5.664	106.416	1	172.867	137.629	1
SANPAOLO ASSET MANAGEMENT	-7.306	67.545		112.781	99.455	
BANCA FIDEURAM	1.642	38.871		60.086	38.174	
GRUPPO INTESA	-8.489	79.395	2	109.315	92.244	2
UNICREDITO ITALIANO	478	78.122	3	124.117	91.410	3
LE ASSICURAZIONI GENERALI	583	9.455	16	85.712	84.357	4
FINECO - GRUPPO BANCARIO CAPITALIA	-337	32.540	4	43.337	35.300	5
ARCA	-484	26.427	5	35.421	35.078	6
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	-1.011	21.017	6	38.496	34.165	7
RAS	1.595	11.042	12	33.075	31.685	8
BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	238	16.838	7	33.610	29.043	9
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	-2.449	16.116	8	29.605	24.829	10
BANCHE POPOLARI UNITE	2.927	12.123	10	20.480	18.138	11
BANCA LOMBARDA	-68	11.640	11	20.775	16.876	12
GRUPPO MEDIOLANUM	609	10.883	14	22.632	16.626	13
DEUTSCHE BANK	-2.921	10.952	13	17.491	16.187	14
GRUPPO BPIEMME	516	12.486	9	17.569	15.378	15
CREDITO EMILIANO	-571	10.538	15	17.605	14.272	16
BANCA SELLA	120	4.233	24	8.783	8.150	17
GRUPPO AZIMUT	1.091	8.452	17	9.068	7.970	18
ANTONVENETA ABN AMRO BANK	927	4.555	22	8.281	7.714	19
BANCA POPOLARE DI LODI	-391	7.793	18	7.250	7.190	20
ANIMA	2.898	6.673	19	6.923	6.923	21
ICCREA	-104	4.684	21	5.333	5.204	22
ERSEL	154	4.175	25	7.036	5.082	23
CREDIT AGRICOLE AM	-173	1.938	30	5.953	4.725	24
GRUPPO BANCA INTERMOBILIARE	177	1.795	31	4.559	4.251	25
SYMPHONIA	138	989		2.316	2.282	
BANCA INTERMOBILIARE	39	805		2.243	1.969	
BANCA CARIGE	1.867	4.527	23	4.792	4.089	26
BANCA ESPERIA	1.194	2.931	26	5.837	3.958	27
KAIROS PARTNERS	604	2.884	27	4.367	3.172	28
VEGAGEST	570	2.413	28	3.651	3.025	29
BANCA POP. EMILIA ROMAGNA	114	1.189	32	3.218	2.947	30
ING GROUP	-	-		1.694	1.647	31
BANCA POPOLARE DI VICENZA	5	787	33	2.068	1.578	32
GRUPPO BANCA LEONARDO	8	224	42	1.259	1.163	33
MELIORBANCA	-	-		917	917	34
SARA ASSICURAZIONI	13	113	46	872	825	35
BANCA POPOLARE DI BARI	-12	374	39	708	699	36
GRUPPO FONDRIARIA - SAI	-4	684	35	649	646	37
PFM	-25	128	45	363	318	38
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	947	5.241	20	-	-	-
POSTE ITALIANE	194	2.186	29	-	-	-
CREDIT SUISSE	-204	703	34	-	-	-
UNIPOL	44	589	36	-	-	-
CONSULTINVEST	112	457	37	-	-	-
HEDGE INVEST	147	432	38	-	-	-
PRIVATE WEALTH MANAGEMENT	77	273	40	-	-	-
NEXTAM	57	245	41	-	-	-
BNP Paribas AM	5	160	43	-	-	-
ETICA	59	157	44	-	-	-
ALBERTINI	32	109	47	-	-	-
BANCA PROFILO	33	109	48	-	-	-
REALI	-25	68	49	-	-	-
AGORA	-0	29	50	-	-	-
ABIS	-41	25	51	-	-	-
ALPI	-8	21	52	-	-	-
GROUPAMA-GAN	5	18	53	-	-	-
GRUPPO BANCARIO LCF ROTHSCHILD - PARIGI	16	15	54	-	-	-
ETRA	-39	15	55	-	-	-
NORDEST	-0	14	56	-	-	-
TANK	8	8	57	-	-	-
EPTA LTD	-38	-		-	-	-
TOTALE	-4.633	537.420		915.685	775.410	

Tab 1 Gruppi finanziari:
attività di promozione di
fondi aperti e di gestione
collettiva e individuale

I BENCHMARK. ELEMENTI DI CONOSCENZA DEI FONDI

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 2004.

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	71.528,20	19,61%	473
BILANCIATI	31.654,10	8,68%	90
OBBLIGAZIONARI	168.002,66	46,05%	374
FONDI DI LIQUIDITÀ	85.526,77	23,44%	42
FLESSIBILI	8.134,08	2,23%	70
	364.845,81	100,00%	1049

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

Anche quest’anno i fondi italiani presentano una distribuzione del patrimonio particolarmente concentrata: infatti, più dell’80% dello stesso è detenuto da fondi che utilizzano gli indici di soli 4 *index provider* (J.P. Morgan, Merrill Lynch, MSCI e MTS SpA). La predominanza di fondi obbligazionari fa sì che tre di queste quattro società siano produttrici di indici obbligazionari.

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

Nel caso dei fondi azionari si rileva una notevole concentrazione del patrimonio in termini di *index provider*: infatti, oltre i tre quarti di questo vengono gestiti

1 Fondi italiani

1.1 I provider di indici

Tab 1 Macrocategoria di appartenenza dei fondi comuni italiani

Tab 2 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
J.P. MORGAN	126.624,53	34,71%
MERRILL LYNCH	76.509,06	20,97%
MSCI	57.918,08	15,87%
MTS SPA	42.132,92	11,55%
NESSUNO	8.869,26	2,43%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	7.573,82	2,08%
24 ORE - UNICREDITO	6.632,39	1,82%
ALTRO	6.622,67	1,82%
CITIGROUP	5.981,24	1,64%
BORSA ITALIANA SPA	5.363,49	1,47%
STANDARD & POOR'S	3.988,02	1,09%
STOXX LIMITED	3.561,34	0,98%
BLOOMBERG	3.476,93	0,95%
LEHMAN BROTHERS	2.642,91	0,72%
FTSE	2.589,41	0,71%
E. CAPITAL PARTNERS	1.712,90	0,47%
NON DISPONIBILE	753,59	0,21%
RUSSELL	548,77	0,15%
BORSE NON EUROPEE	497,50	0,14%
BORSE EUROPEE	373,38	0,10%
GOLDMAN SACHS	289,68	0,08%
DOW JONES	183,92	0,05%

con riferimento a tre società. Tra i primi 15 *index provider* sono presenti anche *provider* obbligazionari, a conferma della consuetudine da parte di questi fondi di indicare un *benchmark* composto anche con un indice di liquidità in luogo di un solo indice azionario.

Tab 3 Fondi comuni italiani Azionari

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	43.822,45	61,27%	347
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	6.693,78	9,36%	25
BORSA ITALIANA SPA	4.934,79	6,90%	46
STANDARD & POOR'S	3.865,92	5,40%	36
STOXX LIMITED	2.590,67	3,62%	25
FTSE	2.491,76	3,48%	15
MTS SPA	2.225,48	3,11%	169
MERRILL LYNCH	1.459,54	2,04%	109
J.P. MORGAN	823,72	1,15%	32
RUSSELL	548,77	0,77%	4
BORSE NON EUROPEE	466,82	0,65%	12
E. CAPITAL PARTNERS	404,81	0,57%	4
BORSE EUROPEE	373,38	0,52%	7
ALTRO	336,73	0,47%	11
CITIGROUP	175,14	0,24%	4
DOW JONES	123,44	0,17%	5
BLOOMBERG	99,55	0,14%	5
GOLDMAN SACHS	91,45	0,13%	1

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	11.382,73	35,96%	84
J.P. MORGAN	10.753,69	33,97%	57
MERRILL LYNCH	5.095,18	16,10%	46
MTS SPA	1.751,32	5,53%	27
CITIGROUP	637,74	2,01%	13
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	621,26	1,96%	9
BORSA ITALIANA SPA	382,74	1,21%	6
STOXX LIMITED	362,47	1,15%	10
24 ORE - UNICREDITO	331,55	1,05%	2
LEHMAN BROTHERS	107,09	0,34%	4
STANDARD & POOR'S	103,58	0,33%	3
FTSE	56,67	0,18%	1
BORSE NON EUROPEE	30,68	0,10%	2
BLOOMBERG	17,82	0,06%	1
E. CAPITAL PARTNERS	15,27	0,05%	2
DOW JONES	4,31	0,01%	1

Tab 4 Fondi comuni italiani
Bilanciati

Nei fondi bilanciati i *provider* principali, con aliquote alquanto simili, sono J.P. Morgan e MSCI; rispetto al 2003 il secondo ha visto lievemente incrementare il suo peso da 34,87% a 35,96%, passando dal secondo al primo posto.

Per i fondi obbligazionari e di liquidità quasi il 90% del patrimonio è appannaggio di tre *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	78.442,49	46,69%	215
MERRILL LYNCH	42.734,33	25,44%	223
MTS SPA	27.333,19	16,27%	109
24 ORE - UNICREDITO	6.300,83	3,75%	10
CITIGROUP	5.168,36	3,08%	30
MSCI	2.475,59	1,47%	29
LEHMAN BROTHERS	1.815,63	1,08%	19
E. CAPITAL PARTNERS	1.292,82	0,77%	10
NESSUNO	742,68	0,44%	3
NON DISPONIBILE	704,51	0,42%	4
STOXX LIMITED	385,79	0,23%	7
BLOOMBERG	223,06	0,13%	1
GOLDMAN SACHS	198,22	0,12%	5
DOW JONES	56,17	0,03%	5
FTSE	40,98	0,02%	1
ALTRO	39,01	0,02%	2
BORSA ITALIANA SPA	38,29	0,02%	3
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	10,70	0,01%	1

Tab 5 Fondi comuni italiani
Obbligazionari

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
J.P. MORGAN	36.600,85	42,79%	13
MERRILL LYNCH	27.155,11	31,75%	17
MTS SPA	10.677,90	12,48%	10
ALTRO	6.246,94	7,30%	1
BLOOMBERG	3.136,49	3,67%	1
NESSUNO	989,29	1,16%	1
LEHMAN BROTHERS	720,20	0,84%	2

Tab 6 Fondi comuni italiani di Liquidità

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
NESSUNO	7.137,29	87,75%	60
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	248,07	3,05%	2
MSCI	237,30	2,92%	6
STOXX LIMITED	222,41	2,73%	2
MTS SPA	145,04	1,78%	3
MERRILL LYNCH	64,91	0,80%	1
NON DISPONIBILE	49,08	0,60%	1
STANDARD & POOR'S	18,52	0,23%	1
BORSA ITALIANA SPA	7,67	0,09%	1
J.P. MORGAN	3,78	0,05%	1

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. Rispetto al 2003 l'indice più utilizzato, in termini di patrimonio gestito, è l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT, che prende il posto dello J.P. Morgan EMU 3m Cash Index. Lo stesso continua ad essere l'indice con il maggior numero di impieghi. Nelle tabelle seguenti sono riportate le stesse informazioni per ciascuna macrocategoria.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	27.128,91	7,44%	227	20,59
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	26.464,39	7,25%	19	50,26
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	25.159,60	6,90%	32	54,38
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	24.783,08	6,79%	38	28,95
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	23.195,15	6,36%	136	18,57
J.P. MORGAN GBI EMU	21.346,58	5,85%	63	62,78
MSCI EUROPE	17.258,34	4,73%	47	73,40
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	12.291,19	3,37%	24	67,08
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID				
3 MONTH CONSTANT MATURITY	11.226,98	3,08%	41	20,73
NESSUNO	8.869,26	2,43%	64	100,00
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	7.801,32	2,14%	5	88,00
EURIBOR 3 MESI	6.622,67	1,82%	14	16,43
MSCI WORLD	6.500,58	1,78%	80	61,98
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	6.385,92	1,75%	53	59,62
MSCI WORLD FREE	5.935,42	1,63%	47	55,00

Tab 8 I primi 15 indici

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
MSCI EUROPE	13.185,50	18,43%	33	90,15
INDICE COMIT GLOBALE R	4.944,56	6,91%	14	95,36
MSCI WORLD	3.411,66	4,77%	39	90,00
MSCI WORLD FREE	3.209,85	4,49%	19	89,74
S&P 500 INDEX	2.992,33	4,18%	19	88,16
MSCI EMF	2.336,67	3,27%	19	94,21
MIB R	2.283,38	3,19%	8	84,38
MSCI NORTH AMERICA	2.025,81	2,83%	10	91,50
MSCI USA	1.781,14	2,49%	8	84,06
MSCI PACIFIC FREE	1.578,86	2,21%	11	93,18
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	1.543,38	2,16%	126	9,56
MSCI JAPAN	1.531,28	2,14%	9	85,28
INDICE COMIT GLOBALE	1.472,41	2,06%	8	87,50
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	1.369,67	1,91%	9	92,22
MIBTEL	1.368,63	1,91%	14	87,50

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. A conferma della consuetudine di questi fondi di utilizzare un *benchmark* composto (azionario/liquidità), l'indice più utilizzato in termini di impieghi risulta essere l'Indice di Capitalizzazione Lordo MTS - "ex Banca d'Italia" - BOT, il quale però presenta un peso medio nel *benchmark* relativamente basso (9,56%). Rispetto allo scorso anno sono presenti anche indici dell'area del Pacifico con una percentuale del 4,35%.

Per i fondi bilanciati, dei primi 15 *benchmark*, 9 sono obbligazionari e 6 sono azionari. Il J.P. Morgan GBI EMU risulta essere primo, in termini di patrimonio, sia fra tutti i primi 15 indici che fra quelli obbligazionari. L'indice più utilizzato

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU	5.829,89	18,42%	20	42,50
MSCI EUROPE	2.974,31	9,40%	11	38,64
MSCI WORLD	2.891,15	9,13%	30	41,67
MSCI WORLD FREE	2.538,66	8,02%	23	35,65
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	2.201,14	6,95%	9	42,78
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	2.005,94	6,34%	19	35,26
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	1.287,97	4,07%	3	33,33
MSCI WORLD ex EUROPE	1.196,59	3,78%	4	22,50
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	880,05	2,78%	6	35,83
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 6 MONTH CONSTANT MATURITY	754,34	2,38%	2	70,00
MSCI EMU	555,40	1,75%	3	26,67
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO" 510,03	510,03	1,61%	3	30,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	465,51	1,47%	10	15,00
MSCI ITALY	457,93	1,45%	2	15,00
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	391,87	1,24%	6	44,17

Tab 10 Fondi comuni italiani
Bilanciati

Tab 11 Fondi comuni italiani
Obbligazionari

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	24.928,09	14,84%	29	57,41
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	16.389,46	9,76%	77	33,77
J.P. MORGAN GBI EMU	15.306,54	9,11%	42	73,21
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	13.537,73	8,06%	15	49,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX 1-3 yrs	11.991,21	7,14%	21	67,62
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	6.625,14	3,94%	15	21,33
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	5.148,53	3,06%	2	95,00
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	4.807,69	2,86%	4	65,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	4.360,29	2,60%	33	75,00
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	4.177,31	2,49%	8	81,88
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	3.833,34	2,28%	10	34,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO VARIABILE"	3.643,80	2,17%	1	100,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	3.116,71	1,86%	18	73,33
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO FISSO - GENERALE"	3.041,61	1,81%	2	90,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	2.846,57	1,69%	42	20,36

tra quelli azionari è l'indice MSCI Europe, che vede passare il proprio peso dal 6,47% del 2003 al 9,40% del 2004, prendendo così il posto dello MSCI World. Il J.P. Morgan GBI EMU 1-3 yr è l'indice più utilizzato dai fondi obbligazionari in termini di patrimonio, subito seguito dall'indice MTS-BOT, che lascia la quarta posizione del 2003 mentre rimane sempre il primo in termini di impieghi. Dalla Tab 11 risulta che il 73,66% del patrimonio obbligazionario è rappresentato dai primi 15 indici, tutti obbligazionari e calcolati dai seguenti *index provider*: J.P. Morgan, MTS SpA, Merrill Lynch e 24-Ore Unicredit. Le tre precedenti macrocategorie di fondi presentano una certa concentrazione del patrimonio attorno ad un unico indice, anche se quella dei fondi azionari è molto più elevata.

Tab 12 Fondi comuni italiani
di Liquidità

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	19.148,67	22,39%	5	92,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	19.012,33	22,23%	9	97,78
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	12.921,08	15,11%	2	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	8.857,18	10,36%	6	100,00
EURIBOR 3 MESI	6.246,94	7,30%	1	100,00
MERRILL LYNCH EURO CURRENCY LIBID 3 MONTH CONSTANT MATURITY	4.167,33	4,87%	3	100,00
BLOOMBERG/EFAS EURO CASH INDICES - LIBOR RETURN 3M	3.136,49	3,67%	1	100,00
J.P. MORGAN EMU 12M CASH INDEX	2.405,95	2,81%	1	100,00
MERRILL LYNCH ITALY GOVERNMENT BILL	2.082,22	2,43%	2	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	1.820,72	2,13%	4	100,00
MERRILL LYNCH EURO LIBOR 3 M COSTANT MATURITY	1.706,04	1,99%	1	100,00
J.P. MORGAN EMU 6M CASH INDEX	1.010,12	1,18%	2	100,00
NESSUNO	989,29	1,16%	1	100,00
J.P. MORGAN GLOBAL 3M CASH INDEX	836,79	0,98%	1	40,00
LEHMAN BROTHERS EURO FLOATING RATE NOTES	720,20	0,84%	2	10,00

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
NESSUNO	7.137,29	87,75%	60	100,00
INDICE COMIT GLOBAL + R	239,24	2,94%	1	70,00
MORGAN STANLEY WORLD BOND INDEX	183,01	2,25%	2	47,50
DOW JONES EURO STOXX LARGE (Eurozone)	120,55	1,48%	1	65,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS "TASSO MONETARIO"	102,53	1,26%	1	30,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	101,86	1,25%	1	55,00
MERRILL LYNCH PAN EUROPE GOVERNMENT BOND INDEX 1-3 yrs - hedged into euro	64,91	0,80%	1	35,00
NON DISPONIBILE	49,08	0,60%	1	100,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	42,50	0,52%	2	25,00
MSCI WORLD	35,23	0,43%	2	55,00
S&P 500 INDEX	18,52	0,23%	1	10,00
MORGAN STANLEY EMERGING MARKET BOND INDEX	9,80	0,12%	1	5,00
MSCI EM	9,26	0,11%	1	5,00
INDICE COMIT GLOBALE R	8,83	0,11%	1	70,00
MIB 30	7,67	0,09%	1	70,00

fondi di liquidità presentano una distribuzione molto concentrata riguardo l'adozione degli indici, in quanto i primi 4 rappresentano più del 70% del patrimonio totale di questi fondi.

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

1.3 L'asset allocation

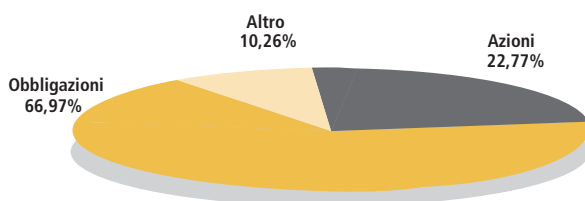


Fig 1 Portafoglio effettivo

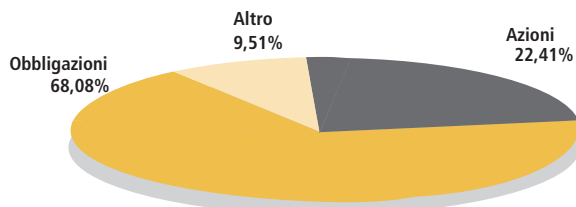


Fig 2 Benchmark

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

La Fig 3 (distribuzione per continenti) illustra come si distribuiscono gli investimenti degli indici azionari tra i diversi continenti.

Anche per il 2004, più della metà del patrimonio viene investito in Europa:

1.3.1 Indici azionari distribuzione geografica

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. Rispetto al 2003 l'investimento in azioni Italia subisce un incremento, passando dal 12,71% al 18,97%, a svantaggio dell'investimento in azioni area euro (ex Italia), che passa dal 25,62% del 2003 al 20,03% del 2004 e in azioni Europa (ex Euro) che passa da 16,95% del 2003 al 16,73% del 2004.

Il 97% dei capitali investiti in America si riferisce ad azioni Nord America. Diminuisce l'investimento in azioni giapponesi, mentre aumenta di quasi 2 punti percentuali quello in azioni area Pacifico (ex Giappone), che rappresentano quasi il 40% del volume patrimoniale diretto verso l'Asia ed il 5,18% di quello complessivo.

Fig 3 Distribuzione per continenti

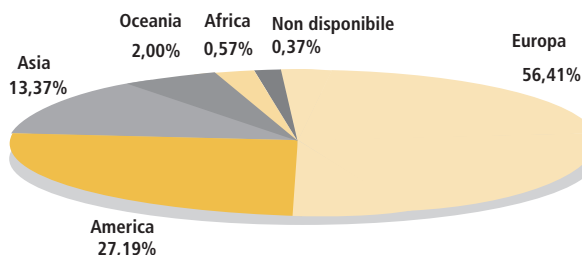
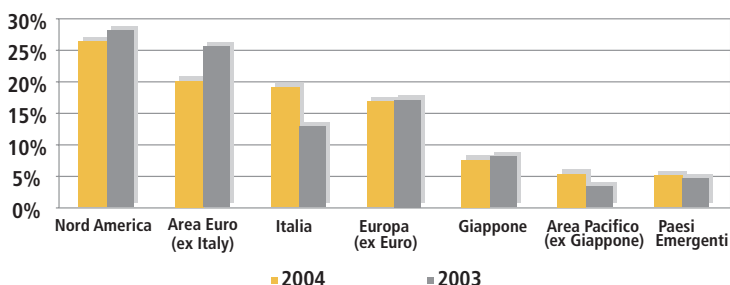


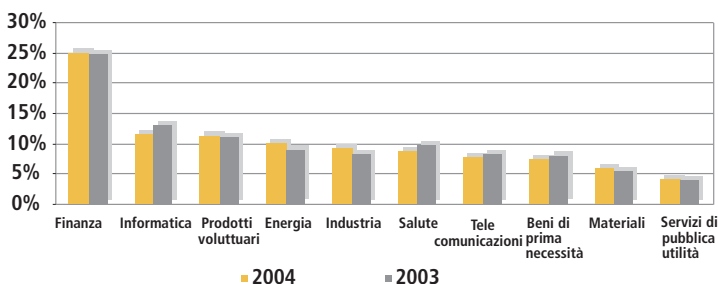
Fig 4 Distribuzione per mercati



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, mentre il resto 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 2003, a parte una diminuzione di quasi 2 punti percentuali dell'investimento in titoli emessi da governi, a favore di quelli emessi dalle Imprese.

La Fig 6 mostra come gli emittenti obbligazionari siano 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

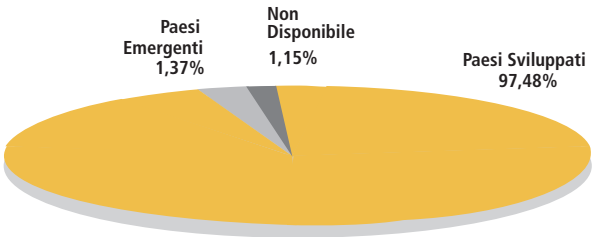


Fig 6 Distribuzione per Paese dell'Emittente

La Fig 7 evidenzia il peso nettamente prevalente degli emittenti sovrani (86,66%), 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).

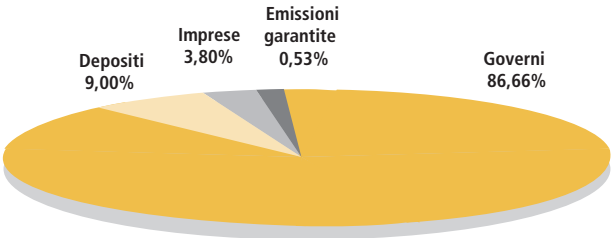


Fig 7 Distribuzione per Emittente

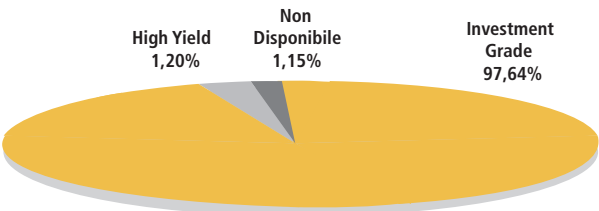


Fig 8 Distribuzione per Merito di credito

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 67,86% del patrimonio è relativo a titoli di "breve termine".

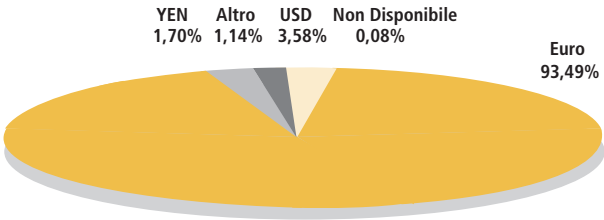


Fig 9 Distribuzione per Valuta

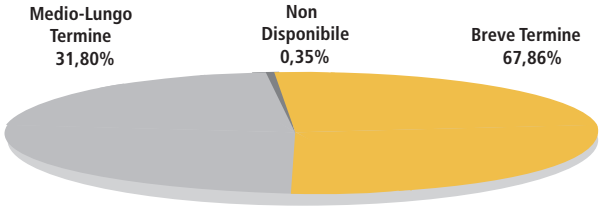


Fig 10 Distribuzione per durata dell'emissione

2 I Fondi Esteri gestiti da intermediari esteri

Il campione su cui si basa l'analisi presentata di seguito è rappresentato da 2.273 fondi comuni di diritto estero promossi da intermediari stranieri associati ad Assogestioni (Tab 14).

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N° Classi
AZIONARI	12.849,50	42,00%	1.370
BILANCIATI	865,53	2,83%	92
OBBLIGAZIONARI	11.813,29	38,62%	629
FONDI DI LIQUIDITÀ	4.842,55	15,83%	141
FLESSIBILI	220,46	0,72%	41
	30.591,33	100,00%	2.273

Tab 14 Macrocategoria di appartenenza dei fondi esteri

Il patrimonio dei fondi considerati è pari a circa l'8,4% del patrimonio dei fondi italiani, pur essendo essi in numero superiore. I fondi azionari superano quelli obbligazionari sia in termini di patrimonio che di numero di fondi, a differenza di quanto avviene per i fondi italiani. Inoltre i fondi di liquidità rappresentano solo il 15,83% rispetto al 23,44% del mondo italiano.

Nella tabella seguente sono riportati i *provider* ordinati in base al patrimonio dei fondi che ne utilizzano gli indici.

Diversamente da quanto visto per i fondi italiani, il patrimonio dei fondi esteri appare meno concentrato (Tab15). Infatti i tre quarti del suo volume si distribuiscono fra sette *provider*: tre di questi sono prevalentemente produttori di in-

2.1 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	6.767,62	22,12%
CITIGROUP	3.642,21	11,91%
J.P. MORGAN	3.449,37	11,28%
ALTRO	2.907,81	9,51%
LEHMAN BROTHERS	2.245,00	7,34%
STANDARD & POOR'S	2.140,59	7,00%
BORSE EUROPEE	1.973,67	6,45%
NON DISPONIBILE	1.971,13	6,44%
BORSE NON EUROPEE	1.474,33	4,82%
MERRILL LYNCH	953,46	3,12%
FTSE	867,26	2,83%
STOXX LIMITED	568,08	1,86%
BORSA ITALIANA SPA	394,64	1,29%
RUSSELL	389,83	1,27%
HSBC	263,08	0,86%
BLOOMBERG	178,26	0,58%
UBS WARBURG	150,66	0,49%
NESSUNO	98,35	0,32%
NOMURA	64,46	0,21%
GOLDMAN SACHS	43,95	0,14%
MICROPAL	32,46	0,11%
DOW JONES	13,26	0,04%
PICTET	1,87	0,01%

Tab 15 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
MSCI	5.499,26	42,80%	679
STANDARD & POOR'S	2.139,24	16,65%	138
BORSE NON EUROPEE	1.473,76	11,47%	148
FTSE	863,79	6,72%	73
STOXX LIMITED	564,19	4,39%	61
NON DISPONIBILE	432,58	3,37%	34
BORSA ITALIANA SPA	394,64	3,07%	17
RUSSELL	389,83	3,03%	69
CITIGROUP	289,84	2,26%	12
HSBC	262,84	2,05%	39
ALTRO	256,95	2,00%	45
BORSE EUROPEE	144,69	1,13%	60
NOMURA	64,46	0,50%	17
MICROPAL	32,46	0,25%	13
J.P. MORGAN	27,56	0,21%	3
DOW JONES	13,26	0,10%	12
NESSUNO	0,14	0,00%	5

Tab 16 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri azionari

Tab 17 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri di liquidità

dici azionari e detengono poco più del 35% del patrimonio totale; altri tre producono indici obbligazionari, e detengono poco più del 30% del patrimonio totale; infine alla voce "altro" vanno imputati, oltre ai tassi del mercato monetario, anche i cosiddetti indici customizzati (indici personalizzati sulla base delle indicazioni del gestore).

La distribuzione dei *provider* in termini di patrimonio per la macrocategoria "azionari" risulta essere meno concentrata attorno ad un'unica società, sia rispetto a quanto visto per i fondi italiani sia rispetto al 2003. Infatti, il patrimonio gestito dal più importante *index provider* è inferiore di 18 punti percentuali a quello visto per i fondi italiani e di 8 punti rispetto all'anno precedente.

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	1.360,21	28,09%	45
CITIGROUP	1.105,61	22,83%	27
NON DISPONIBILE	1.052,14	21,73%	18
BORSE EUROPEE	978,08	20,20%	47
MERRILL LYNCH	262,61	5,42%	3
J.P. MORGAN	83,90	1,73%	1

L'intero 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 5 *provider*, il primo dei quali è riconducibile alla categoria residuale "altro". In particolare, quasi il 50% dei 1.360,21 milioni di euro attribuiti a questa voce si riferisce all'EURIBOR 3m.

Tab 18 Fondi esteri gestiti da intermediari esteri bilanciati

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi
ALTRO	421,74	48,73%	44
NON DISPONIBILE	179,19	20,70%	5
J.P. MORGAN	126,09	14,57%	61
MSCI	113,14	13,07%	93
CITIGROUP	20,25	2,34%	12
FTSE	3,47	0,40%	1
LEHMAN BROTHERS	1,24	0,14%	1
BORSE EUROPEE	0,42	0,05%	12

Quasi la metà del patrimonio dei fondi bilanciati risulta essere attribuita alla categoria residuale "altro", il cui peso percentuale si ripartisce fra il gruppo degli indici customizzati (39,36%), l'EURIBOR (5,03%), l'EURIBOR 3m (2,47%) e l'EONIA (1,87%).

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 2003 lo S&P 500 ha preso il posto del J.P. Morgan GBI EMU quale indice più utilizzato in termini di patrimonio. Confrontando le Tab 8 e 19 si può

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
NON DISPONIBILE	1.971,13	6,44%	86	100,00
S&P 500 INDEX	1.921,58	6,28%	97	100,00
J.P. MORGAN GBI EMU	1.870,71	6,12%	44	54,09
MSCI EUROPE	1.770,77	5,79%	124	89,09
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-3 yrs	1.073,12	3,51%	12	100,00
MSCI WORLD	939,99	3,07%	103	82,03
MSCI EMU	931,53	3,05%	43	75,12
EURIBOR 3 MESI	605,77	1,98%	27	66,30
LEHMAN BROTHERS EURO AGGREGATE	596,39	1,95%	13	100,00
TOPIX	575,83	1,88%	27	100,00
FED FUNDS	555,37	1,82%	10	100,00
EURIBOR	547,59	1,79%	6	67,50
LEHMAN BROTHERS CORPORATE EURO AGGREGATE	527,30	1,72%	23	95,65
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	512,94	1,68%	40	63,75
LONDON INTER-BANK BID RATE (LIBID) EURO 7 days	511,15	1,67%	1	100,00

Tab 19 I primi 15 indici

vedere come, tra i primi 15 indici più utilizzati, i fondi esteri abbiano più indici azionari, con pesi percentuali anche più elevati.

Più del 70% del patrimonio azionario estero è rappresentato dai primi 15 indici riportati nella Tab 20, fra cui non compare alcun indice obbligazionario, al contrario di quanto avviene per i fondi italiani. Il S&P 500 continua ad essere l'indice più utilizzato in termini di patrimonio, mentre il MSCI Europe lo è in termini di impieghi. Gli indici dell'area del Pacifico vedono incrementare il loro peso dal 7,17% del 2003 al 8,7% del 2004.

Indice	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	Impieghi	Peso
S&P 500 INDEX	1.920,23	14,94%	96	100,00
MSCI EUROPE	1.684,15	13,11%	102	100,00
MSCI WORLD	907,30	7,06%	74	98,92
MSCI EMU	900,27	7,01%	29	96,55
TOPIX	575,83	4,48%	27	100,00
NON DISPONIBILE	432,58	3,37%	34	100,00
MIBTEL	377,35	2,94%	11	100,00
MSCI EMF	327,78	2,55%	40	100,00
FTSE EUROPE	319,17	2,48%	6	100,00
JAPAN TSE 1st SECTION	314,26	2,45%	21	100,00
FTSE WORLD EUROPE	302,26	2,35%	2	100,00
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	298,37	2,32%	25	96,80
CITIGROUP EURO VALUE	284,85	2,22%	8	100,00
RUSSELL 2000	233,00	1,81%	31	100,00
MSCI AC FAR EAST FREE ex JAPAN	228,07	1,77%	50	96,00

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, nonché la ripartizione ottenuta rielaborando le informazioni sui *benchmark* adottati.

2.3 L'asset allocation

Entrambe le distribuzioni rilevano una certa diminuzione del peso delle obbligazioni rispetto all'anno scorso: infatti, nel primo caso si ha un decremento di 5,6 punti percentuali, mentre nel secondo di 4. Sommando le voci "altro" e "obbligazioni" possiamo confrontare le Fig 11 e 12 e notare che rispetto al 2003 c'è un leggero disallineamento tra quanto mostrato dai *benchmark* prescelti dai gestori e la composizione del portafoglio dei fondi.

42 | 4

Fig 11 Portafoglio effettivo

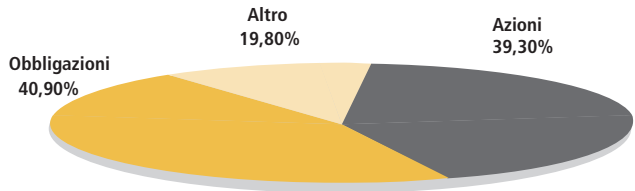
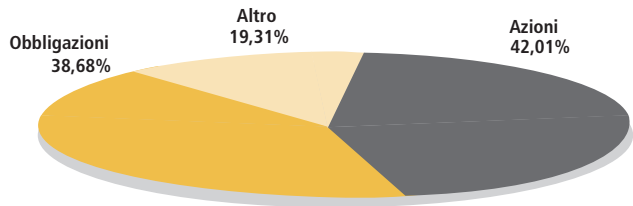


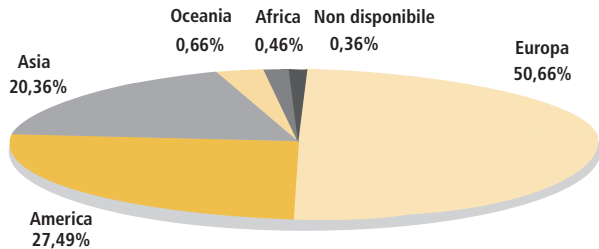
Fig 12 Benchmark



2.3.1 Indici azionari

Le Fig 13 e 14 mostrano un incremento rispetto al 2003 dell'investimento in Asia (dal 16,14% del 2003 al 20,36% del 2004), corrispondente nel dettaglio alla crescita delle azioni area Pacifico (ex Giappone) e delle azioni Giappone. Di contro si ha un abbassamento di quasi 4 punti percentuali dell'investimento in America, in particolare delle azioni Nord America, il cui peso diviene inferiore a quello delle azioni area Euro (ex Italia). In Europa l'investimento rimane pressoché stabile, anche se nel dettaglio si può notare come decresca quello in azioni Europa (ex Euro) e azioni area Euro (ex Italia), a vantaggio di quello in azioni Italia che passa dal 3,84% del 2003 al 6,37% del 2004.

Fig 13 Distribuzione per continente



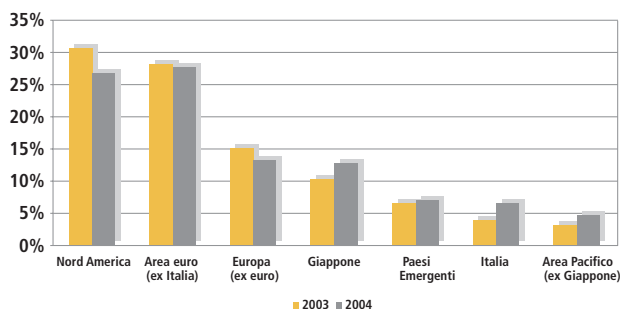


Fig 14 Distribuzione per mercati

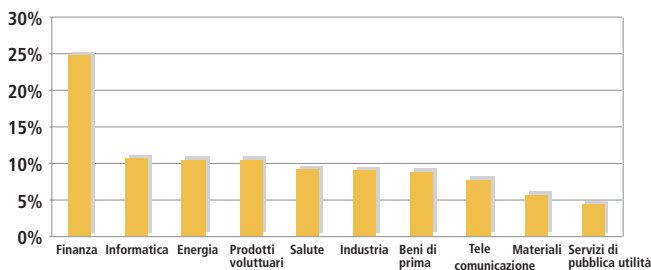


Fig 15 Distribuzione per settore economico

In confronto a quelli italiani, questa tipologia di fondi presenta un maggiore investimento in azioni area Euro (ex Italy) e azioni paesi emergenti. Con riferimento alla distribuzione per settore economico, anche per i fondi esteri più del 24% del patrimonio viene investito in titoli emessi da società operanti nel settore “finanza”.

Anche nel 2004 continua a scendere l’investimento in paesi emergenti, pur rimanendo sempre superiore a quello dei fondi italiani. I titoli presenti nel portafoglio dei fondi esteri sono prevalentemente emessi da

2.3.2 Indici obbligazionari

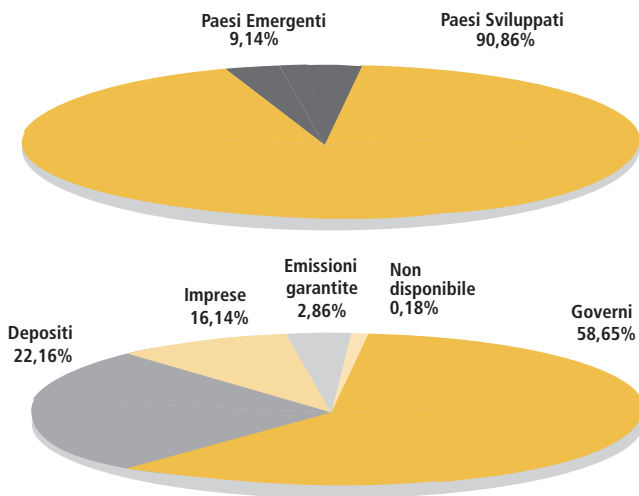


Fig 16 Distribuzione per paese dell'emittente

Fig 17 Distribuzione per emittente

Fig 18 Distribuzione per merito di credito

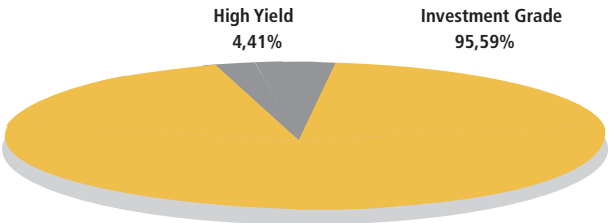


Fig 19 Distribuzione per valuta

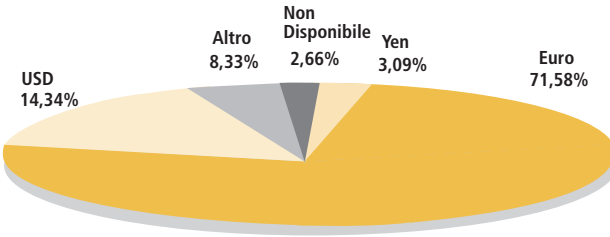
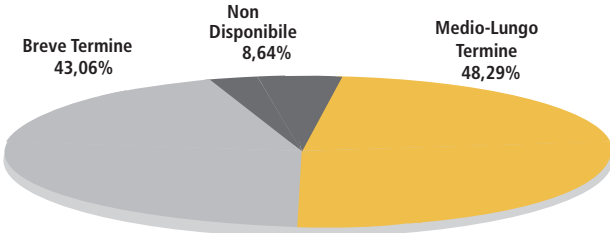


Fig 20 Distribuzione per durata dell'emissione



emittenti sovrani, ma aumenta anche il peso dei depositi, che passano dal 18,7% del 2003 al 22,2% del 2004. È possibile individuare alcune differenze nel paragonare questi titoli a quelli presenti nei fondi di diritto italiano: nello specifico, si evidenzia che sale il peso delle valute diverse dall'euro e che la scadenza predominante è quella di medio-lungo periodo.

3 I Fondi esteri gestiti da intermediari appartenenti a gruppi italiani

L'ultima parte dell'analisi si concentra sui 1.201 fondi comuni di diritto estero promossi da intermediari italiani, in cui sono inclusi anche i fondi lussemburghesi storici. Il campione ha un patrimonio pari a quasi il 37% di quello dei fondi di diritto italiano, con cui condivide la prevalente appartenenza alla macrocategoria obbligazionaria.

Tab 21 Macrocategoria di appartenenza dei fondi

Macrocategoria	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale	N°Classi
AZIONARI	41.620,23	31,07%	662
BILANCIATI	3.675,95	2,74%	57
OBBLIGAZIONARI	71.904,41	53,67%	422
FONDI DI LIQUIDITÀ	12.837,33	9,58%	28
FLESSIBILI	3.927,89	2,93%	32
TOTALE	133.965,81	100,00%	1.201

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 proprio peso di quasi 4 punti percentuali rispetto al 2002. Questo risulta anche essere il primo in termini di patrimonio sia per i fondi azionari (77,57%) che per quelli bilanciati (31,99%), mentre J.P. Morgan lo è per i fondi obbligazionari (30,97%) e per quelli di liquidità (73,56%).

3.1 I provider di indici

Provider	Patrimonio (mln di euro)	Percentuale
MSCI	33.608,35	25,09%
J.P. MORGAN	32.911,11	24,57%
24 ORE - UNICREDITO	14.815,22	11,06%
NON DISPONIBILE	11.594,13	8,65%
MTS SPA	10.805,52	8,07%
CITIGROUP	10.183,59	7,60%
NESSUNO	6.254,82	4,67%
MERRILL LYNCH	4.385,94	3,27%
STANDARD & POOR'S	2.139,31	1,60%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	1.427,65	1,07%
ALTRO	1.202,95	0,90%
RUSSELL	1.201,58	0,90%
BORSA ITALIANA SPA	1.157,10	0,86%
STOXX LIMITED	873,92	0,65%
BORSE EUROPEE	771,53	0,58%
LEHMAN BROTHERS	335,67	0,25%
GOLDMAN SACHS	86,62	0,06%
CSFB	83,29	0,06%
BORSE NON EUROPEE	56,36	0,04%
FTSE	47,87	0,04%
BLOOMBERG	12,33	0,01%
E. CAPITAL PARTNERS	10,75	0,01%

Tab 22 I provider di indici

La Tab 23 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	13.184,51	9,84%	30	65,67
NON DISPONIBILE	11.594,13	8,65%	106	100,00
MSCI EUROPE	8.953,08	6,68%	74	71,04
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	8.276,44	6,18%	51	32,55
J.P. MORGAN EMU 3M CASH INDEX	8.025,54	5,99%	15	37,00
NESSUNO	6.254,82	4,67%	33	100,00
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 1-5 yr	6.055,84	4,52%	5	68,00
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	5.066,62	3,78%	2	100,00
J.P. MORGAN GBI EMU 1-3 yr	3.031,03	2,26%	15	76,67
J.P. MORGAN GBI EMU 5 + yr	3.008,82	2,25%	3	100,00
MSCI NORTH AMERICA	2.632,31	1,96%	15	100,00
MSCI USA	2.609,15	1,95%	3	100,00
MSCI PAN - EURO	2.154,33	1,61%	2	100,00
S&P 500 INDEX	1.973,96	1,47%	28	80,61
CITIGROUP EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI) 5-10 yr	1.956,49	1,46%	2	100,00

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 il 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*. Le Fig 21 e 22 mostrano un portafoglio molto simile a quello visto per i fondi di diritto italiano, sebbene la quantità di azioni sia superiore.

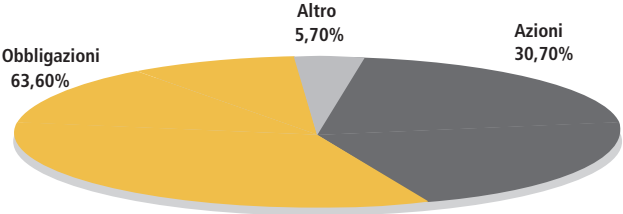


Fig 21 Portafoglio effettivo

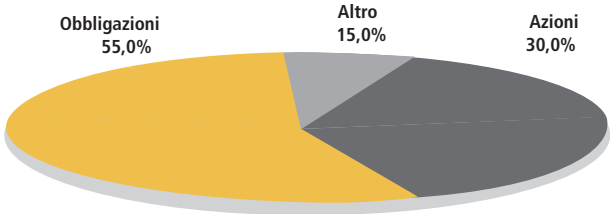


Fig 22 Benchmark

3.3.1 Indici azionari

Nel 2004 questa tipologia di fondi, come quella italiana, vede aumentare l'investimento in Europa ed in particolar modo in azioni italiane, mentre vede diminuire notevolmente quello in azioni Giappone a vantaggio delle azioni area Pacifico (ex Giappone).

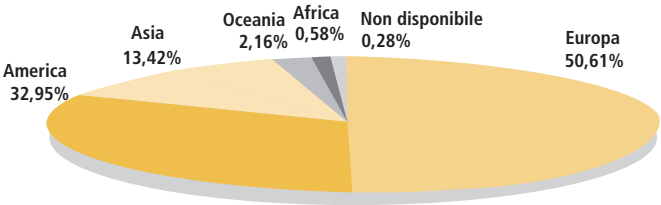


Fig 23 Distribuzione per continenti

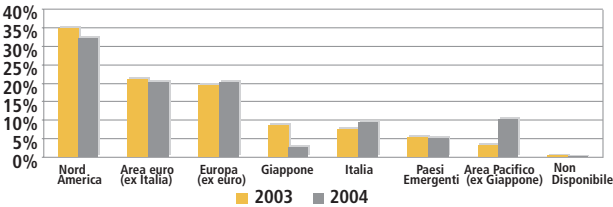


Fig 24 Distribuzione per mercati

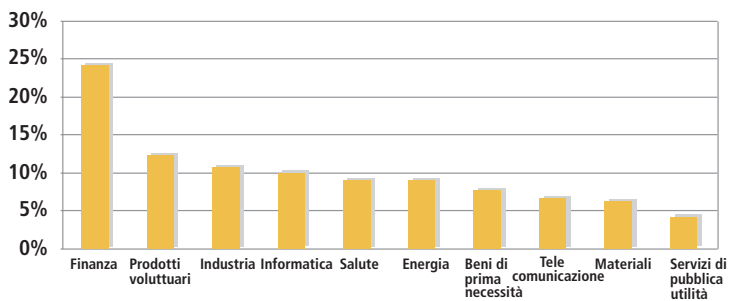


Fig 25 Distribuzione per settore economico

Le Fig successive mostrano come tutte le distribuzioni risultanti dall'analisi di *asset allocation* degli indici obbligazionari si avvicinano maggiormente a quelle viste per i fondi italiani.

3.3.2 Indici obbligazionari

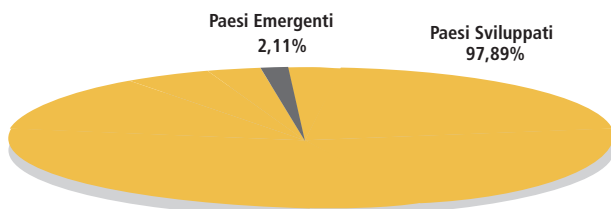


Fig 26 Distribuzione per paese

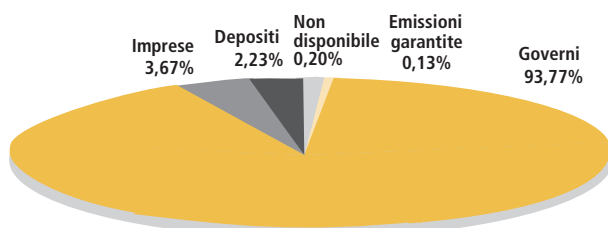


Fig 27 Distribuzione per emittente

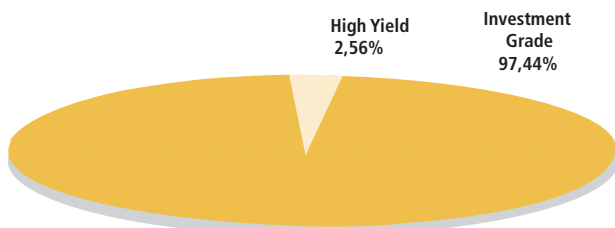


Fig 28 Distribuzione per merito di credito

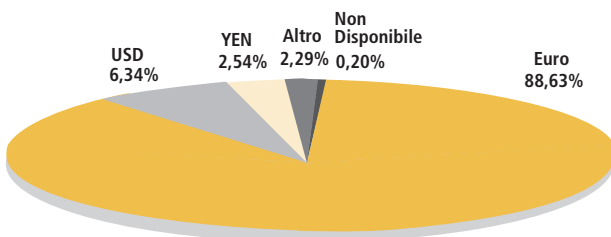
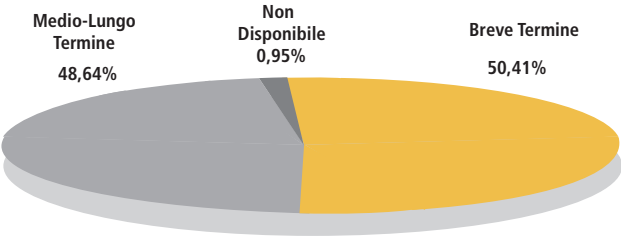


Fig 29 Distribuzione per valuta

Fig 30 Distribuzione per durata dell'emissione



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 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/

Tab 24 Siti web dei principali index provider

SERVIZI E COSTI DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

L'analisi svolta da Assogestioni illustra le principali caratteristiche dei fondi comuni di investimento armonizzati italiani, ovvero le modalità di sottoscrizione e rimborso più diffuse, le tipologie di servizi, accessori alla gestione, offerti alla clientela. L'analisi offre inoltre una sintesi dei principali oneri posti a carico dei sottoscrittori e dei fondi. L'indagine, che si riferisce ad un campione di fondi corrispondente al 99,5% del totale (99,9% del patrimonio), è stata realizzata esaminando i prospetti informativi dei fondi in vigore al 31 dicembre 2004.

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

Si segnala che alcuni dati relativi alla serie storica del 2003 sono stati aggiornati rispetto all'edizione dello scorso anno.

I fondi comuni di investimento si acquistano, generalmente, prendendo contatto con uno dei soggetti incaricati del collocamento, sottoscrivendo un apposito modulo e versando il relativo importo. Esistono due modalità di sottoscrizione delle quote: il versamento in un'unica soluzione dell'importo che si vuole investire (PIC, Piano di Investimento del Capitale), oppure l'adesione tramite Piani di Accumulo del Capitale (PAC). Di seguito vengono evidenziate più in dettaglio le peculiarità proprie di queste due forme di partecipazione.

La sottoscrizione mediante versamento in un'unica soluzione dell'importo che si desidera investire (PIC), è possibile a condizione che si versi un ammontare minimo iniziale non inferiore a quello definito nel prospetto informativo dei fondi. Le società di gestione, infatti, sostengono dei costi, anche amministrativi, per la gestione delle risorse loro affidate, perciò sono disposte ad accettare importi non inferiori ad un minimo stabilito.

Nella maggioranza dei casi, poi, nel prospetto informativo è anche indicato l'ammontare minimo di eventuali sottoscrizioni successive alla prima.

In generale, i fondi comuni di investimento si caratterizzano per una soglia di ingresso contenuta: ciò consente di parteciparvi anche ad investitori che dispon-

1 Fondi armonizzati italiani

1.1 Modalità di sottoscrizione delle quote

1.2 Sottoscrizione mediante versamento in un'unica soluzione: Piano di Investimento del Capitale (PIC)

gono di mezzi finanziari di modesta entità. Dall'analisi dei dati raccolti, è emerso che il versamento iniziale richiesto va da un minimo corrispondente ad una quota del fondo (purché non inferiore all'ammontare dei diritti fissi), fino ad un massimo di 10 milioni di euro, con una media semplice di 17.154 euro e una media ponderata di 8.813 euro.

Se si escludono i fondi che prevedono un importo minimo di sottoscrizione iniziale superiore a 25.000 euro (il 2,1% del totale), gli importi medi si riducono considerevolmente, passando ad una media semplice di 1.162 euro e ad una media ponderata di 679 euro. Confrontando tali valori con gli importi minimi mediamente richiesti negli anni precedenti, si osserva, rispetto al 2002, una riduzione dell'importo di 56 euro, mentre rispetto al 2003 un incremento di 29 euro. Le medie ponderate, invece, sono diminuite, precisamente di 251 euro dal 2002 al 2004 e di 81 euro dal 2003 al 2004.

Sempre riferendosi ai fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione fino a 25.000 euro è possibile riscontrare come i fondi obbligazionari siano quelli con soglia di ingresso più bassa (1.036 euro), mentre i fondi flessibili siano quelli con soglia di ingresso più elevata (2.246 euro) (cfr. Tab 1).

Macrocategoria	Media semplice			Media ponderata		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
AZIONARI	1.059	1.124	1.219	761	829	978
BILANCIATI	1.291	1.241	1.328	704	751	868
OBBLIGAZIONARI	1.036	1.052	1.143	632	703	755
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.440	1.547	1.685	602	804	1.336
FLESSIBILI	2.246	1.306	1.257	1.414	1.020	1.022

Tab 1 Versamenti iniziali medi per macrocategoria (in euro)

In generale, per tutte le macrocategorie, ad eccezione di quella dei fondi bilanciati e di quella dei fondi flessibili, nel corso dell'ultimo anno la soglia di ingresso si è ridotta. La riduzione maggiore è stata quella fatta registrare dai fondi di liquidità. All'opposto, l'incremento maggiore è stato riportato da parte dei fondi flessibili.

Nell'esaminare la Tab 2, è possibile notare come nel corso del 2004 siano aumentati i fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione entro i 500 euro, che passano dal 59,3% del totale nel 2003 (74,4% in termini ponderati) al 63,4% del totale alla fine del 2004 (79,3% in termini ponderati). Sostanzialmente stabile rimane invece la percentuale di fondi che richiedono importi di sottoscrizione entro i 2.500 euro (94,9% del totale, 93,6% del patrimonio). La percentuale di fondi che richiedono importi di sottoscrizione superiori a 25.000 euro, infine, si è innalzata arrivando al 2,1% del totale (3,4% del patrimonio).

Come anticipato, molti fondi specificano anche l'importo minimo per le sottoscrizioni successive alla prima. Tale importo, mediamente inferiore rispetto al versa-

Classi Importi	in % sul totale			in % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
fino a 500 euro	63,4%	59,3%	52,1%	79,3%	74,4%	66,0%
tra 500 e 1500 euro	13,3%	16,6%	21,0%	8,0%	13,3%	19,5%
tra 1500 e 2500 euro	18,2%	18,9%	21,4%	6,3%	6,4%	9,4%
tra 2500 e 5000 euro	1,2%	2,4%	2,9%	1,0%	1,1%	2,9%
tra 5000 e 25000 euro	1,8%	1,2%	1,0%	2,0%	2,4%	0,3%
oltre 25000 euro	2,1%	1,3%	1,1%	3,4%	2,4%	1,8%
n.d.	0,0%	0,2%	0,5%	0,0%	0,1%	0,1%

Tab 2 Versamenti iniziali minimi per classi di importi

mento minimo iniziale, ma incrementato di 49 euro rispetto al corrispondente importo richiesto al termine del 2003, è pari a 770 euro (530 euro in termini ponderati), con un minimo equivalente ad una quota e un massimo di 50.000 euro.

La sottoscrizione di quote mediante l'adesione a Piani di Accumulo di Capitale (PAC) è una modalità alternativa all'investimento in un'unica soluzione. Essa si basa sull'impegno, assunto dall'investitore, a versare periodicamente (mensilmente, trimestralmente, semestralmente o annualmente), per un certo intervallo di tempo, degli importi contenuti, consentendo un accesso progressivo all'investimento in fondi, senza l'immediato impiego di cospicue somme di denaro. Tale modalità di sottoscrizione è consentita dall'85,2% dei fondi (82,7% del totale). Ci sono ovviamente delle differenze tra macrocategorie (cfr. Tab 3): come evidenziato nella tabella, infatti, tale modalità di sottoscrizione è ammessa da oltre il 90% dei fondi azionari e da meno del 60% dei fondi di liquidità. Queste diverse percentuali sono giustificate innanzitutto dal differente orizzonte temporale di investimento tipico dei fondi considerati (di lungo periodo i fondi azionari, di breve i fondi di liquidità), in secondo luogo dalla logica di riduzione dei rischi sottostante l'adesione tramite PAC. Infatti, sottoscrivere fondi tramite PAC comporta la limitazione del rischio di ricerca del *market timing*, ossia del momento di ingresso nel mercato.

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
AZIONARI	91,8%	90,2%	92,6%	93,7%	91,8%	96,0%
BILANCIATI	84,1%	80,0%	86,4%	94,1%	90,6%	96,4%
OBBLIGAZIONARI	83,2%	87,1%	88,5%	87,9%	90,5%	93,7%
FONDI DI LIQUIDITÀ	57,9%	60,0%	51,3%	58,9%	58,0%	51,7%
FLESSIBILI	67,2%	71,7%	77,6%	78,5%	81,3%	78,4%

Tab 3 PAC per macrocategorie

Solitamente, quando il sottoscrittore desidera investire in fondi, prende contatto diretto con i soggetti incaricati del collocamento; ultimamente, tuttavia, stanno aumentando i fondi che possono essere sottoscritti anche tramite canali

1.3 Sottoscrizione mediante versamenti periodici: Piano di Accumulo di Capitale (PAC)

1.4 Sottoscrizioni a distanza

1.5 Operazioni successive alla sottoscrizione

alternativi, ossia attraverso tecniche di comunicazione a distanza (Internet, telefono). Sono molte, infatti, le Sgr che attivano dei servizi online, ossia servizi che consentono all'investitore, identificato univocamente attraverso codici e password, di impartire istruzioni di sottoscrizione, nonché di rimborso e/o passaggio tra fondi. Al termine del 2004 possono essere sottoscritti a distanza il 71,1% dei fondi italiani (corrispondenti all'82,6% del patrimonio).

Dopo aver sottoscritto un fondo, il partecipante può compiere altre operazioni, come ad esempio effettuare versamenti successivi nello stesso fondo o richiedere di spostare il suo investimento in altri fondi della stessa società (switch), cioè ottenere il rimborso delle quote del fondo a cui partecipa e contestualmente la sottoscrizione di quote di un altro fondo nel quale vuole accedere. In genere tali operazioni sono possibili a condizioni economiche agevolate: infatti, più del 65% dei fondi ammette facilitazioni, che consistono principalmente nel beneficio di accumulo, nel beneficio di reinvestimento, nella dichiarazione di intenti e negli switch agevolati.

Di seguito viene fornita una descrizione sintetica di tali facilitazioni.

Il beneficio di accumulo interessa tipicamente i fondi gravati da commissioni di ingresso a scaglioni (cfr. oltre): esso 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 voglia rientrare in possesso del capitale investito, può chiedere il rimborso delle quote sottoscritte in qualsiasi momento, senza necessità di fornire alcun preavviso, rivolgendosi ai soggetti collocatori e impartendo loro istruzioni di rimborso.

La richiesta di rimborso può essere totale (e riguardare quindi l'intero capitale

sottoscritto) o parziale. Molti fondi (l'87,6% del totale, corrispondenti al 95,9% del patrimonio) consentono di rientrare in possesso del capitale investito attraverso piani programmati di disinvestimento, tramite i quali l'investitore può definire a priori di essere rimborsato, a scadenze individuate, o di un certo numero di quote o di un importo definito. I piani programmati di disinvestimento sono previsti da più del 75% dei fondi flessibili e da poco meno del 90% dei fondi azionari.

Oltre all'implicito servizio di gestione del risparmio, sono sempre di più i fondi che offrono alla clientela dei servizi aggiuntivi. Essi costituiscono più del 39% del totale dei fondi e più del 59% del patrimonio.

I servizi che nella maggior parte dei casi vengono offerti 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, disinvestendo al contrario parte delle quote del fondo possedute per ripristinare la giacenza qualora essa risulti inferiore a quella stabilita. In particolare, offrono genericamente dei servizi il 50% dei fondi di liquidità, il 42,9% dei fondi azionari, il 39,2% dei fondi obbligazionari, il 34,1% dei fondi bilanciati e il 20,3% dei fondi flessibili.

Prevedibilmente, 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.

Per beneficiare del servizio di gestione prestato dalla Sgr e per consentire a quest'ultima di coprire i suoi costi organizzativi, relativi alla struttura preposta all'analisi e alle scelte di investimento, nonché i costi delle reti distributive, che svolgono servizi di consulenza e assistenza alla vendita, il sottoscrittore dei fondi di investimento sostiene degli oneri.

Questi possono essere diretti (quindi imputabili direttamente al sottoscrittore) o indiretti (quindi imputabili direttamente al fondo e indirettamente al sottoscrittore).

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 pub-

1.7 Servizi offerti

I

5 | 53

1.8 Oneri a carico del sottoscrittore e del fondo

1.9 Oneri a carico del sottoscrittore

blico 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.

Nel prosieguo saranno analizzate le principali tipologie di costi diretti e indiretti che gravano sul sottoscrittore e sul fondo, ma è opportuno precisare che i risultati evidenziati non tengono conto del fatto che più del 92% dei fondi 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. Ciò significa che, in molti casi, i costi che effettivamente i sottoscrittori sostengono partecipando ai fondi sono inferiori ai costi medi presentati.

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

Tali costi hanno le seguenti caratteristiche: sono diretti, perché imputabili al sottoscrittore; non ricorrenti, perché si sostengono in un momento preciso (entrata o uscita dal fondo); ed eventuali, perché non tutti i fondi li prevedono. Nel corso dell'ultimo anno la percentuale dei fondi *no load*, ossia dei fondi che non richiedono alcuna commissione, né di ingresso, né di uscita, è aumentata, passando dal 33,7% del totale nel 2003 al 38,7% nel 2004 (64,4% del patrimonio).

Nella Tab 4 è mostrata l'evoluzione temporale, negli ultimi 3 anni, delle percentuali di fondi *no load* distinti per macrocategorie, dove appare evidente un incremento della presenza dei fondi *no load* in tutte le macrocategorie; inoltre, è possibile notare le differenze esistenti tra macrocategorie, per cui se da un lato più dell'84% dei fondi di liquidità non pratica commissioni, dall'altro meno di un terzo dei fondi azionari fa altrettanto.

Macrocategoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
AZIONARI	29,5%	24,4%	21,4%	35,2%	37,1%	23,8%
BILANCIATI	39,0%	31,8%	39,8%	58,4%	52,2%	56,1%
OBBLIGAZIONARI	46,0%	41,5%	41,2%	67,4%	67,2%	59,5%
FONDI DI LIQUIDITÀ	84,2%	82,5%	84,6%	89,2%	90,6%	95,9%
FLESSIBILI	35,9%	32,1%	34,7%	34,2%	42,3%	30,2%

Tab 4 % fondi no load

La teoria economica spiega la maggiore propensione dei fondi di liquidità ad essere di tipo *no load* rispetto alle altre categorie di fondi, considerando la liquidabilità degli investimenti del fondo connessa sia alla permanenza media

dei sottoscrittori nei fondi stessi, sia 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. 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 che richiedono il pagamento di commissioni, i cosiddetti fondi *load* (cfr. Tab 5), è possibile verificare che le tipologie di costi maggiormente applicate sono nell'ordine: la commissione di entrata (77,3% del totale dei fondi *load*, 80,4% del patrimonio dei fondi *load*); la commissione a scelta (17,1% del totale; 15% del patrimonio); la commissione di uscita (5,6% del totale; 4,6% del patrimonio).

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
Commissione di entrata	77,3%	70,6%	70,7%	80,4%	75,6%	77,0%
Commissione a scelta	17,1%	19,1%	16,6%	15,0%	16,7%	9,1%
Commissione di uscita	5,6%	10,3%	12,8%	4,6%	7,8%	13,9%

Tab 5 Tipologie commissionali dei fondi *load*

Nel caso di commissione a scelta, il sottoscrittore può scegliere generalmente tra due modalità alternative di prelievo.

Nel corso degli ultimi 3 anni si è incrementata la percentuale di fondi *load* che applicano commissioni di entrata: essi passano dal costituire poco meno del 71% del totale dei fondi *load* nel 2003 fino a rappresentare più del 77% del totale dei fondi *load* nel 2004.

All'opposto, è diminuito il numero di fondi che praticano commissioni di uscita (dal 10,3% al 5,6% del totale dei fondi *load*) e dei fondi che praticano commissioni a scelta (dal 19,1% al 17,1%).

1.10 Commissioni di entrata

Tab 6 Tipologie commissioni di entrata

Passando ad esaminare le commissioni di entrata, ossia quelle sostenute all'atto della sottoscrizione del fondo, appare evidente come le stesse possano essere prelevate con modalità differenti.

Infatti, considerando anche i casi in cui le commissioni di entrata rappresentano un'alternativa alla commissione di uscita (nel caso cioè di commissione a scelta), dall'esame dei prospetti informativi dei fondi è stato possibile distinguere le seguenti modalità di prelievo (cfr. Tab 6):

Tipologia commissionale	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
CE % a scaglioni	66,1%	70,4%	77,3%	84,5%	85,9%	94,5%
% fissa (scaglione unico)	33,4%	28,7%	21,9%	15,4%	13,8%	5,4%
Importo fisso (Una tantum)	0,5%	0,7%	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%
Importo fisso a scaglioni	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%

1. Commissione di entrata a scaglioni, attraverso il pagamento di aliquote percentuali decrescenti al crescere del patrimonio investito, praticata dal 66,1% dei fondi *load* (84,5% del patrimonio);
2. Commissione fissa a scaglione unico, attraverso il pagamento di un'aliquota percentuale fissa indipendente dal patrimonio investito, prevista dal 33,4% dei fondi *load* (15,4% del patrimonio);
3. Commissione "una tantum", attraverso il pagamento di un importo fisso, indipendente dal patrimonio investito, richiesta dallo 0,5% dei fondi *load* (0,1% del patrimonio).

Dall'analisi dei dati contenuti nella tabella, è possibile evidenziare come nel corso degli anni sia aumentata la quota di fondi che prevedono l'applicazione di un'aliquota fissa, indipendentemente dall'importo sottoscritto. Tale modalità di prelievo passa dall'essere adottata dal 28,7% dei fondi *load* nel 2003, al 33,4% nel 2004.

Nella Tab 7 è simulata una stima dei costi di ingresso, attraverso la quale sono state determinate le commissioni di entrata medie percentuali per macrocategorie di fondi e per importi crescenti di sottoscrizioni. In pratica, si è cercato di stimare il costo medio che un investitore sarebbe tenuto a sostenere nell'ipotesi di versamento di 5.000, 30.000, 180.000 e 300.000 euro in fondi con commissione d'entrata a scaglione o commissione fissa a scaglione unico.

Tab 7 Commissioni di entrata medie per importi sottoscritti e macrocategorie

Importi in euro	Media semplice				Media ponderata			
	5.000	30.000	180.000	300.000	5.000	30.000	180.000	300.000
AZIONARI	3,27	2,67	1,79	1,48	3,23	2,72	1,81	1,55
BILANCIATI	2,58	2,06	1,36	1,16	2,33	1,93	1,38	1,20
OBBLIGAZIONARI	2,06	1,66	1,17	1,05	1,76	1,52	1,16	1,08
FONDI DI LIQUIDITÀ	1,65	1,65	1,65	1,65	1,02	1,02	1,02	1,02
FLESSIBILI	2,99	2,58	2,02	1,81	3,17	2,92	2,33	2,09

Le commissioni di entrata sono decrescenti al crescere dell'importo investito per tutte le macrocategorie ad eccezione dei fondi di liquidità, mentre le commissioni di ingresso sono mediamente più elevate per i fondi azionari e flessibili rispetto a quelle applicate dai fondi di liquidità e obbligazionari. I fondi di liquidità fanno eccezione alla regola generale in quanto, a fine 2004, tutti i fondi appartenenti a questa categoria applicano delle commissioni fisse a scaglione unico. È noto inoltre che il range minimo - massimo tra commissioni medie si riduce all'aumentare dell'importo investito: infatti, se per un investimento di 5.000 euro lo scarto è dell'1,62%, per un investimento di 300.000 lo scarto è dello 0,76%.

Le commissioni di uscita si presentano in una sola modalità, ossia col prelievo di un'aliquota decrescente all'aumentare del periodo di permanenza nel fondo (cosiddette 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 5,6% dei fondi *load* (e sono previste quale alternativa all'applicazione di commissioni di entrata da un restante 17,1% 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) (cfr. Tab 8). In sintesi, aliquote maggiori si rilevano per i fondi bilanciati e azionari, mentre sono più basse per quelli flessibili e di liquidità; inoltre, quanto più è lungo il periodo per cui si detiene un fondo, tanto minore è il costo di uscita che si sostiene.

Mesi di permanenza	Media semplice				Media ponderata			
	12	24	36	48	12	24	36	48
AZIONARI	3,08	2,22	1,21	0,14	2,71	1,92	1,02	0,13
BILANCIATI	3,13	2,29	1,29	0,08	2,72	1,96	1,13	0,01
OBBLIGAZIONARI	2,95	2,09	1,16	0,10	2,80	1,98	1,11	0,01
FONDI DI LIQUIDITÀ	3,00	2,00	1,00	0,00	3,00	2,00	1,00	0,00
FLESSIBILI	2,58	1,83	1,08	0,11	2,96	2,23	1,54	0,01

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 direttamente 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, ecc.). Rispetto allo scorso anno la commissione di gestione media è lievemente diminuita, passando dall'1,49% del 2003 (1,1% in termini ponderati) all'1,48% del 2004

(1,1% in termini ponderati), con un minimo di 0 ed un massimo di 3,65%. Nella Tab 9 vengono indicate le commissioni di gestione medie per categorie di fondi; in esso, a causa dell'introduzione del nuovo sistema di classificazione dei fondi Asso-gestioni, in vigore dal 1° luglio 2003, alcune categorie non risultano confrontabili, perciò non è possibile ricostruire l'intera serie storica del 2002. Come evidenziato in tabella, quasi tutte le macrocategorie non hanno subito rilevanti variazioni: infatti, quella dei fondi azionari è rimasta sostanzialmente immutata mentre, se si eccettua quella dei fondi bilanciati, tutte le altre sono mediamente diminuite.

Categoria	Media semplice			Media ponderata		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
AZIONARI	1,84	1,84	1,81	1,85	1,85	1,79
Azionari Italia	1,75	1,73	1,71	1,82	1,80	1,75
Azionari area euro	1,71	1,71	1,65	1,74	1,76	1,71
Azionari Europa	1,81	1,80	1,76	1,83	1,83	1,78
Azionari America	1,79	1,78	1,76	1,85	1,85	1,81
Azionari Pacifico	1,79	1,79	1,76	1,83	1,84	1,79
Azionari paesi emergenti	1,94	1,94	1,93	1,95	1,95	1,93
Azionari paese	2,31	2,31	2,45	2,32	2,41	2,59
Azionari internazionali	1,86	1,86	1,82	1,87	1,85	1,79
Azionari energia e materie prime	1,91	1,91		1,93	1,92	
Azionari industria	1,90	1,90		1,90	1,90	
Azionari beni di consumo	1,91	1,91		1,94	1,93	
Azionari salute	1,97	1,95		1,98	1,97	
Azionari finanza	1,89	1,89		1,93	1,93	
Azionari informatica	1,94	1,94		1,94	1,95	
Azionari servizi di telecomunicazione	1,82	1,82		1,80	1,80	
Azionari servizi di pubblica utilità	1,90	1,87		1,90	1,88	
Azionari altri settori	1,94	1,95		1,88	1,88	
Azionari altre specializzazioni	1,88	1,86	1,88	1,81	1,82	1,75
BILANCIATI	1,58	1,55	1,54	1,55	1,54	1,54
Bilanciati azionari	1,87	1,89	1,94	1,96	1,97	1,99
Bilanciati	1,61	1,55	1,52	1,61	1,58	1,56
Bilanciati obbligazionari	1,36	1,40	1,40	1,40	1,42	1,43
OBBLIGAZIONARI	1,05	1,07	1,06	0,93	0,93	0,92
Obbligazionari euro governativi breve termine	0,77	0,81		0,78	0,78	
Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine	1,03	1,03		1,00	0,99	
Obbligazionari euro corporate investment grade	1,14	1,21		1,03	1,02	
Obbligazionari euro high yield	1,43	1,43		1,37	1,39	
Obbligazionari dollaro governativi breve termine	0,81	0,81		0,67	0,69	
Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine	1,13	1,13		1,11	1,13	
Obbligazionari dollaro corporate investment grade	1,10	1,10		1,10	1,10	
Obbligazionari internazionali governativi	1,11	1,12		1,09	1,10	
Obbligazionari internazionali corporate investment grade	0,91	1,21		0,98	1,11	
Obbligazionari internazionali high yield	1,10	1,10		1,10	1,10	
Obbligazionari yen	1,11	1,18		0,99	1,11	
Obbligazionari paesi emergenti	1,38	1,43		1,27	1,30	
Obbligazionari altre specializzazioni	1,14	1,16		1,05	1,17	
Obbligazionari misti	1,16	1,17		1,15	1,15	
Obbligazionari flessibili	1,11	1,13		1,06	1,09	
FONDI DI LIQUIDITÀ	0,59	0,61	0,56	0,61	0,63	0,57
Fondi di liquidità area euro	0,57	0,59	0,56	0,61	0,63	0,57
Fondi di liquidità area dollaro	1,08	1,25		1,08	1,25	
FLESSIBILI	1,62	1,70	1,67	1,59	1,63	1,67

Tab 9

Commissioni
di gestione medie
per categorie

Rispetto alle singole categorie, la maggiore riduzione è fatta registrare dagli obbligazionari internazionali corporate investment grade, che passano da una commissione di gestione media dell'1,21% del 2003 ad una commissione di gestione media dello 0,91%. Il maggiore aumento si ha, invece, per i fondi Bilanciati bilanciati che passano dall'1,55% all'1,61% del 2004.

Come immaginabile, 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 (1,62% media semplice, 1,59% media ponderata), dai fondi bilanciati (1,58% media semplice, 1,55% media ponderata), dai fondi obbligazionari (1,05% media semplice, 0,93% media ponderata) e dai fondi di liquidità (0,59% media semplice, 0,61% media ponderata).

Tra gli azionari, le maggiori commissioni sono richieste dai fondi Azionari Paese (2,31%) e, più in generale, dai fondi specializzati nei vari settori industriali, che hanno quasi tutti commissioni superiori alla media. Le minori commissioni, invece, sono richieste dai fondi "azionari area euro" (1,71%).

Tra gli obbligazionari, le maggiori commissioni sono richieste dai fondi Obbligazionari euro high yield (1,43%) ed in generale dai fondi specializzati in investimenti corporate e in paesi emergenti. Le minori commissioni sono invece richieste dai fondi Obbligazionari dollaro governativi breve termine (0,81%).

Questa politica di pricing trova giustificazione nella necessità di remunerare il maggior lavoro della Sgr nella selezione dei titoli, più adatti a partecipare al portafoglio di fondi per natura più rischiosi, rispetto a fondi strutturalmente più conservativi.

La commissione di incentivo è il compenso pagato alla Sgr direttamente dal fondo e indirettamente dal sottoscrittore, per remunerare la capacità del gestore di ottenere rendimenti superiori ad un parametro di riferimento definito. Rispetto allo scorso anno, la percentuale di fondi che la richiede è diminuita passando al 71,6% del totale (48,5% del patrimonio), rispetto al 72,1% del 2003 (48,8% del patrimonio). Nella Tab 10 sono evidenziate le percentuali di fondi distinti per macrocategoria che la richiedono: in particolare, mentre è richiesta dall'87% dei fondi azionari (90,5% del patrimonio), essa è adottata da solo il 10,5% dei fondi di liquidità (3,2% del patrimonio).

2.2 Commissione di incentivo

Categoria	In % sul totale			In % sul patrimonio		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002
AZIONARI	87,0%	87,7%	81,9%	90,5%	90,0%	86,2%
BILANCIATI	67,1%	76,5%	75,0%	74,4%	80,4%	76,2%
OBBLIGAZIONARI	56,9%	56,2%	53,5%	45,9%	49,7%	53,1%
FONDI DI LIQUIDITÀ	10,5%	10,0%	17,9%	3,2%	1,8%	7,1%
FLESSIBILI	84,4%	79,2%	87,8%	87,6%	93,4%	94,8%

Tab 10 Commissioni di incentivo per macrocategorie

I parametri maggiormente utilizzati sono, nell'ordine:

1. il *benchmark* del fondo indicato nel prospetto informativo, ossia il parametro individuato per qualificare il profilo di rischio / rendimento del fondo (61,2% del totale, 75,3% del patrimonio);
2. altri indici di mercato non coincidenti con il *benchmark* del fondo (12,8% del totale, 8,2% del patrimonio);
3. indici Fideuram rappresentanti le medie di categoria (10,2% del totale, 7% del patrimonio);
4. tassi euribor incrementati di diversi punti percentuali (7,1% del totale, 3,5% del patrimonio);
5. la quota del fondo di determinati periodi precedenti (6,8% del totale, 4,9% del patrimonio);
6. indici rappresentativi dei titoli di Stato (1,7% del totale, 0,9% del patrimonio);
7. indici ISTAT incrementati di diversi punti percentuali (0,2% del totale, 0,2% del patrimonio).

Per quanto riguarda le 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*, secondo un calendario prefissato; in altri il raffronto viene effettuato con il metodo dell'*High Water Mark* o considerando anche il caso in cui il fondo non è riuscito a battere l'indice di riferimento.

2.3 Compenso della banca depositaria

La banca depositaria ha il compito di custodire il patrimonio del fondo e di eseguire le 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 per le commissioni di entrata, anche le commissioni di banca depositaria possono essere calcolate in modi differenti: in particolare, esse possono consistere in aliquote fisse indipendenti dal patrimonio del fondo, o in aliquote decrescenti al crescere del patrimonio del fondo, così come in importi fissi indipendenti 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 (63,1% dei fondi);
2. aliquote % decrescenti al crescere del patrimonio (commissione a scaglioni) (29,9% dei fondi);

3. importi fissi indipendentemente dal patrimonio del fondo (4,1% del totale);
4. importi fissi crescenti all'aumentare del patrimonio (0,3% del totale).

Per il 2,6% 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 percentuale fissa indipendente dal patrimonio del fondo, è pari allo 0,11% su base annua.

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 cosiddetti 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.

Ancora più importante 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
del 2001**

I

6 65

6 **Provvedimento della Banca d'Italia del 31 dicembre 2002**

In ambito nazionale l'inizio dell'anno è stato segnato dalla pubblicazione da parte della Banca d'Italia del Provvedimento che detta le condizioni e le modalità per l'offerta in Italia di OICR esteri non armonizzati (e cioè non rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie 85/611 e 88/220). Con questo nuovo provvedimento viene resa più agevole rispetto al passato la commercializzazione in Italia di OICR non armonizzati, aumentando così la competizione con i prodotti domestici.

7 **ETF**

L'attenzione dei regolatori si è poi concentrata sugli OICR aperti indicizzati: Borsa Italiana SpA ha approvato l'istituzione di un nuovo segmento, denominato MTF, che consente la quotazione e la negoziazione di OICR chiusi e OICR aperti indicizzati tra cui gli ETF. Gli ETF sono fondi comuni d'investimento che si caratterizzano rispetto a quelli ordinari per (a) la politica d'investimento, che consiste nel replicare la composizione di un determinato indice di borsa, e la conseguente gestione c.d. "passiva" delle attività; (b) l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei certificati rappresentativi delle quote e la previsione di misure (ad es. la presenza di un *market maker*) volte ad impedire che il corso delle quote in borsa si allontani sensibilmente dal valore netto d'inventario. Quest'ultima caratteristica si traduce nella possibilità per l'investitore di accedere al fondo, anziché attraverso l'ordinaria procedura di sottoscrizione, acquistando le relative quote sul mercato.

8 **Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 31 gennaio 2003, n. 47**

Nel gennaio 2003, il Ministro dell'economia e delle finanze con il decreto n. 47 ha modificato il decreto del Ministero del tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 in materia di fondi comuni di investimento. Questo decreto ha principalmente (i) dettato norme specifiche per i fondi comuni di investimento immobiliare e modificato la disciplina generale dei fondi comuni di investimento istituiti in forma chiusa, (ii) integrato la disciplina in tema di modalità di partecipazione ai fondi aperti, (iii) reso meno stringenti taluni limiti in tema di partecipazione ad un fondo speculativo, in particolare 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).

8.1 **Fondi garantiti**

Con il decreto del 31 gennaio 2003, n. 47, il Ministro dell'economia e delle finanze ha inoltre 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 garantiti non costituiscono tut-

tavia un tipo strutturale a sé stante, si tratta, infatti, di fondi ordinari cui accede una clausola di garanzia: l'articolo 15-*bis* del DM n. 228/99 precisa, al riguardo, che detti fondi possono essere sia di tipo aperto, sia di tipo chiuso. I fondi garantiti possono essere istituiti dalla Sgr mediante la stipula di apposite convenzioni con banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione o intermediari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del Testo Unico Bancario, ovvero mediante altre eventuali forme di garanzia indicate dalla Banca d'Italia. La garanzia non può essere prestata direttamente dalla Sgr. Nel regolamento di gestione del fondo sono indicate le modalità di prestazione della garanzia.

Nel corso 2003 il risparmio gestito ha visto, inoltre, 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.

Tra le novità del 2003 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

8.2 Decreto legislativo 1° agosto 2003 n. 274

8.3 Deliberazione della Consob n. 14015 del 1° aprile 2003

9.1 Decreto legislativo 6 febbraio 2004 n. 37

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.

Il 2004 è stato l'anno della riforma del diritto societario. Con il decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37 il legislatore ha provveduto a coordinare le disposizioni del TUB e del TUF con le innovazioni introdotte dalla riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative (decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, attuativo della legge 3 ottobre 2001, n. 366), entrata in vigore il 1° gennaio 2004. In particolare, la normativa in oggetto ha parzialmente modificato la disciplina dettata dai menzionati testi unici in conseguenza di alcune delle maggiori innovazioni introdotte dalla suddetta riforma, quali, segnatamente:

- (i) l'ampliamento delle tipologie di strumenti partecipativi che possono essere emessi dalle società per azioni;
- (ii) l'introduzione di nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società (dualistico e monistico), che possono essere adottati in alternativa a quello c.d. tradizionale.

9.2 Provvedimenti della Banca d'Italia 9 giugno 2004 e 13 agosto 2004

In attuazione del suddetto decreto legislativo, la Banca d'Italia ha, quindi, fornito agli intermediari non bancari, con apposita comunicazione del 9 giugno 2004, alcune indicazioni in ordine alle modalità di adeguamento alla riforma del diritto societario in materia di:

- (a) requisiti di indipendenza degli esponenti aziendali;
- (b) diritto di recesso;
- (c) patrimoni destinati;
- (d) disciplina del controllo contabile;
- (e) direzione e coordinamento di società;
- (f) responsabilità dell'unico azionista;
- (g) emissione di obbligazioni e titoli di debito.

Con la successiva comunicazione del 13 agosto 2004, la Banca d'Italia ha, poi, dettato specifiche direttive concernenti i criteri che Sim e Sgr devono seguire e le modalità che le stesse devono adottare là dove intendano modificare il proprio sistema di amministrazione e controllo, cosiddetto "tradizionale", con uno di quelli disciplinati dagli articoli 2409-*octies* e seguenti del codice civile (sistemi dualistico o monistico).

La Consob ha provveduto anch'essa, per quanto di propria competenza, a dare esecuzione al decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, attraverso la deliberazione 14692 dell'11 agosto 2004, allo scopo di adeguare il regolamento 14 maggio 1999, n. 11971 (c.d. "Regolamento Emittenti") alla riforma del diritto societario. Con limitato riguardo agli aspetti di maggiore interesse per le società di gestione del risparmio, si segnala che la deliberazione in oggetto ha specialmente modificato e integrato il Regolamento Emittenti in ordine ai seguenti aspetti:

- (i) riferimenti agli organi di amministrazione e controllo dei sistemi alternativi e ai loro componenti;
- (ii) informativa societaria, al pubblico e alla Consob, in ipotesi di operazioni straordinarie deliberate da organi diversi dall'assemblea;
- (iii) disciplina dell'OPA e correlativo comunicato dell'emittente;
- (iv) comunicazione alla Consob delle variazioni del capitale sociale.

Nel corso del 2004, inoltre, il Ministero della Giustizia ha approvato, in via definitiva, il "Codice di comportamento" predisposto da Assogestioni, in conformità dell'articolo 6, comma 3, del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231 (recante previsioni in materia di responsabilità amministrativa delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300), ai fini della prevenzione dei reati previsti dal decreto stesso.

Sul piano internazionale sono stati compiuti importanti progressi in vista del completamento del piano di azione dei servizi finanziari previsto per il 2005. È stata adottata la nuova disciplina europea dei servizi di investimento (Direttiva 2004/39/CE, MiFID), la quale ha integralmente abrogato la direttiva 93/22/CEE. Rispetto alla precedente, la MiFID promuove un maggiore grado di concorrenza tra i diversi sistemi di negoziazione (borse, nuovi sistemi di negoziazione - MTF - e internalizzazione delle esecuzioni degli ordini da parte delle imprese di investimento) e mira ad aggiornare e ordinare in maniera più sistematica le norme di tutela degli investitori.

In virtù della nuova procedura Lamfalussy, le disposizioni contenute nella MiFID contengono previsioni di principio; la definizione della regolamentazione di dettaglio è affidata al CESR, il comitato europeo delle autorità di vigilanza.

In quella sede sono state svolte diverse consultazioni alle quali Assogestioni ha potuto contribuire focalizzandosi sugli aspetti di maggiore interesse per l'Industria del Risparmio Gestito.

Relativamente agli intermediari, rilevano in particolare i requisiti organizzativi

9.3 Deliberazione Consob 11 agosto 2004, n. 14692

9.4 Decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231: codice di comportamento

10 Sviluppi e prospettive della normativa comunitaria

dei soggetti che prestano servizi di investimento, le modalità di *outsourcing*, la gestione dei conflitti di interesse, le norme di comportamento cui sono tenuti gli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, con specifica attenzione alle informazioni da ricevere e da rendere al cliente e agli obblighi di *best execution*.

Nel 2004, inoltre, sono state lanciate dal CESR due consultazioni relative alla UCITS III: la prima volta a chiarire, nell'ambito del livello 2 della procedura Lamfalussy, le tipologie di beni in cui può essere investito il patrimonio di un OICR armonizzato (*eligible assets*); la seconda, che si pone invece al livello 3, ha portato alla recente definizione di Linee Guida sul regime transitorio per coordinare l'azione delle diverse autorità nazionali.

Sempre nel 2004 è stata adottata la Direttiva 2004/109/CE in materia di "armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato" che modifica la precedente direttiva 2001/34/CE, meglio nota come direttiva Transparency. Le misure in essa previste dovranno essere adottate a livello nazionale entro il 20 gennaio 2007.

Agli Stati membri viene oggi richiesto uno sforzo nel recepimento delle nuove normative e nella loro concreta attuazione. In particolare ciò vale per le direttive che si trovano attualmente al livello 3 della procedura Lamfalussy: la direttiva sugli abusi di mercato (*market abuse*), la direttiva sul prospetto da pubblicarsi per l'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati (direttiva Prospetto), alla UCITS III.

Anche per il diritto societario sono stati compiuti passi importanti: la Commissione europea ha adottato alcune raccomandazioni, destinate a confluire in una successiva proposta di direttiva dalla quale si attende una maggiore responsabilizzazione del consiglio di amministrazione anche attraverso il rafforzamento del ruolo degli amministratori non esecutivi e in particolare indipendenti.

Allo stato non è ancora possibile effettuare una valutazione compiuta del processo di integrazione europea dei mercati finanziari. In generale i primi risultati appaiono comunque positivi: i tempi di lavorazione delle proposte di direttive risultano notevolmente più rapidi rispetto al passato; inoltre il sistematico ricorso, nella definizione delle norme di attuazione, alla consultazione del mercato, ha consentito di arricchire il processo legislativo con le indicazioni provenienti dalla concreta esperienza dei soggetti coinvolti.

IL REGIME TRIBUTARIO DEGLI OICR

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

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

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

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

I
7 | 71

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

72 | 7

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 va a diminuire il debito d'imposta sostitutiva accantonata nel passivo del fondo ovvero ad aumentare il valore del credito rilevato nell'attivo (e quindi determina un maggior valore della quota per il partecipante).

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

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

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

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

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

Pertanto tali disposizioni trovano applicazione limitatamente alla parte di provento corrispondente all'incremento di valore della quota o azione rilevato dai

3 Regime tributario dei proventi percepiti dai partecipanti

prospetti con riferimento alla data di sottoscrizione o acquisto e alla data di distribuzione dei proventi, riscatto o cessione delle quote o azioni stesse. Se il provento conseguito eccede quello corrispondente all'incremento di valore della quota (ciò si verifica quando le quote o azioni sono acquistate o vendute a prezzi diversi da quelli di prospetto), tale eccedenza costituisce reddito diverso (cfr. art. 67, 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, la plusvalenza conseguita concorre a formare il risultato della gestione.

Qualora attraverso la partecipazione ad un OICR di diritto italiano o lussemburghese storico sia conseguita una minusvalenza, il partecipante dovrà stabilire per quale parte tale minusvalenza derivi dalla partecipazione all'OICR e per quale parte derivi, invece, dalla negoziazione. Tale distinzione si rende necessaria in quanto le minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad un OICR non possono ritenersi deducibili dalle plusvalenze e dagli altri redditi conseguiti dal partecipante, essendo già deducibili nella determinazione del risultato maturato di gestione del fondo. Eventuali commissioni pagate dai sottoscrittori (ad esempio, commissioni di sottoscrizione o rimborso) costituiscono reddito diverso di natura finanziaria (minusvalenze) e possono essere dedotte dalle plusvalenze realizzate dal contribuente.

4 Proventi percepiti da soggetti non residenti

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

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

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

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

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

Le imprese commerciali (imprenditori individuali e società) che sottoscrivono o riscattano quote di fondi comuni (o azioni di SICAV) devono rilevare le operazioni nella contabilità prevista ai fini delle imposte sui redditi ma non devono effettuare alcuna annotazione nella contabilità prevista in materia di IVA dal d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633.

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

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

Vi rientrano, pertanto, sia i proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo di investimento (cosiddetti proventi periodici) sia quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto o di cessione delle quote o azioni e il va-

5 L'imposta di successione e donazione

6 Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

7 Fondi comuni di investimento mobiliare e SICAV di diritto estero

lore medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni (cfr. art. 10-ter, comma 1, della legge 23 marzo 1983 n. 77).

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

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

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

Per quanto riguarda invece i proventi derivanti dall'investimento in OICR esteri non armonizzati (cioè, diversi da quelli conformi alle direttive CEE), la ritenuta del 12,50% è sempre a titolo d'acconto a prescindere dalla natura del percettore (persona fisica, impresa individuale o collettiva). Qualora i proventi siano conseguiti direttamente all'estero senza, quindi, applicazione della ritenuta, essi devono essere sempre indicati dal contribuente nella dichiarazione annuale dei redditi e scontano le imposte secondo i regimi propri. In particolare, per quanto concerne i proventi percepiti al di fuori dell'esercizio di 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 OICR di diritto estero vale la regola prevista per i fondi italiani sulla deducibilità delle commissioni di sottoscrizione e rimborso.

La Borsa Italiana SpA ha lanciato un nuovo segmento, denominato Mercato Telematico Fondi (MTF), al fine di consentire la quotazione e negoziazione di OICR aperti indicizzati sia italiani sia esteri tra i quali, oltre ai fondi comuni mobiliari e alle SICAV tradizionali, sono ricompresi anche i cosiddetti ETF (*Exchange-Traded Funds*). La creazione di un mercato secondario per le quote o azioni degli organismi di investimento collettivo del risparmio in questione non implica, comunque, un regime fiscale diverso rispetto a quello previsto per i fondi comuni e le SICAV non negoziati.

Il regime tributario applicabile agli OICR di diritto italiano negoziati nel mercato MTF è infatti quello previsto per i fondi comuni mobiliari, 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 OICR 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 differente a seconda se trattasi di OICR esteri armonizzati o non armonizzati.

L'art. 12 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, ha introdotto un regime fiscale agevolato per gli OICR che investono prevalentemente il proprio patrimonio in azioni quotate di società a piccola o media capitalizzazione (OICR specializzati in "SPMC"). L'agevolazione riguarda sia gli OICR soggetti ad imposta sostitutiva sul risultato maturato di gestione (fondi, aperti e chiusi, SICAV di diritto italiano e fondi lussemburghesi storici) sia gli OICR di diritto estero situati negli Stati membri dell'Unione europea e conformi alle direttive comunitarie ed è applicabile, non solo agli OICR istituiti successivamente alla data di entrata in vigore delle nuove disposizioni (2 ottobre 2003), ma anche a quelli preesistenti. L'agevolazione consiste, per gli OICR soggetti ad imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione, in una riduzione dell'aliquota della predetta imposta dal 12,50% al 5% mentre, per gli OICR di diritto estero, in una riduzione dell'aliquota della ritenuta sui proventi derivanti dalla partecipazione a tali OICR dal 12,50 al 5%.

In considerazione dell'applicazione di un'aliquota ridotta rispetto a quella ordinaria del 12,50% il credito d'imposta del 15% spettante in relazione ai proventi afferenti quote di OICR italiani e lussemburghesi storici detenute nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale costituisce, per un ammontare pari al 9% dei proventi percepiti, credito d'imposta "limitato". Ciò significa che, il credito d'imposta spettante in relazione ai proventi derivanti dalla partecipazione agli OICR specializzati in "SPMC", per la predetta quota non può co-

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

9 OICR specializzati in azioni quotate di società a piccola e media capitalizzazione

munque generare un'eccedenza d'imposta rimborsabile o riportabile a nuovo. Inoltre, al fine di evitare che i soggetti non residenti possano percepire importi eccedenti l'imposta sostitutiva prelevata a carico dell'OICR di diritto italiano o lussemburghese storico è previsto che la somma spettante ai predetti soggetti in relazione ad OICR specializzati in "SPMC" è pari al 6% dei proventi percepiti in relazione alla partecipazione all'organismo. L'applicazione della riduzione d'aliquota è tuttavia subordinata all'adempimento di due diverse condizioni:

1. il regolamento del fondo deve contenere la previsione che non meno dei 2/3 dell'attivo del fondo siano investiti in azioni di società di media e piccola capitalizzazione ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea. Ciò consente agli OICR di iniziare a fruire della riduzione d'aliquota fin dalla data di avvio dell'attività o di modifica del regolamento del fondo;
2. decorso il periodo di un anno dalla data di avvio del fondo o di modifica del regolamento, il valore dell'investimento nelle azioni delle predette società non deve risultare inferiore, nel corso dell'anno solare, ai 2/3 del valore dell'attivo per più di 1/6 dei giorni di valorizzazione del fondo successivi al compimento del predetto periodo ovvero, per i fondi chiusi, a 2 mesi.

In altri termini, decorso un anno dalla data di avvio del fondo o di modifica del regolamento, l'assunzione del vincolo d'investimento di cui al punto 1) cessa di costituire condizione di per sé sufficiente alla fruizione della riduzione d'aliquota. Decorso tale periodo, l'OICR può infatti fruire della predetta agevolazione soltanto se ed in quanto assolve anche alla seconda delle due condizioni precedentemente indicate e cioè alla condizione che almeno i 2/3 del valore dell'attivo siano investiti in azioni quotate di società di piccola o media capitalizzazione. Le azioni nelle quali deve essere investito per almeno i 2/3 il patrimonio del fondo perché possa risultare applicabile l'aliquota ridotta del 5%, sono costituite dalle azioni di società di piccola o media capitalizzazione ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati italiani e in quelli comunitari. Per società di piccola o media capitalizzazione devono intendersi le società con una capitalizzazione di mercato non superiore a 800 milioni di euro determinata sulla base dei prezzi delle azioni rilevati l'ultimo giorno di quotazione di ciascun trimestre solare.

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

La legge 7 aprile 2003, n. 80, contiene i principi di delega per la riforma del sistema fiscale statale. In particolare, per quanto attiene al risparmio affidato in gestione agli investitori istituzionali, i principi di delega prevedono la tassazione sulla base dei principi di cassa e compensazione. In particolare, sulla base delle indicazioni contenute nella relazione illustrativa al provvedimento, è possibile affermare che il regime tributario dei fondi comuni subirà un profondo

mutamento 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.

La 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 nella relazione illustrativa, non saranno tassati né annualmente né all'atto della percezione da parte del fondo. Il prelievo verrà infatti attuato direttamente in capo ai partecipanti all'atto del disinvestimento o in sede di percezione dei proventi periodici, ossia quando il guadagno di capitale è effettivamente realizzato.

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

Attualmente, infatti, per i fondi comuni italiani l'imposta è applicata per maturazione sul risultato di gestione, mentre, per quanto attiene a quelli esteri, la stessa è prelevata a carico dei partecipanti all'atto della percezione dei proventi.

L'adozione del nuovo regime fiscale consentirà, inoltre, di sviluppare la diffusione dei fondi comuni italiani all'estero. Infatti, per gli investitori non residenti dovrebbe essere possibile conseguire, analogamente a quanto avviene per altri strumenti finanziari, direttamente proventi in esenzione d'imposta senza dover attendere, come è previsto nella vigente disciplina, i tempi richiesti dalle procedure di rimborso.

OICR DI DIRITTO ITALIANO E FONDI LUSSEMBURGHESI STORICI		
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 OICR 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% (di cui il 9% costituisce credito d'imposta "limitato" se i proventi sono relativi a quote di OICR specializzati in "SPMC") 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.		

OICR ESTERI ARMONIZZATI COLLOCATI IN ITALIA

Caratteristiche	Fondi comuni	SICAV
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Azionista
Trattamento fiscale	Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del pagamento dei proventi del riacquisto o della negoziazione delle quote preleva una ritenuta del 12,50% (*) sui proventi periodici e sui redditi di capitale compresi nella differenza tra il prezzo di riscatto (o vendita) ed il costo medio ponderato di sottoscrizione (o acquisto) delle quote (**). Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate in sede di riscatto o negoziazione delle quote si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Come i fondi
Indicazione 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 si applica con l'aliquota del 5% se i proventi sono relativi a quote di OICR specializzati in "SPMC"

(**) 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.

OICR ESTERI NON ARMONIZZATI

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

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

GLI HEDGE FUND

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

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

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

- devono avere un numero di partecipanti non superiore a 200 unità;
- devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno 500.000 Euro;
- le quote di fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento;
- le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate in nessun caso;
- il regolamento di gestione del fondo deve "menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia".

Per quanto riguarda l'operatività dei fondi speculativi, questi prevedono generalmente il calcolo della quota mensile e effettuano sottoscrizioni e rimborsi con la medesima frequenza. Alcuni fondi, come ad esempio i fondi di fondi speculativi, prevedono rimborsi trimestrali per tener conto delle possibili complicazioni operative connesse al disinvestimento dai fondi target. Altri fondi, in particolare alcuni con strategie "pure", prevedono invece una valorizzazione settimanale. Con riferimento ai costi di gestione, la maggioranza dei fondi speculativi applica

**Cosa sono i
fondi speculativi**

8 | 83

Chi può istituire i fondi speculativi

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

Uno degli aspetti maggiormente caratterizzanti la disciplina dei fondi speculativi rispetto a quella dei fondi ordinari è rappresentato dall'obbligo di costituire, per la gestione di tali fondi, una apposita società di gestione del risparmio (la cosiddetta Sgr speculativa). Il provvedimento della Banca d'Italia 20 settembre 1999 prevede, infatti, che i fondi speculativi possono essere istituiti o gestiti soltanto da società di gestione del risparmio che hanno ad oggetto esclusivo la istituzione e gestione di fondi speculativi. Nel 2003 la Banca d'Italia ha tuttavia allargato l'operatività delle Sgr speculative considerando compatibile con l'attività propria di queste Sgr:

- (i) la prestazione di attività di consulenza;
- (ii) la gestione, con le medesime tecniche utilizzate nella gestione dei fondi speculativi di propria istituzione, parti di altri fondi speculativi nonché patrimoni di investitori istituzionali.

Il prime broker

Anche i fondi speculativi di diritto italiano, così come gli hedge fund di diritto internazionale, possono ricorrere, per le proprie esigenze di finanziamento, a un soggetto specializzato, il cosiddetto *prime broker*, la cui attività consiste nell'offerta di un complesso di servizi integrati (finanziamenti, prestito titoli, servizi di custodia, supporto informatico, calcolo del valore della quota, ecc). Considerata la particolare rilevanza che assume il ruolo del prime broker la Banca d'Italia richiede che il prime broker sia un (i) primario intermediario, (ii) sottoposto a forme adeguate di vigilanza prudenziale, e (iii) dotato di elevato standing re di provata esperienza di settore. Nel caso di garanzie rilasciate dal fondo al prime broker, a fronte dei finanziamenti ricevuti, che comportino il trasferimento al prime broker della titolarità dei beni costituiti in garanzia, la Banca d'Italia richiede alle Sgr di assicurare attraverso opportuni meccanismi contrattuali:

- (i) che il valore dei beni costituiti in garanzia - determinato facendo riferimento ai prezzi di mercato - non superi, se non in misura limitata, l'importo del finanziamento ricevuto;
- (ii) la facoltà incondizionata di chiudere la posizione - ottenendo quindi la restituzione immediata delle garanzie dietro estinzione anticipata del

prestito, anche prima della scadenza - al verificarsi di eventi, riguardanti il finanziatore, che pongano in pericolo la restituzione delle garanzie del fondo (cosiddetta clausola di "set off" del contratto).

I fondi speculativi di diritto italiano che investono il proprio patrimonio esclusivamente in strumenti finanziari sono soggetti al medesimo regime fiscale previsto per gli OICR italiani e i fondi lussemburghesi storici. Infatti, come riconosciuto dalla stessa Amministrazione finanziaria, le disposizioni in tema di imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione e di tassazione dei proventi percepiti dai partecipanti trovano applicazione, in via generale, nei confronti di tutti i fondi che investono il proprio patrimonio esclusivamente in strumenti finanziari, a prescindere dalla loro politica di investimento. Si rinvia pertanto alle considerazioni svolte nel precedente capitolo 7. Per i proventi derivanti dall'investimento in fondi speculativi mobiliari di diritto estero trova invece applicazione la disciplina disposta per i proventi relativi a quote o azioni di OICR esteri non armonizzati, come illustrata nel precedente capitolo 7.

Il regime tributario dei fondi speculativi

	Raccolta netta	Numero di fondi	Patrimonio
PIONEER INVESTMENTS - Gr. UNICREDITO IT.	1.477	27	3.259
PIONEER ALTERNATIVE INV. MANAGEMENT LTD	815	16	1.984
PIONEER ALTERNATIVE INV. SGRpa	662	11	1.275
KAIROS	323	13	2.080
KAIROS ALTERNATIVE INVESTMENT SGR	322	12	1.144
KAIROS INVESTMENT MANAGEMENT LTD (UK)	1	1	936
BANCA ESPERIA	1.006	15	1.846
DUEMME HEDGE SGR SpA	995	14	1.834
DUEMME INTERNATIONAL MULTIFUNDS LTD	12	1	12
ERSEL HEDGE SGR	364	9	1.165
NEXTRA ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR	587	14	1.008
ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR SpA	471	7	940
CREDIT AGRICOLE AIPG SGR	338	5	594
MPS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SpA	177	5	433
HEDGE INVEST SGR	147	6	432
BANCA POPOLARE DI LODI	189	6	501
BIPIELLE ALTERNATIVE INVESTMENT SGR	205	5	385
BIPIELLE INTERNATIONAL (UK) LIMITED	-16	1	116
AKROS HFR ALTERNATIVE INV. SGR	41	3	312
SANPAOLO-IMI	243	8	458
SANPAOLO IMI ALTERNATIVE INV. SGR SpA	92	6	278
S.P.A.I. FIDEURAM ALTERNATIVE FUND DEFENSIVE	177	2	180
OBIETTIVO SGR	-26		-
PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR SpA	77	6	273
BIM ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SpA	81	3	169
CAPITALGEST ALTERNATIVE INVESTMENTS	123	2	155
EUROMOBILIARE ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SpA	32	2	114
ALBERTINI SYZ INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR SpA	32	4	109
GENERALI INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR	106	3	108
FIN.ECO INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR SpA	81	1	82
ZENIT ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR	6	2	19
DWS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SpA	17	1	17
TOTALE	5.920	142	14.075
Dati al lordo della duplicazione degli Oicr di gruppo			

Le società promotrici di fondi hedge

Tab 1 Raccolta e patrimonio delle società promotrici di fondi hedge

IL RISPARMIO GESTITO NELLO SCENARIO INTERNAZIONALE

L'industria europea dei fondi comuni è costituita dall'insieme del mercato dei fondi comuni cosiddetti armonizzati, ovvero conformi alla direttiva dell'Unione Europea 85/611 che stabilisce caratteristiche, limiti di investimento e modalità di gestione, e dal mondo variegato dei fondi comuni non armonizzati, regolamentati a livello nazionale. Il totale del patrimonio gestito dai fondi comuni europei ha superato nel 2004 i 5 mila miliardi di euro continuando così il trend positivo dell'ultimo periodo con un incremento medio annuo di oltre il 10%, confermando l'avvenuto superamento della crisi congiunturale del 2002.

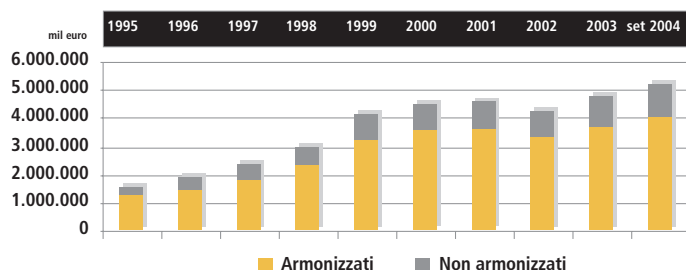


Fig 1 Evoluzione del patrimonio dei fondi comuni in Europa (mil euro)

La quota dei fondi armonizzati si è attestata anche quest'anno attorno all'80% del totale, confermando il ruolo preponderante e stabile assunto negli anni dai fondi destinati alla circolazione a livello europeo. Osservando i dati relativi ai singoli paesi si nota che i prodotti non armonizzati svolgono un ruolo molto significativo in Francia, nel Regno Unito, in Irlanda e in Germania ove prodotti che si sono sviluppati localmente continuano a raccogliere una quota significativa di risparmio, mentre costituiscono presenza marginali negli altri principali mercati europei.

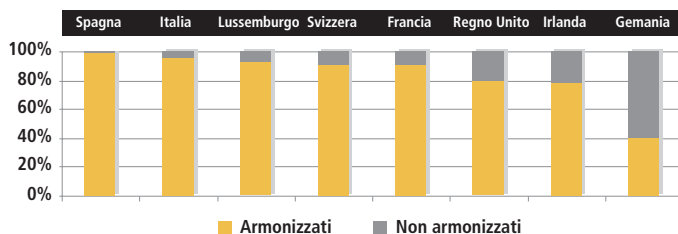


Fig 2 Patrimonio investito in fondi armonizzati e non armonizzati - confronto tra i principali paesi europei

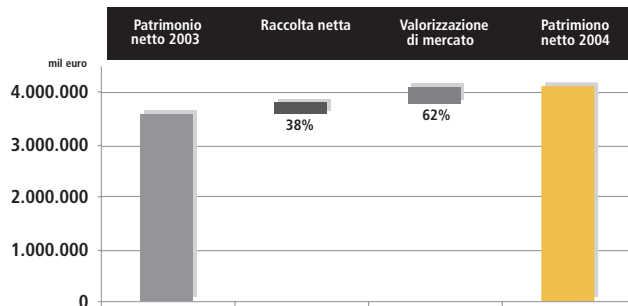
1 Evoluzione dell'industria europea dei fondi armonizzati

Il quadro internazionale qui di seguito esposto privilegia i dati relativi ai prodotti armonizzati in quanto essi costituiscono un insieme di realtà omogenee e correttamente comparabili a fronte invece dei dati relativi a prodotti non armonizzati, per loro natura eterogenei e non facilmente confrontabili. I dati sono forniti dalla federazione europea dei gestori di fondi d'investimento EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*, ex FEFSI), che raccoglie tutte le associazioni nazionali di gestori di fondi.

Il patrimonio europeo investito in fondi armonizzati ha superato nel 2004 il valore complessivo di 4 mila miliardi di euro.

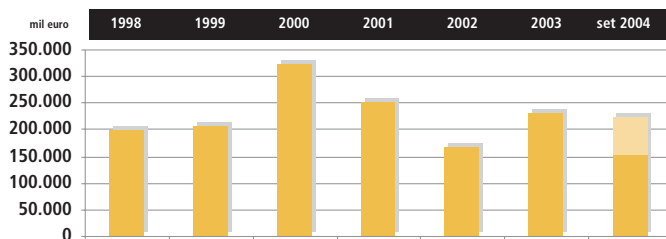
La crescita del patrimonio verificatasi nell'ultimo anno si inserisce in un periodo di crescita decennale dell'industria con tassi di incremento medio di quasi il 15% annuo. Tale crescita è da attribuire pressoché in eguale misura ad un apprezzamento del patrimonio in gestione, dovuto da una parte all'andamento positivo dei mercati ed alle buone performance ottenute dai gestori, dall'altra alla raccolta positiva di nuovo capitale che mostra la fiducia dei risparmiatori in questa forma di investimento.

Fig 3 Fattori di crescita del mercato europeo



Anche i dati relativi alla raccolta, seppure ancora provvisori perché relativi solo ai primi nove mesi dell'anno, confermano il quadro complessivo di recuperata stabilità e crescita dell'industria, con una raccolta netta attesa per il 2004 in linea con quella del 2003, anno in cui si era già superato il triennio turbolento 2000-2002.

Fig 4 Andamento della raccolta nei principali paesi europei



Il patrimonio europeo investito in fondi armonizzati è fortemente concentrato ed è composto per oltre la metà dai 3 principali mercati di Francia, Gran Bretagna e Italia, che da sola costituisce il 12% del totale. Queste realtà hanno comportamenti abbastanza difforni sia per quanto riguarda la struttura dei mercati e l’allocazione dei fondi che per quanto riguarda l’andamento complessivo della raccolta.

2 Le realtà nazionali

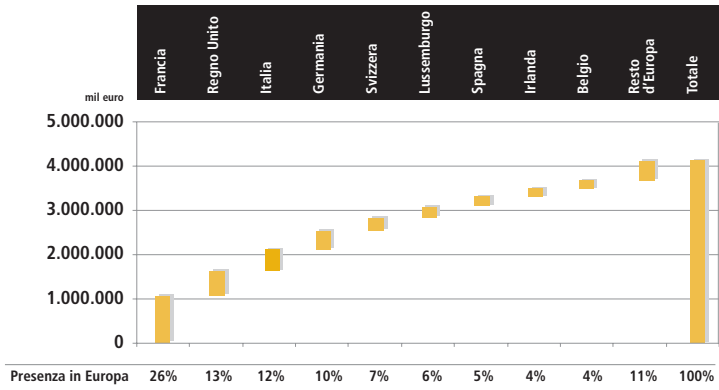


Fig 5 Patrimonio Europa - Composizione per paese (la quota rappresentata dai fondi lussemburghesi e irlandesi è stata suddivisa per paese di promozione)

Se complessivamente l’industria sta vivendo una fase positiva, a livello di singoli paesi si sono manifestate forti differenze: mentre Francia, Spagna e Lussemburgo hanno mostrato nel 2004 una raccolta superiore al 6% del proprio patrimonio, la Germania e in misura ancora più evidente l’Italia hanno registrato una raccolta negativa che non ha mostrato segni di ripresa nemmeno nell’ultimo trimestre dell’anno.

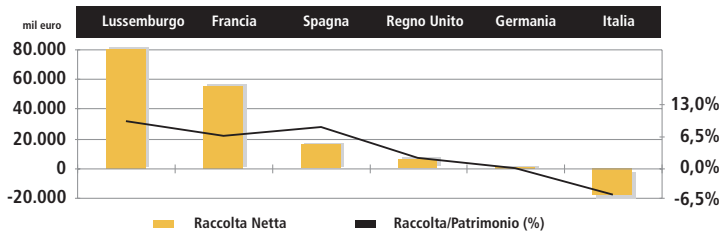


Fig 6 Raccolta nei principali paesi europei

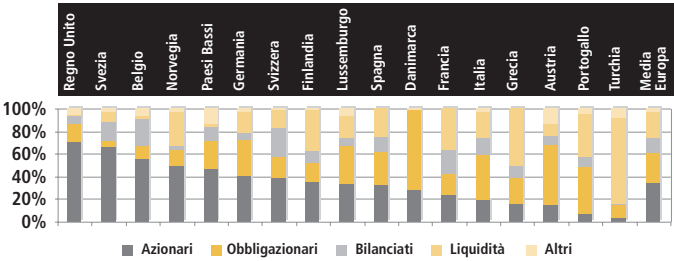
Non è questa la sede per analizzare le complesse cause di tale situazione, in controtendenza con i trend manifestatisi negli altri paesi europei. Può essere tuttavia utile notare come almeno una parte dei deflussi che si sono registrati in Italia abbiano contribuito ai risultati positivi registrati dalla raccolta in Lussemburgo, sede di fondi registrati localmente ma dedicati principalmente alla vendita in altri mercati, inclusa, per una quota significativa, l’Italia. La dissonanza della situazione italiana rispetto agli altri principali mercati europei sembra suggerire che la crisi del mercato nel nostro paese non sia da ricercare in problemi legati al prodotto fondi di investimento che in altri paesi continua ad at-

trarre investimenti e ad ottenere la fiducia degli investitori ma a situazioni strutturali e congiunturali specifiche italiane.

3 Le scelte di investimento

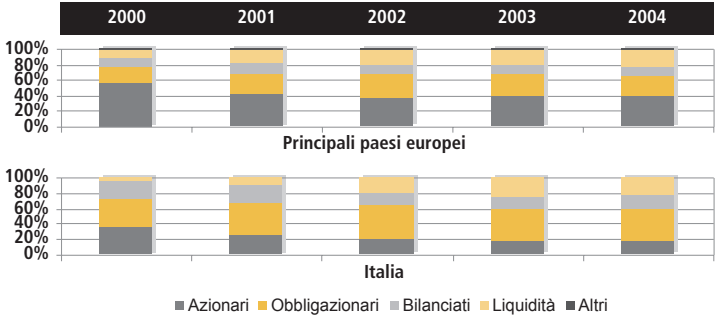
L'allocazione degli investimenti tra le macrocategorie di fondi riflette le diverse caratteristiche nei mercati nazionali sia dal punto di vista strutturale che culturale: il dato europeo di una allocazione pariteticamente tripartita tra azionario, obbligazionario e altri tipi di fondi cela un divario significativo nel peso dato alla componente azionaria degli investimenti nel Nord Europa a fronte di investimenti maggiormente rivolti all'obbligazionario e alla liquidità negli altri paesi.

Fig 7 Asset allocation Europa 2004



Tale situazione appare stabile nel corso del tempo: l'*asset allocation* è stata sostanzialmente inalterata negli ultimi tre anni sia in Italia che nei principali paesi europei. È inoltre interessante notare che nel corso dell'ultimo quinquennio il mercato italiano, caratterizzato da una componente azionaria dell'investimento attorno al 20%, notevolmente inferiore a quella europea (34% nel 2004), si è mosso in sintonia con i principali mercati europei seguendo una linea di sviluppo parallela e non di convergenza verso livelli europei di investimento azionario.

Fig 8 Evoluzione europea e italiana dell'asset allocation



Anche analizzando i flussi di raccolta sono evidenti le differenze tra paesi nelle scelte di *asset allocation* con risultati a volte molto diversi: mentre in Lussemburgo, Francia e Spagna la domanda di investimento in fondi è stata trainata dall'investimento azionario, in Gran Bretagna e in Germania, i fondi obbligazionari hanno attratto maggiori investimenti, mentre in Italia gli obbligazionari sono stati responsabili di buona parte del deflusso dai fondi di investimento.

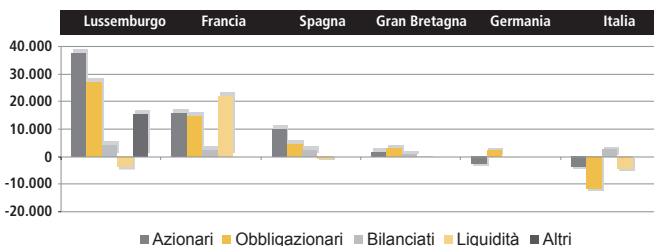


Fig 9 Raccolta - Asset allocation nei principali paesi europei (I-III trimestre 2004)

L'industria dei fondi a livello mondiale ha gestito nel 2004 circa 12 mila miliardi di euro di cui circa solo un terzo in Europa e oltre la metà negli Stati Uniti. Il mercato americano, quasi il doppio di quello europeo, è cresciuto storicamente ad un tasso più elevato di quello europeo (16% di incremento medio annuo vs 14%) ma nell'ultimo biennio ha subito un rallentamento con tassi di crescita inferiore a quello europeo.

Il mercato statunitense è caratterizzato da una maggior concentrazione e da una conseguente maggior dimensione dei fondi di investimento: in Europa ci sono oltre 28 mila fondi mentre negli USA poco più di 8 mila, la dimensione media dei fondi USA è così oltre cinque volte quella dei fondi del vecchio continente (€ 770 mni vs 140 mni).

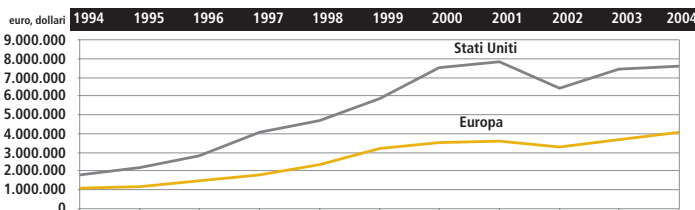


Fig 10 Patrimonio USA - Europa (1994-2004)

Per quanto riguarda invece l'*asset allocation*, l'esposizione ai mercati azionari dei fondi statunitensi è maggiore di quella della media europea avvicinandosi maggiormente alle caratteristiche di investimenti dei mercati del Nord Europa con una quota dell'azionario superiore al 50%. Ciò contribuisce a spiegare la maggior volatilità dei volumi del gestito, correlati all'andamento dei mercati.

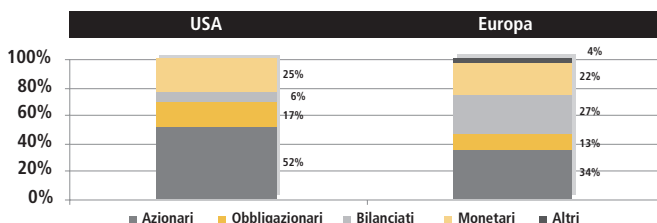


Fig 11 Confronto asset allocation Usa - Europa

PARTE II

ANALISI DEI SOTTOSCRITTORI

LE SCELTE DEI SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI

L'andamento positivo registrato nel corso del 2003 ha inciso in modo significativo sul numero di sottoscrittori che detengono quote di fondi: sono infatti oltre nove i milioni di sottoscrittori che risultano dall'analisi preliminare annuale che fotografa le caratteristiche degli investitori al 31 dicembre 2003.

In sintesi alcune prime considerazioni:

- i sottoscrittori che acquistano direttamente quote di fondi sono cresciuti: a fine 2003 il 41% delle famiglie investiva in fondi;
- gli uomini risultano più propensi al rischio: per essi l'acquisto di fondi con componente azionaria è più elevato rispetto a quello effettuato dalle donne (21,6% contro il 15,6%);
- a livello geografico aumenta il numero di sottoscrittori localizzati nelle regioni del Sud (+18,9%);
- la maggior percentuale di diffusione dei fondi sul totale della popolazione si registra a Lecco, mentre la più bassa a Benevento; quanto alla propensione al rischio Trento, seguita da Bolzano e Rovigo, sono le province in cui viene prediletto l'investimento in fondi azionari;
- la percentuale di investitori donne è in diminuzione rispetto al 2002, mentre l'età media dei sottoscrittori cresce;
- aumenta la concentrazione agli investimenti: il 58,4% dei sottoscrittori detiene un unico fondo;
- diminuisce la quota di coloro che investono indirettamente in fondi comuni, inserendo questi prodotti all'interno di gestioni patrimoniali: tale valore è infatti passato dal 30% di fine 2002 al 25% di fine 2003.

Di seguito vengono sintetizzate le principali caratteristiche del campione analizzato, evidenziando alcuni aspetti rilevanti dei sottoscrittori che investono direttamente in quote di fondi comuni.

Si ricorda che non è possibile mostrare, tra questi, quelli che investono indirettamente in fondi attraverso i servizi di gestione patrimoniale.

**I sottoscrittori
dei fondi
comuni nel 2003**

II

10 | 95

Caratteristiche del campione aperto	1996	1998	2000	2002	2003*
Patrimonio analizzato in mil. Euro	66.156	310.590	462.218	378.581	399.600
In % sul patrimonio complessivo	(65,0%)	(83,4%)	(84,3%)	(81,2%)	(76%)
% detenuta dalle persone fisiche	n.d.	82%	67%	70%	75%
% detenuta dalle persone giuridiche	n.d.	18%	33%	30%	25%

Caratteristiche delle persone fisiche	1996	1998	2000	2002	2003*
Numero di persone fisiche **	2.171.658	6.735.587	8.480.518	8.838.645	9.113.996
di cui residenti nel Nord Ovest	654.242	2.806.269	3.354.594	3.380.690	3.411.625
di cui residenti nel Nord Est	504.858	1.246.765	1.894.450	2.023.415	2.272.583
di cui residenti nel Centro	264.265	1.200.246	1.372.501	1.601.329	1.647.113
di cui residenti nel Sud e Isole	220.590	1.026.730	1.415.632	1.697.099	1.781.713
% Uomini	63,65	60,06	59,14	58,37	58,61
Età media	50 anni	51 anni	51 anni	52 anni	53 anni
Numero medio di fondi detenuti	1,02	1,38	2,62	2,29	2,16
Investimento medio (in euro)	30.647	39.148	36.919	30.162	32.926

* Dati preliminari

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

Chi sono i sottoscrittori?

Gli uomini sono i principali sottoscrittori di fondi comuni: a loro nome infatti è intestato, o quantomeno cointestato, il 58,6% dei conti aperti presso le società di gestione e a loro appartiene il 62% del patrimonio analizzato. Questi sottoscrittori hanno un'età media di 52,4 anni e detengono mediamente, a fine 2003, 34.000 euro in fondi comuni. Le donne invece hanno un'età superiore di 53,2 anni e hanno investito nel 2003 mediamente 29.600 euro. Differenze tra il comportamento dei due sessi si riscontrano nella maggiore diversificazione degli investimenti e nella propensione all'acquisto di fondi azionari: il 56,4% degli uomini detiene un unico fondo (contro il 60,8% delle donne), mentre le risorse da essi destinate ai fondi azionari sono pari al 21,6% delle risorse complessivamente investite in fondi (15,6% per le donne). A livello geografico, infine, si osserva come le donne siano maggiormente presenti nel Nord Ovest (43,2%), rispetto al Centro (40,1%) e al Sud (38,4%).

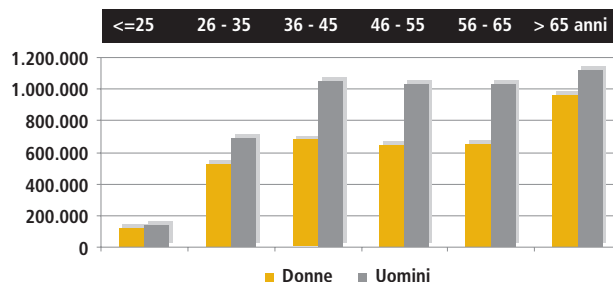


Fig 1 Ripartizione dei sottoscrittori per età e per sesso

Dove risiedono i sottoscrittori?

Il numero di sottoscrittori che acquista direttamente quote di fondi è cresciuto rispetto all'anno scorso: a fine 2003 il 15% della popolazione, ovvero il 41%

delle famiglie (ipotizzando che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare), investe in questi prodotti. A livello territoriale, l'utilizzo del prodotto fondo non è omogeneo: nelle regioni del Nord Ovest e del Nord Est il numero di famiglie che detiene fondi comuni è rispettivamente pari al 53,4% e al 53,3%, nel Centro è del 38,2% mentre nelle regioni del Sud e delle Isole è notevolmente inferiore, seppur in crescita rispetto agli anni precedenti, rispettivamente pari al 26,3% e al 20,9%. Il primato dell'utilizzo del prodotto fondo (numero di sottoscrittori rispetto alla popolazione residente nella provincia) spetta ai sottoscrittori residenti di Lecco (29,1%), seguiti da quelli di Savona (28,3%) e di Parma (27,4%), mentre le province dove il prodotto fondo è meno utilizzato sono Benevento, Avellino e Nuoro. L'investimento medio in fondi è più elevato nel Nord Ovest con 36.523 euro, segue il Centro con 32.238, il Sud con 31.937 ed il Nord Est con 29.332; chiudono le Isole con 28.560 euro. Non bisogna dimenticare, tuttavia, che l'analisi dell'investimento medio mostra solamente l'ammontare investito direttamente in fondi e non anche quello detenuto attraverso gestioni patrimoniali: bisogna infatti considerare che gli investitori possono affiancare alle scelte di investimento operate per il tramite di operatori professionali investimenti diretti nei mercati finanziari.

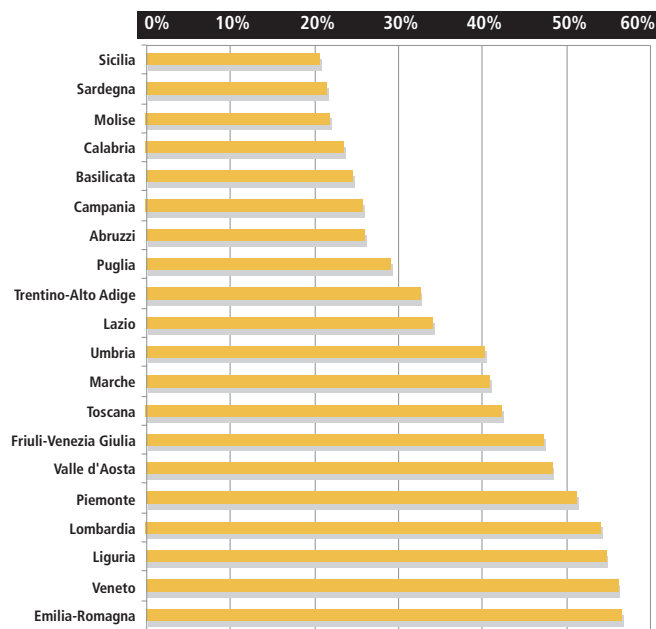


Fig 2 Percentuale di famiglie che detengono quote di fondi comuni

L'analisi del 2003 mostra che l'età media dell'investitore è ancora aumentata. Si è passati dai 51 anni del 1996 (anno della prima rilevazione) ai 52 anni del 2002 e ai 53 del 2003. L'aumento è causato dal maggior peso della classe rap-

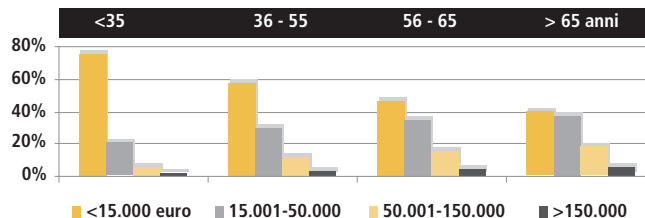
Che età hanno i sottoscrittori?

presentante gli investitori più maturi, vale a dire con età superiore a 65 anni. Il loro numero è cresciuto nel corso dell'anno dell'11,7%, arrivando ad essere a fine 2003 più di due milioni, mentre la classe dei giovani, cioè quelli con meno di 35 anni di età, è diminuita di centomila individui. La classe più numerosa è quindi quella composta dagli investitori con più di 65 anni, che rappresentano il 23,9% dei sottoscrittori complessivi e che detengono il 33,5% del patrimonio analizzato. Insieme ai sottoscrittori di età compresa tra i 55 e i 65 anni, la totalità di questi sottoscrittori detiene il 56,4% del patrimonio complessivo.

L'ammontare investito nei fondi è direttamente correlato all'età dei sottoscrittori: per i sottoscrittori appartenenti alla fascia giovanile (fino a 35 anni) gli investimenti inferiori a 15.000 euro rappresentano il 74,3% del totale; per gli investitori più maturi gli stessi sono pari al 56,9%, mentre la quota scende rispettivamente al 45,7% e al 39,4% per gli investitori over 55 e over 65. Andando ad analizzare l'investimento medio, infatti, si osserva che esso è pari a 24.431 euro per i sottoscrittori di età inferiore ai 25 anni (nel 2002 erano 9.318), 32.163 euro (erano 30.280) per quelli di età compresa tra i 46 e i 55 anni, fino ai 46.124 euro (erano 44.620) per gli ultra sessantacinquenni.

Fig 3

Numero di sottoscrittori per fasce di età e importo investito



Anche la ripartizione degli investimenti nei diversi fondi è legata direttamente all'età: il numero di fondi detenuti aumenta al crescere dell'età, ad eccezione della classe dei sottoscrittori over 65, le cui preferenze sono molto simili a quelle degli investitori under 35; il 60% dei sottoscrittori di entrambe le categorie, infatti, investe in un unico fondo comune, mentre nelle altre fasce d'età questa percentuale risulta inferiore e pari a circa il 56%.

L'età sembra influenzare anche la scelta della tipologia di fondi acquistati: l'ammontare dell'investimento medio detenuto in fondi azionari cresce fino a quando il risparmiatore ha meno di 45 anni.

Speculare a questo appare invece l'andamento della preferenza accordata ai fondi obbligazionari, mentre l'investimento nei fondi di liquidità sembra essere stabile in tutte le fasce di età, benchè raggiunga il suo massimo per gli investitori di età compresa tra i 26 e i 35 anni, che destinano a questi fondi il 28,3% del loro investimento complessivo.

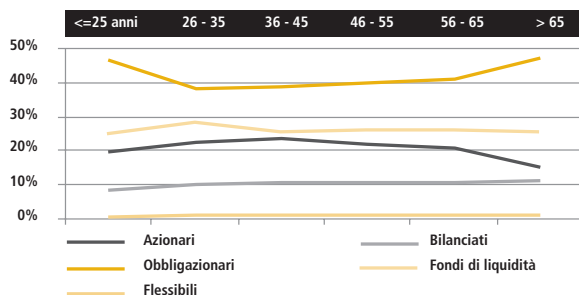


Fig 4 Patrimonio per fascia d'età e caratteristiche degli investimenti

Dall'analisi territoriale è possibile osservare alcune ulteriori differenze. Il sottoscrittore residente al Sud è mediamente più giovane rispetto a quello delle altre aree geografiche: in media, più del 43% degli investitori ha più di 55 anni, ad eccezione delle regioni del Sud dove i giovani rappresentano oltre il 19,4% del totale; in particolare, in Piemonte e in Liguria oltre il 50% dei sottoscrittori ha più di 55 anni (ad Imperia e Savona gli over 65 sono il 33%), mentre nel Trentino Alto Adige e nelle Marche i sottoscrittori con un'età inferiore a 35 anni sono più del 20%; a Bolzano e a Sondrio i sottoscrittori più giovani detengono oltre il 20% delle risorse complessive.

Gli impiegati (47%) e i pensionati (21%) rappresentano le due principali categorie di sottoscrittori di quote di fondi comuni d'investimento: queste infatti da sole detengono più del 67% del patrimonio complessivamente analizzato per questa variabile, relativa ad un campione di 1,7 milioni di sottoscrittori e rappresentante il 19% del campione complessivo.

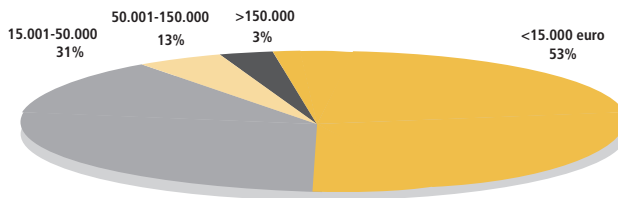
È possibile suddividere i sottoscrittori, osservando la tipologia di fondi prescelti, in investitori con elevata, media o bassa propensione al binomio rischio/rendimento. A fine 2003 questi tre profili di investitori detengono rispettivamente una quota di fondi azionari pari al 31%, al 18% e al 17% del loro patrimonio; rispetto a quanto osservato per il 2000, anno in cui il peso dei fondi azionari era rilevante nei diversi portafogli e rispettivamente pari al 50%, 40% e 30%, si osserva ora una parità di investimento tra le classi caratterizzate da profilo di rischio medio e basso.

L'importo mediamente investito a fine 2003 è pari a 32.926 euro: i flussi positivi di raccolta, nonché l'andamento positivo dei mercati finanziari, hanno fatto crescere nell'anno l'investimento medio di circa 2.000 euro. La distribuzione dei sottoscrittori sulla base dell'importo detenuto mostra ancora una concentrazione degli individui nelle fasce caratterizzate da investimenti più bassi, sebbene in diminuzione rispetto al 2002 (53,6% nel 2003 - 56,3% nel 2002).

Che attività svolgono i sottoscrittori?

Qual è l'importo investito dai sottoscrittori?

Fig 5 Distribuzione dei sottoscrittori per classi di importo detenuto



I sottoscrittori residenti nel Nord Ovest detengono il 41,3% del patrimonio complessivo che comprende tuttavia solamente gli investimenti effettuati direttamente, escludendo quelli inseriti all'interno delle gestioni patrimoniali. Guardando invece l'ammontare medio detenuto dai singoli sottoscrittori, il quadro geografico cambia: il Lazio, con 39.049 euro, è la regione che vanta il più alto investimento medio pro capite, seguito dalla Campania con 38.394 euro; lo stesso primato è detenuto, a livello provinciale, da Trieste (44.086 euro) e Roma (42.968 euro), alle quali seguono con investimenti sempre superiori a 40.000 euro Milano, Torino e Napoli.

La distribuzione dei sottoscrittori, sulla base dell'ammontare complessivamente investito in quote di fondi, evidenzia che il maggior numero di sottoscrittori si trova:

- in Lazio, per investimenti oltre i 150.000 euro;
- in Valle d'Aosta / Campania, per investimenti tra i 15.001 e 150.000 euro;
- in Trentino Alto Adige, per investimenti fino a 15.000 euro.

La tipologia dei fondi detenuti dai sottoscrittori varia in relazione all'importo investito, ad eccezione dei fondi con caratteristiche bilanciate (fondi bilanciati e fondi flessibili), che pesano sempre intorno all'11% nel portafoglio dei diversi investitori. I sottoscrittori con investimenti inferiori ai 15.000 euro possiedono in maggior misura i fondi azionari (33%), soprattutto quelli caratterizzati da una maggior specializzazione o diversificazione internazionale; la detenzione di fondi obbligazionari è complementare a quella dei fondi azionari, mentre l'investimento in fondi di liquidità aumenta proporzionalmente all'ammontare investito, passando dal 16% degli investimenti inferiori a 15.000 euro, al 28,8% per investimenti superiori a 150.000 euro.

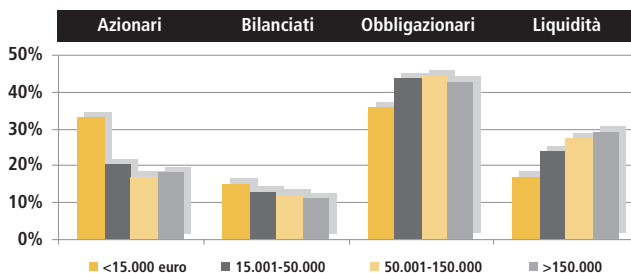


Fig 6 Importo detenuto e scelte di investimento

Rispetto all'anno precedente, è cresciuto dell' 11,2% il numero di sottoscrittori che possiedono un unico fondo: il peso di questa categoria è cresciuto nell'anno di 2,8 punti percentuali e rappresenta, a fine 2003, il 58,4% dei sottoscrittori complessivi e il 39,5% del patrimonio analizzato. L'85,3% dei sottoscrittori possiede al massimo tre fondi: ne consegue, quindi, che solo il 14,7% dei sottoscrittori, titolari del 32% del risparmio investito, suddivide i propri risparmi in più di tre prodotti.

A livello geografico, i sottoscrittori che diversificano maggiormente i loro investimenti, tramite l'acquisto di più di tre fondi, risiedono in Emilia Romagna (18,1%), mentre quelli che al contrario possiedono principalmente un solo fondo risiedono in Puglia (71,3%).

L'investimento in un unico fondo comune sembra essere direttamente correlato al tempo di permanenza del sottoscrittore nella società; guardando il numero di fondi detenuti sulla base di questa variabile, risulta che il 70% dei sottoscrittori entrati nel 2003 detengono un unico fondo comune, mentre per quelli entrati prima del 1997 tale percentuale diminuisce al 52%.

La sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento può avvenire attraverso un versamento in un'unica soluzione o tramite Piani di accumulo del Capitale (PAC). Si stima, a questo proposito, che i risparmiatori che sottoscrivono un fondo comune con versamenti rateali (solamente PAC o in parallelo ad investimenti in un'unica soluzione) rappresentino il 15% di quelli complessivi.

Le caratteristiche di medio-lungo termine e la rateizzazione degli investimenti effettuati attraverso i piani di accumulo consentono di individuare nei giovani la tipologia di clientela a cui è destinato principalmente questo servizio: i dati confermano infatti che circa il 32,3% degli individui di età inferiore ai 35 anni acquista un fondo tramite sottoscrizione di piani di accumulo, mentre il 24,6% tramite versamenti secondo una modalità mista (sia in un'unica soluzione sia secondo piani di accumulo); al contrario, i sottoscrittori di età superiore ai 56 anni sottoscrivono quasi esclusivamente (93,4%) attraverso versamenti in un'unica soluzione.

A fine dicembre 2003 i fondi obbligazionari sono i prodotti più acquistati da parte dei sottoscrittori che hanno investito direttamente in fondi; seguono i fondi liquidità, i fondi azionari, i fondi bilanciati e quelli flessibili. A livello geografico, si osserva che i fondi azionari sono maggiormente presenti nei portafogli dei sottoscrittori residenti nel Nord Est (23,4%), i fondi bilanciati in quelli del Nord Ovest (12,2%), i fondi obbligazionari in quelli del Sud (47,5%) e delle Isole (46,8%), mentre i fondi di liquidità in quelli del Sud (30,7%). Si conferma, anche

Quanti fondi detengono i sottoscrittori?

II

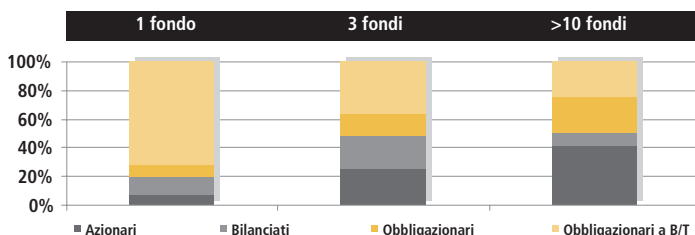
10 | 101

Come vengono sottoscritti i fondi?

Che tipo di fondi vengono sottoscritti ?

nel 2003, l'acquisto di un unico fondo quale modalità per investire temporaneamente la propria liquidità, o per delegare al gestore professionale l'*asset allocation* e quindi la ripartizione tra titoli azionari e obbligazionari. Si osserva infatti che i sottoscrittori che hanno investito in un solo fondo detengono, nel 39,9% dei casi, un fondo liquidità area euro: segue col 32,4% l'investimento in un fondo obbligazionario euro governativo breve termine e con il 7,1% un fondo bilanciato o un fondo obbligazionario misto, il cui portafoglio è costituito in parte anche da titoli azionari. La diversificazione aumenta al crescere del numero di prodotti (oltre che dell'ammontare complessivamente investito): si veda a titolo esemplificativo l'*asset allocation* dei sottoscrittori che detengono un solo fondo, rispetto a quelli che detengono tre fondi o più di dieci fondi. A tal fine, nella Fig 7 le categorie Assogestioni sono state riaggregate sulla base della componente prevalente in azioni o in titoli a breve termine.

Fig 7 Numero di fondi detenuti e tipologia di prodotti acquistati (dati in percentuale)



La scelta degli investitori di allocare le risorse nelle 23 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.

Nella tabella alla pagina seguente viene evidenziata, per ogni categoria, la denominazione della provincia che vi ha destinato la percentuale maggiore di risorse, con il tetto minimo dell'1% (patrimonio investito nella categoria specifica rispetto al patrimonio complessivo investito nei fondi).

Categoria	Provincia	% risorse
AZIONARI	Trento	36,4 %
AZ. ITALIA	Nuoro	5,8 %
AZ. AREA EURO	Trento	6,2 %
AZ. EUROPA	Sondrio	8,7 %
AZ. AMERICA	Macerata	3,9 %
AZ. PACIFICO	Arezzo	4 %
AZ. PAESI EMERGENTI	Trento	2,1 %
AZ. PAESE	Lecco	2,4 %
AZ. INTERNAZIONALI	Sondrio	6,8 %
AZ. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	Trento	2,7 %
BILANCIATI	Cremona	18 %
BILANCIATI AZIONARI	Siena	2 %
BILANCIATI	Trento	13,6 %
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	Cremona	6,1 %
OBBLIGAZIONARI	Cosenza	64,5 %
OBBL. EURO GOV. BREVE TERMINE	Cosenza	47,4 %
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO TERMINE	Reggio nell'Emilia	15,9 %
OBBL. EURO CORP. INV. GRADE	Trieste	3,6 %
OBBL. INT.LI GOV.	Sondrio	3,4 %
OBBL. INT.LI CORP. INV. GRADE	Sondrio	4,6 %
OBBL. PAESI EMERGENTI	Belluno	1,5 %
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	Enna	11,4 %
OBBL. MISTI	Biella	13,9 %
OBBL. FLESSIBILI	Trieste	4,4 %
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	Isernia	40,8 %
FLESSIBILI	Trieste	6,4 %

PARTE III

**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

III

11 | 107

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

Giova precisare che, allo stato, l'adesione su base contrattuale collettiva può 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 (cosiddetta non operatività della fonte istitutiva);
 4. *esiste un fondo pensione negoziale*, il datore di lavoro è iscritto al sindacato stipulante il contratto ed *esiste*, altresì, *un contratto integrativo aziendale* che preveda l'adesione ad un fondo pensione aperto a condizioni migliori. In questa specifica ipotesi l'adesione al fondo aperto è consentita, salvo però diverse previsioni - esplicite o implicite - a livello di contrattazione collettiva nazionale. Ciò significa che qualora il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale preveda l'adesione dei lavoratori a un fondo pensione ad ambito definito, rimettendo alla contrattazione integrativa soltanto la regolamentazione di taluni aspetti contrattuali (quali ad esempio la retribuzione e le ferie) ma senza includervi la materia della previdenza complementare, si deve ritenere inibita la possibilità di adesione ad un fondo pensione aperto, anche se fatta a livello di contrattazione collettiva integrativa (previsione implicita). Del pari l'adesione a un fondo aperto deve considerarsi non attuabile nel caso in cui il contratto collettivo di lavoro a livello nazionale non solo preveda l'adesione ad un fondo pensione ad ambito definito ma stabilisca, altresì, *esplicitamente*, che la materia inerente la previdenza complementare è riservata al solo livello di competenza nazionale. Di fatto, in questo caso, non è prevista la possibilità di deroga da parte della contrattazione collettiva integrativa;
- i soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro alle stesse condizioni previste per i lavoratori dipendenti;
- i lavoratori parasubordinati ai quali si applicherà la disciplina prevista per i lavoratori autonomi o per i lavoratori subordinati, nel caso in cui le loro condizioni siano regolate da CCNL.

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

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

Le forme pensionistiche possono operare in regime di:

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

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

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

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

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

Al suo interno, il fondo pensione può essere:

- 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

III

11 | 113

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 stata approvata, ed è entrata in vigore dal 6 ottobre 2004, la legge 23 agosto 2004, n. 243 recante la delega al Governo per la riforma del sistema della previdenza obbligatoria e complementare italiana.

Principi ispiratori di tale legge, per quanto specificamente riguarda la previdenza complementare, sono, in primo luogo, l'incremento dell'entità dei flussi di finanziamento alle forme pensionistiche complementari, attuato tramite il conferimento, anche in forza di meccanismi di silenzio-assenso, del tratta-

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

15 Prospettive di riforma della previdenza complementare

mento 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 forma costituita presso enti di previdenza obbligatoria. Per compensare la diminuzione di risorse per le 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 sul trattamento 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 rappresentanza degli interessi degli aderenti e la cui composizione si prevede che sia ripartita ed espressione delle "collettività" rappresentate nelle forme pensionistiche. A ciò si aggiunge anche la revisione della figura del responsabile del fondo, per il quale dovranno essere previsti particolari requisiti di onorabilità e professionalità nonché di indipendenza.

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 (Covip) 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 conven-

zioni 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.

IL REGIME TRIBUTARIO

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

III

12 | 121

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 OICR 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.

Inoltre, se il fondo gestisce più linee di investimento, il risultato negativo può essere utilizzato, in tutto o in parte, in diminuzione del risultato di gestione positivo conseguito dalle altre linee di investimento gestite. In tale ipotesi, l'ammontare da accreditare alla linea in perdita dovrà essere 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. n. 47 del 2000) ha disposto che, a decorrere dal 1° gennaio 2001, i contributi (sia quelli versati dal lavoratore che dal datore di lavoro, gli accantonamenti ex art. 105 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) e quelli eccedenti il massimale contributivo di cui all'art. 2 della legge n.

335/95) 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

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 esercitato ai sensi dell'art. 10, comma 1, lett. c), del medesimo decreto a seguito di pensionamento o per cessazione del rapporto di lavoro per mobilità o altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, e le anticipazioni, trovano applicazione le disposizioni di cui agli artt. 17, comma 1, lett. a-*bis*) e 20 del TUIR. Ciò significa che i capitali conseguiti sono soggetti a tassazione separata.

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

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

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

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 sono presentati alcuni dati di sintesi dell'Industria italiana dei fondi pensione aperti, oltre ad un approfondimento riguardante le caratteristiche salienti dell'offerta delle società operanti la 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, analizzando in particolare il profilo degli aderenti e le loro preferenze di investimento. Tutti i dati riferiti al 31 dicembre 2004 sono stimati.

Alla fine del 2004 sono presenti sul mercato 77 fondi pensione aperti, per un totale di 307 linee operative; a queste aderiscono 382.098 iscritti (+4,8% rispetto al 2003), mentre l'attivo netto gestito è pari a 2.229,3 milioni di euro (+28,8% rispetto al 2003). La riduzione del numero di fondi pensione aperti rispetto allo scorso anno (erano 80 alla fine del 2003) si deve alle operazioni di fusione che hanno interessato 3 fondi pensione, deliberate nel corso del 2003 ma i cui effetti si sono manifestati dall'inizio del 2004.

L'offerta di fondi pensione aperti proviene da 53 società e precisamente da 35 compagnie di assicurazione, 14 Sgr, 3 banche e da una Sim. Le linee di investimento proposte dalle società impegnate nella gestione dei fondi pensione aperti sono in prevalenza di tipo bilanciato (il 56,1% del totale), seguono le linee azionarie (il 17,9% del totale), quelle obbligazionarie (il 16,6%), monetarie (l'8,8%) e flessibili (lo 0,7%). Non sorprende, perciò, che siano proprio le linee bilanciate ad accogliere più del 63% degli aderenti (64,7% lo scorso anno) e a registrare quasi il 61% dell'attivo netto (61,9% lo scorso anno) (cfr. Tab 1 e Tab 2).

1 L'offerta delle società e la concentrazione del mercato

Categoria	31-12-2004		31-12-2003		31-12-2002	
	Iscritti	In %	Iscritti	In %	Iscritti	In %
Azionari	101.394	26,5	98.637	27,1	94.715	28,1
Bilanciati Azionari	54.399	14,2	54.999	15,1	54.172	16,0
Bilanciati	119.746	31,3	116.166	31,9	110.994	32,9
Bilanciati Obbligazionari	70.477	18,4	64.704	17,7	55.917	16,6
Obbligazionari	20.986	5,5	17.889	4,9	12.459	3,7
Monetari	12.589	3,3	9.545	2,6	6.702	2,0
Flessibili	2.507	0,7	2.651	0,7	2.627	0,8
Totale	382.098	100,0	364.591	100,0	337.586	100,0

Tab 1 Iscritti per categoria

Tab 2

Attivo netto
per categoria

Categoria	31-12-2004		31-12-2003		31-12-2002	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
Azionari	657,7	29,5	510,1	29,5	345,4	28,1
Bilanciati Azionari	281,5	12,6	227,5	13,1	164,5	13,4
Bilanciati	667,3	29,9	526,7	30,4	390,2	31,7
Bilanciati Obbligazionari	409,2	18,4	318,1	18,4	237,2	19,3
Obbligazionari	111,5	5,0	77,7	4,5	44,6	3,6
Monetari	89,4	4,0	59,5	3,4	40,8	3,3
Flessibili	12,6	0,6	10,9	0,6	7,5	0,6
Totale	2.229,3	100,0	1.730,5	100,0	1.230,1	100,0

Analogamente allo scorso anno, l'offerta maggiore, in termini di linee istituite, proviene dalle compagnie di assicurazione, che ne gestiscono complessivamente 159: tuttavia, il patrimonio da queste amministrato è pari al solo 23,4% del totale (521,3 milioni di euro). Le banche, che contano un numero di iscritti (81.516) di poco superiore a quello delle compagnie di assicurazione (76.367), gestiscono un attivo di 297,3 milioni di euro (il 13,3% del totale).

Le Sgr invece, che offrono il 30,6% delle linee operative, cioè 94 linee, raccolgono il 30,5% degli iscritti e gestiscono il 37,9% dell'attivo (cfr. Tab 3 e Tab 4).

Tab 3

Isritti per
tipologia istitutore

Società	31-12-2004		31-12-2003		31-12-2002	
	Isritti	In %	Isritti	In %	Isritti	In %
Sgr	116.523	30,5	110.909	30,4	103.651	30,7
Impresa di assicurazione	76.367	20,0	69.295	19,0	68.332	20,2
Banca	81.516	21,3	78.138	21,4	64.520	19,1
Sim	107.692	28,2	106.249	29,1	101.083	29,9
Totale	382.098	100,0	364.591	100,0	337.586	100,0

Tab 4

Attivo netto per
tipologia istitutore

Società	31-12-2004		31-12-2003		31-12-2002	
	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %	Attivo Netto (ml euro)	In %
Sgr	844,1	37,9	644,4	37,2	447,0	36,3
Impresa di assicurazione	521,3	23,4	399,1	23,1	285,8	23,2
Banca	297,3	13,3	228,2	13,2	148,7	12,1
Sim	566,5	25,4	458,9	26,5	348,6	28,3
Totale	2.229,3	100,0	1.730,5	100,0	1.230,1	100,0

L'attivo netto medio per linea di investimento è pari a 7,3 milioni di euro, mentre la più consistente linea di investimento operativa, in termini di attivo netto, è di tipo bilanciato e gestisce più di 1,5 milioni di euro. Il numero medio di iscritti per linea di investimento è pari a 1.245, quando la più grande linea di investimento operativa in termini di iscritti ne può vantare 23.460.

Il mercato dei fondi pensione aperti è molto concentrato, basti pensare che le cinque società appartenenti ai primi tre gruppi ordinati per patrimonio gestito amministrano quasi il 64% del totale dell'attivo.

Il portafoglio dei fondi pensione aperti al 31 dicembre 2004 è investito per il 46,3% in titoli ed Oicr azionari, per il 42% in titoli ed Oicr obbligazionari, per il 6,7% in liquidità ed Oicr di liquidità e per il residuo in altre attività e passività finanziarie. Il peso degli Oicr è complessivamente pari al 33,9% del totale dell'attivo. Si assiste dunque ad una sorta di tripartizione degli investimenti, tra titoli azionari (il 24,7% dell'attivo), titoli obbligazionari (il 32,2% dell'attivo) ed investimenti in Oicr (il 33,9%) (cfr. Fig 1). Le decisioni di *asset allocation* operate dai gestori per area geografica sembrano privilegiare, nell'ordine, l'investimento in titoli italiani (33%), titoli di altri paesi dell'area UE (26,8%), statunitensi (20,2%), giapponesi (3,7%), di altri paesi OCSE (3,5%) e non OCSE (1,1%) (cfr. Fig 2).

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

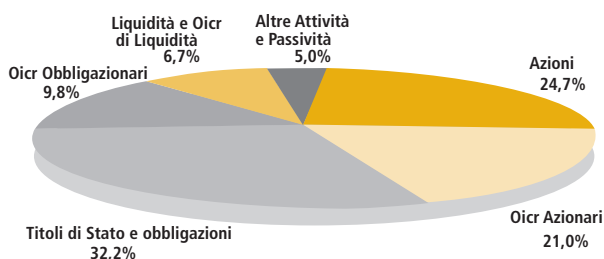


Fig 1 Composizione del portafoglio al 31/12/2004 (stime)

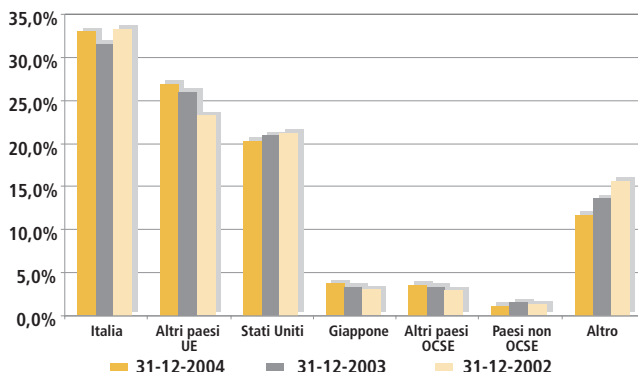


Fig 2 Ripartizione degli investimenti per area geografica

Rispetto alla fine del 2003 è aumentato il peso degli investimenti in titoli italiani (era il 31,4% del totale degli investimenti), di altri paesi UE (che costituivano il 25,9% del totale a dicembre 2003), giapponesi (3,3% a fine 2003) ed OCSE (3,3% a fine 2003), mentre il peso percentuale sulle piazze statunitensi e dei paesi non OCSE è leggermente diminuito. È opportuno precisare, tuttavia, come nelle scelte di *asset allocation* operate dai gestori siano stati privilegiati i titoli obbligazionari della piazza italiana, mentre delle piazze straniere i 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 provenienti

3 Le dinamiche della raccolta dei fondi pensione aperti

da trasferimenti da altri comparti o da altri fondi pensione. Tra i flussi in uscita rientrano le prestazioni erogate sotto forma di capitale, le trasformazioni in rendita, i riscatti, le anticipazioni, i trasferimenti ad altri comparti o ad altri fondi pensione.

Passando ad esaminare le varie componenti della raccolta, è possibile osservare che, mentre i lavoratori dipendenti possono generalmente contare anche sui contributi a carico del datore di lavoro e su quelli provenienti dalle quote di TFR, i lavoratori autonomi possono contare solo sui propri versamenti.

Nella maggioranza dei casi si assiste ad una differenziazione nella tempistica dei versamenti, tale per cui i flussi provenienti dai lavoratori dipendenti sembrano più regolari all'interno dell'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 percentuale modesta rispetto ai contributi. Tali trasferimenti, verso altre linee di investimento e verso altri fondi pensione, rappresentano invece tra i flussi in uscita la componente prevalente, rispetto alle anticipazioni, ai riscatti e alle erogazioni, sotto forma di capitale e/o rendita (cfr. Tab 5).

Nel corso del 2004 ed in linea con gli anni precedenti, sono stati raccolti più di 400 milioni di euro: di questi, più di 173 milioni di euro nel corso dell'ultimo trimestre. Alla fine del 2004 i lavoratori aderenti ai fondi pensione aperti sono stati

	Raccolta netta (in milioni di euro)		
	2004	2003	2002
Contributi	451,9	446,3	420,1
Lavoratori dipendenti	155,1	145,0	131,4
- di cui a carico del lavoratore	37,1	34,3	31,5
- di cui a carico del datore di lavoro	53,9	51,4	46,0
- di cui da quote TFR	64,1	59,3	53,8
Lavoratori autonomi	296,8	301,3	288,8
Trasferimenti	66,4	47,2	60,9
da altri comparti	16,3	16,9	11,5
da altri fondi pensione	50,1	30,4	49,4
TOTALE FLUSSI IN ENTRATA	518,2	493,5	481,0
Anticipazioni	8,4	6,3	7,3
Premi per prestazioni accessorie	0,2	2,9	0,4
Prestazioni pensionistiche in capitale	5,0	4,3	1,9
Riscatti	37,3	29,0	15,9
Trasferimenti	38,2	27,6	16,5
ad altri comparti	16,0	16,7	11,4
ad altri fondi pensione	22,2	10,8	5,1
Trasformazioni in rendita	0,1	0,0	0,0
TOTALE FLUSSI IN USCITA	89,2	70,0	41,9
TOTALE RACCOLTA NETTA	429,0	423,5	439,0

Tab 5

Evoluzione della
raccolta netta

382.098, ossia 17.507 in più rispetto alla fine dell'anno precedente; del totale, quasi il 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 tra i 30 ed i 49 anni (più del 65% degli iscritti), sebbene siano in leggero aumento le classi degli over 50 (quasi il 27% del totale, rispetto a quasi il 25% del 2003). Quanto all'area geografica, la percentuale maggiore risulta essere quella degli iscritti residenti nelle regioni del Nord (complessivamente il 51,8% del totale), al quale segue il Centro con il 25,9% ed il Sud e le Isole che insieme raggiungono il 22,3% del totale.

4 La domanda: caratteristiche degli iscritti

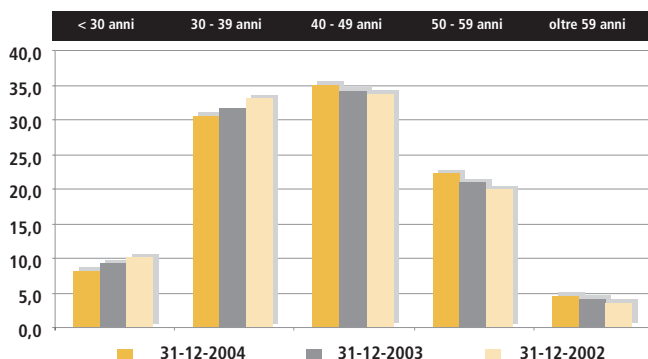


Fig 3 Iscritti per età

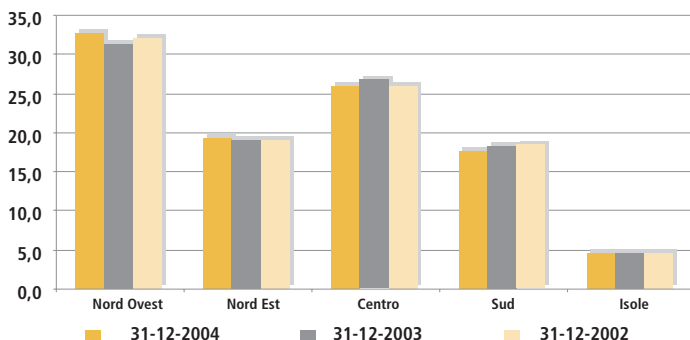


Fig 4 Iscritti per area geografica

I lavoratori dipendenti superano le 58.000 unità ed il loro numero è in crescita, grazie alla 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 attualmente pari a 48.223.

Riguardo alle preferenze di investimento dei sottoscrittori, se si analizzano i dati per classi di età è possibile notare (cfr. Tab 6) come la tendenza della maggioranza degli iscritti in quasi tutte le classi di età sia quella di privilegiare linee

Tab 6 Preferenze di investimento per classi di età
31 dicembre 2004 - dati in %

Categoria	Classi di età				
	< 30 anni	30 - 39 anni	40 - 49 anni	50 - 59 anni	Oltre 59 anni
Azionari	26,3	29,5	28,0	22,2	16,7
Bilanciati Azionari	12,9	15,9	14,9	12,2	10,0
Bilanciati	29,7	30,5	32,3	32,3	27,9
Bilanciati Obbligazionari	19,7	15,7	16,9	22,3	27,6
Obbligazionari	6,9	4,9	4,7	6,1	9,9
Monetari	4,0	2,7	2,5	4,2	7,1
Flessibili	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tab 7 Preferenze di investimento per aree geografiche
31 dicembre 2004 - dati in %

Categoria	Aree geografiche				
	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud	Isole
Azionari	29,0	35,2	21,8	20,8	21,7
Bilanciati Azionari	9,3	14,0	20,7	12,0	21,8
Bilanciati	32,4	26,8	28,2	40,2	26,6
Bilanciati Obbligazionari	19,2	14,9	18,2	21,3	18,1
Obbligazionari	6,6	4,1	6,9	2,3	7,1
Monetari	3,3	4,6	2,3	3,0	4,1
Flessibili	0,1	0,3	1,7	0,5	0,5
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

di investimento bilanciate: difatti, le linee azionarie sono preferite da più del 29% degli aderenti appartenenti alla fascia d'età 30-39 anni e da poco meno del 17% 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 35,2% del totale dei residenti in queste regioni ne è iscritto).

PARTE IV

FONDI IMMOBILIARI

L'ASSETTO REGOLAMENTARE

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

Si segnala, poi, che, nel corso dell'anno 2003, è stata introdotta, nell'ambito del TUF ad opera dell'articolo 41-*bis*, comma 7, del d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, una nuova previsione concernente la cosiddetta *governance* dei fondi chiusi. Precisamente, in base al nuovo comma 2-*bis*, dell'articolo 37, del TUF, il regolamento di gestione di un fondo chiuso deve disciplinare, conformemente alla suddetta disposizione, le modalità di funzionamento e le materie di competenza dell'assemblea dei partecipanti al fondo stesso.

IL REGIME TRIBUTARIO

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

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

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

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

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

La ritenuta è applicata dalla Sgr a titolo d'acconto se i proventi sono percepiti

1 Regime impositivo

2 Regime tributario dei proventi conseguiti dai partecipanti

IV

15 | 139

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. Peraltro, la ritenuta non è applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare di cui al d.lgs. n. 124 del 1993 e dagli organismi d'investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal TUF.

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

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

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

3 Il regime transitorio dei partecipanti

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

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

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

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

4 La disciplina fiscale degli apporti

4.1 Disciplina agli effetti delle imposte sui redditi

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

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

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

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

Inoltre, sempre nell'ipotesi di apporto di beni immobili, occorre valutare se sus-

4.2 Disciplina agli effetti dell'IVA

4.3 Disciplina agli effetti delle altre imposte indirette

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

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

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

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

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

5 Disciplina dei fondi immobiliari ad apporto prevalentemente pubblico

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

In particolare, ai fini delle imposte sui redditi, è stabilito che gli apporti effettuati nei confronti di questa particolare categoria di fondi immobiliari non

danno luogo a redditi imponibili (ovvero a perdite deducibili) in capo all'apportante, indipendentemente dalla natura giuridica (pubblica o privata) di quest'ultimo e dalla tipologia di attività svolta. Inoltre, le quote ricevute in cambio dell'apporto mantengono il medesimo valore fiscalmente riconosciuto ai beni anteriormente all'apporto stesso.

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

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

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

Per quanto attiene al recupero dell'eventuale eccedenza di credito IVA vantata dalla Sgr, quale unico soggetto IVA, in relazione all'acquisto di immobili imputabili al fondo e alle relative spese di manutenzione, è prevista, in alternativa alla richiesta di rimborso, la possibilità di utilizzare, in tutto o in parte, il credito IVA in compensazione delle imposte e dei contributi ai sensi dell'art. 17 del d.lgs. 9 luglio 1997, n. 241 (cosiddetta "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. n. 602 del 1973 (trattasi, rispettivamente, delle disposizioni relative alla cessioni di crediti d'imposta chiesti a rimborso e di quelle relative alla cessione delle eccedenze d'imposta non chieste a rimborso nell'ambito del gruppo).

6 Regime tributario del fondo ai fini IVA

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE		
Caratteristiche	Regime applicabile dal 1/1/2004	Regime transitorio
Posizione del risparmiatore	Titolare della quota	Titolare della quota
Trattamento fiscale	Sui proventi distribuiti e su quelli realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, riferiti a periodi di attività del fondo per i quali non ha trovato applicazione l'imposta patrimoniale dell'1%, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,50% (*). Nessuna imposta sostitutiva è prelevata in capo al fondo.	Sui proventi riferiti a periodi di attività del fondo per i quali ha trovato applicazione l'imposta patrimoniale dell'1%, pur se percepiti successivamente al 1° gennaio 2004, continuano ad applicarsi le previgenti disposizioni, ossia: - il regime di non imponibilità, se si tratta di proventi afferenti quote detenute al di fuori dell'esercizio di un'impresa commerciale; - l'inclusione nel reddito d'impresa del partecipante, con riconoscimento del credito d'imposta dell'1%, se relativi a quote detenute nell'esercizio d'impresa commerciale.
Indicazione dei proventi nel modello UNICO	No	No
(*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale la ritenuta è a titolo d'acconto e i proventi concorrono a formare il reddito d'impresa.		

I FONDI IMMOBILIARI IN ITALIA

In questo capitolo sono illustrati alcuni dati di sintesi concernenti i fondi immobiliari italiani. Si segnala che i dati patrimoniali sono aggiornati al 30 giugno 2004, mentre quelli anagrafici al 31 dicembre 2004.

IV

16 | 145

Nel corso del 2004 l'offerta di fondi immobiliari è cresciuta notevolmente. Infatti, se a fine 2003 si contavano 19 fondi operativi e 2 in collocamento, alla fine del 2004, considerando anche quelli in collocamento, se ne contano complessivamente 31 (cfr. Tab 1 a fine capitolo).

Nell'offerta sono impegnate 14 società, alcune specializzate esclusivamente nell'istituzione di fondi immobiliari (10), e altre operanti anche in altri settori dell'industria del Risparmio Gestito (4). Esaminiamo, allora, quali sono le principali caratteristiche dei prodotti offerti. Per quanto riguarda le modalità di costituzione dei fondi, la maggioranza (21) è stata istituita in modo ordinario; i restanti fondi sono stati istituiti con apporto privato (5), con apporto pubblico (4) e con apporto misto (1). Per quanto concerne la tipologia di clientela a cui sono destinati, mentre 20 fondi sono destinati anche alla clientela retail, i rimanenti sono riservati esclusivamente ad investitori istituzionali. Con riguardo alle modalità di trattamento dei proventi, mentre 4 fondi sono ad accumulazione e 16 a distribuzione fin dall'inizio dell'operatività, i rimanenti sono di tipo "misto", ossia per i primi anni sono ad accumulazione e per i successivi a distribuzione. Relativamente alla durata residua indicativa dei fondi, non considerando eventuali periodi di grazia necessari allo smobilizzo degli immobili, essa è compresa tra 2 e 20 anni. Per quanto riguarda la quotazione, 15 dei fondi destinati alla clientela retail sono quotati in Borsa, precisamente sul segmento MTF di classe 2 del comparto MTA.

1 L'offerta dei fondi immobiliari

Il numero dei sottoscrittori dei fondi immobiliari è indeterminato, in quanto dal momento della quotazione in Borsa, per i fondi quotati non è possibile monitorare la compravendita di quote. Al momento del richiamo degli impegni di tutti i fondi, però, il numero dei sottoscrittori di fondi immobiliari ha superato le 230.000 unità. Più di 38.000 sono stati i sottoscrittori dei fondi che hanno richiamato gli impegni nel corso del 2004.

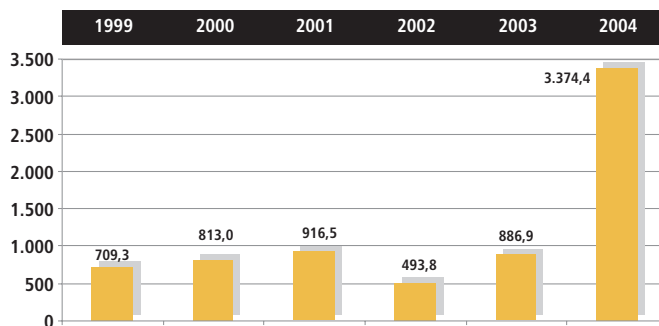
2 La domanda dei fondi immobiliari

3 Raccolta e asset under management

Come evidenziato nella Fig 1, l'anno 2004 è stato davvero l'anno migliore per lo sviluppo dei fondi immobiliari in Italia. Infatti, i 9 fondi che hanno richiamato gli impegni in questo periodo hanno raccolto più di 3 miliardi di euro. Il secondo anno più importante per la crescita dei fondi immobiliari è stato il 2001, anno in cui 5 nuovi fondi avevano raccolto poco meno di un miliardo di euro.

IV
146 16

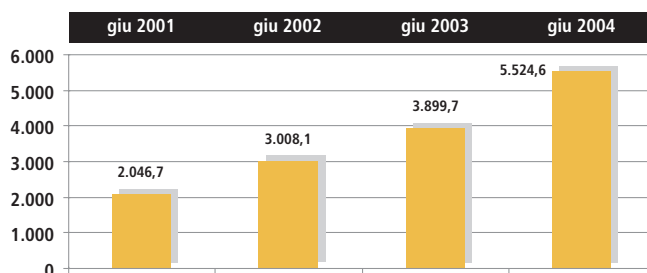
Fig 1 Raccolta annuale dei fondi immobiliari (milioni di euro)



Al 30 giugno 2004 i fondi immobiliari operativi sono 22 e complessivamente gestiscono un patrimonio di 5.524,6 milioni di euro.

Rispetto all'anno precedente, il patrimonio gestito è cresciuto di quasi il 42%, mentre rispetto al 30 giugno 2002 è quasi raddoppiato (+83%) (cfr. Fig 2).

Fig 2 Evoluzione del patrimonio (milioni di euro)



Nel corso del 2004 i fondi immobiliari hanno distribuito ai sottoscrittori, sotto forma di proventi e/o rimborsi anticipati, più di 523 milioni di euro. Nel 2003 quasi 188 milioni di euro; nel 2002 47,7 milioni di euro; nel 2001 7 milioni di euro.

4 Composizione delle attività e asset allocation immobiliare

Al 30 giugno 2004 le attività dei fondi (7.361,8 milioni di euro) sono investite per il 75,2% in immobili e diritti reali, per il 12,8% in valori mobiliari e liquidità, e per il 2,6% in partecipazioni in società immobiliari (cfr. Fig 3).

Per quanto riguarda la composizione degli investimenti immobiliari, considerando sia gli immobili acquistati direttamente, sia quelli "detenuti" indirettamente tramite partecipazioni in società immobiliari, nelle scelte di *asset allocation* i fondi hanno privilegiato immobili localizzati nel Nord Ovest (41%) e nel Centro (40,7%) e solo in misura residuale immobili localizzati nel Nord Est

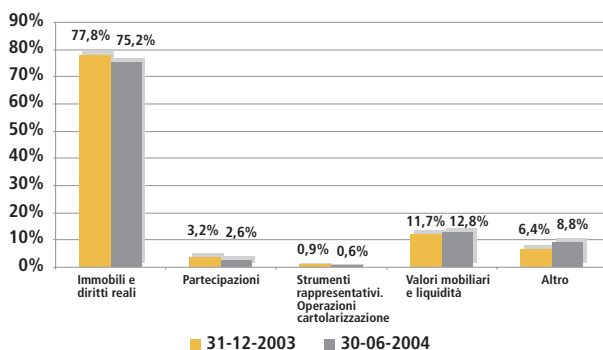


Fig 3 Evoluzione delle attività dei fondi immobiliari

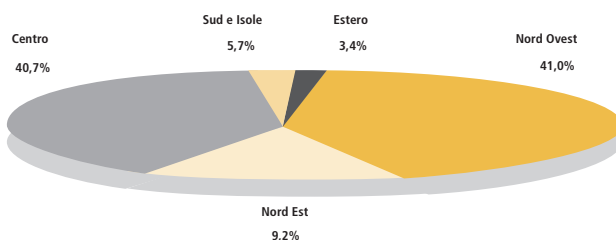


Fig 4 Investimento complessivo in immobili per area geografica

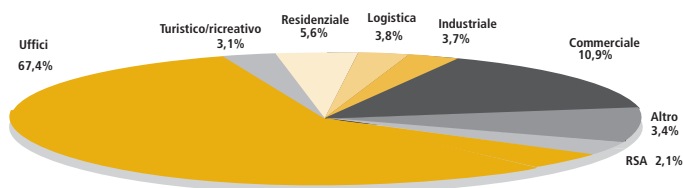


Fig 5 Investimento complessivo in immobili per destinazione d'uso

(9,2%), nel Sud e nelle Isole (5,7%) e all'Estero (3,4%) (cfr. Fig 4). Rispetto al 30 giugno 2003, l'investimento in immobili del Nord Ovest si è ridimensionato (era il 46,2% del totale) a favore degli investimenti nel Centro (erano il 36,9% del totale) e del Sud e delle Isole (erano il 2,6%). Con riguardo alla destinazione d'uso prevalente degli immobili acquistati dai fondi, nelle scelte di *asset allocation* sono stati preferiti soprattutto immobili ad uso ufficio (che rappresentano il 67,5% del totale) e commerciale (10,9%) (cfr. Fig 5). Inoltre, sono stati acquistati, ma in misura minore, anche immobili aventi altre destinazioni d'uso, quali ad es. residenziale, logistica, industriale, turistico/ricreativo, RSA, ecc..

Per quanto riguarda le movimentazioni del portafoglio immobiliare, nel primo semestre del 2004, 6 fondi hanno acquistato nuovi immobili per un valore di 99,4 milioni di euro, mentre 5 fondi hanno venduto immobili per un valore di 403,7 milioni di euro. Fino a giugno 2004 13 fondi si sono avvalsi della possibilità di utilizzare la leva finanziaria concessa dalla normativa, e si sono indebitati direttamente per 1.373,3 milioni di euro.

5 Altre informazioni

Tab 1 - Caratteristiche dei fondi immobiliari chiusi

Denominazione fondo	Tipo	Data richiamo degli impegni	Durata residua indicativa (in anni)	Patrimonio iniziale (mil euro)	Modalità di trattamento dei proventi	Quotazione	Asset allocation immobiliare obiettivo
Fondi destinati alla clientela retail							
VALORE IMMOBILIARE GLOBALE (DEUTSCHE BANK FONDIIMMOBILIARI SGR)	For	15-02-99	9	159,3	Dal 5° anno a distribuzione dei proventi (prima solo in via straordinaria)	Si	Uffici 50% - Commerciale 25% - Logistica 25%
SECURFONDO (BENI STABILI GESTIONI)	For	09-12-99	10	150,0	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Si	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari prevalentemente di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO (PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR pA)	For	9-dic-99	10	400,0	A distribuzione dei proventi	Si	Uffici 36,5%; Commerciale 15,0%; Ricettivo/turistico 10,0%; RSA 10,0%; Residenziale 3,5%; Logistico/produttivo 15,0%; Altro 10,0%
BNL PORTFOLIO IMMOBILIARE (BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA)	For	19-05-00	5	305,0	A distribuzione dei proventi	Si	Il fondo investe principalmente in beni immobili ad uso uffici, commerciale, logistica
POLIS (POLIS FONDI SGR pA)	For	17-06-00	7	258,0	Ad accumulazione e con facoltà di distribuzione dei proventi	Si	Imm. terz. min 40% - max 60%; Imm. comm. min 10% - max 25%; Imm. logistica max 20%; Imm. alberghiero max 15%
PIRAMIDE GLOBALE (DEUTSCHE BANK FONDIIMMOBILIARI SGR)	For	06-07-00	10	250,0	Ad accumulazione dei proventi	Si	Uffici 45% - Commerciale 25% - Logistica 10% - Hotel 10% - Altro 10%
FONDO ALPHA (FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR SpA.)	Apu	01-03-01	10	259,7	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Si	Beni immobili e diritti reali immobiliari prevalentemente con destinazione di utilizzo terziario, sia direzionale che commerciale
NEXTRA SVILUPPO IMMOBILIARE (NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR)	For	31-03-01	12	166,7	A distribuzione dei proventi	Si	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 (NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR)	For	11-10-01	12	212,1	A distribuzione dei proventi	Si	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%
PORTFOLIO IMMOBILIARE CRESCITA (BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA)	For	19-12-01	4	173,0	Ad accumulazione dei proventi	Si	Il fondo investe principalmente in beni immobili ad uso uffici, commerciale, logistica
INVESTIETICO (BIPIEMME REAL ESTATE)	For	01-03-02	7	153,8	A distribuzione dei proventi	Si	Prevalentemente immobili a contenuto etico
IMMOBILIUM 2001 (BENI STABILI GESTIONI)	For	14-06-02	12	130,0	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	Si	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
ESTENSE - GRANDE DISTRIBUZIONE (BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA)	For	10-06-03	8	207,0	A distribuzione dei proventi	Si	Commerciale
INVEST REAL SECURITY (BENI STABILI GESTIONI)	For	29-09-03	9	141,0	Ad accumulazione per i primi due anni e distribuzione annuale a partire dalla fine del secondo anno	Si	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nei settori terziario, in centri commerciali e logistici, in alberghi
FONDO BETA (FONDI IMMOBILIARI ITALIANI SGR SpA)	Apu	01-01-04	6	268,0	Ad accumulazione e distribuzione dei proventi	No	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
CARAVAGGIO (SORGENTE SGR SpA)	For	22-01-04	7	120,6	Ad accumulazione e distribuzione parziale dal 3° anno	No	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%
TECLA FONDO UFFICI (PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR SpA)	Apr	01-03-04	6	323,3	Distribuzione semestrale in misura non inferiore all' 80% dei proventi	Si	Prevalentemente immobili uso uffici o riconvertibili a tale uso
EUROPA IMMOBILIARE N° 1 (VEGAGEST SGR)	For	1-dic-04	10	283,5	Ad accumulazione per il primo anno con distribuzione di proventi dall'inizio del secondo anno	No	n.d.
OLINDA - FONDO SHOPS (PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR SpA)	Apr	06-12-04	7	261,1	A distribuzione dei proventi	Si	Prevalentemente immobili uso retail & entertainment riconvertibili a tale uso
Fondi riservati							
MICHELANGELO (SORGENTE SGR SpA)	For	10-12-01	5	105,0	Ad accumulazione dei proventi	No	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 ristrutturare e vendere min 0% - max 5%
INVESTIRE RESIDENZIALE 1 (INVESTIRE IMMOBILIARE SGR SpA)	For	10-12-02	3	210,0	A distribuzione dei proventi	No	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nel settore residenziale, nonché commerciale e terziario
INVESTIRE RESIDENZIALE 2 (INVESTIRE IMMOBILIARE SGR SpA)	For	16-06-03	3	185,0	A distribuzione dei proventi	No	Il Fondo investe in beni immobili e in diritti reali immobiliari nel settore residenziale, nonché commerciale e terziario

(segue)

(segue)							
FONDO LAZIO (BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA)	Apu	30-12-03	2	203,9	Le caratteristiche del Fondo rendono il dato non significativo	No	Residenziale, Commerciale
PIRELLI RE OFFICE FUND CLOE (PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR SpA)	Apr	29-06-04	6	298,5	Distribuzione semestrale in misura non inferiore al 90% dei proventi	No	Prevalentemente immobili uso uffici o riconvertibili a tale uso
TIKAL R.E. FUND (SAI INVESTIMENTI)	Apr	29-07-04	6	400,3	Ad accumulazione dei proventi	No	Beni immobili già a reddito, locati a conduttori primari
CLARICE - FONDO LIGHT INDUSTRIAL (PIRELLI & C. REAL ESTATE SGR SpA)	Apr	16-12-04	17	90,0	A distribuzione trimestrale	No	Terziario/"light Industrial" - ovvero riconvertibili a tale uso
FIP - FONDO IMMOBILI PUBBLICI (INVESTIRE IMMOBILIARE SGR SpA)	Apu	28-12-04	15	1.329,2	A distribuzione dei proventi	No	Uffici 100%
BENI STABILI ITALIAN REAL ESTATE FUND (BENI STABILI GESTIONI)	For	Drawdown al perfezionamento degli investimenti (investment period di 24 mesi)	6	235,0	A distribuzione dei proventi	No	Uffici - Retail - Logistica
Fondi destinati alla clientela retail non ancora operativi							
IMMOBILIARE DINAMICO (BNL FONDI IMMOBILIARI SGR pA)	For	In collocamento dal 16/11/2004 al 15/03/2005			A distribuzione dei proventi		Beni immobili a carattere direzionale, commerciale, ricettivo, logistico, industriale, residenziale, assistenziale e sanitario
Fondi riservati non ancora operativi							
MEDIOLANUM PROPERTY (MEDIOLANUM GESTIONE FONDI)	For	10-01-03	13	150,0	A distribuzione dei proventi	-	Beni immobili non residenziali
RAFFAELLO (SORGENTE SGR SpA)	Ami		20	500,0	Ad accumulazione e distribuzione parziale dal 4° anno		Imm. uso direzionale situati preval.nelle aree di Roma e Milano min 50% - max 60%; Imm.uso direzionale da sviluppare e/o valorizzare situati preval. nelle province di Roma e Milano min 30% - max 40%; Imm.uso residenziale da sviluppare e/o valorizz. min 10% - max 20%
Note: Criterio di ordinamento: tipologia di clientela a cui i fondi sono destinati e data di richiamo degli impegni For = Fondo ordinario; Apu = Fondo ad apporto pubblico; Apr = Fondo ad apporto privato; Ami = Fondo ad apporto misto Durata residua indicativa: non si tiene conto dell'eventuale periodo di grazia previsto dalla normativa e dai regolamenti di gestione del fondo. Per i fondi in collocamento, durata complessiva prevista							

PARTE V

**VALUTAZIONE DEI PRODOTTI
DEL RISPARMIO GESTITO**

INTRODUZIONE: EFFICIENZA DELLA GESTIONE E SCELTA DEL PRODOTTO

I capitoli che seguono sono dedicati ad alcune selezionate problematiche riguardanti il complesso 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, 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 documento 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.

V

18 | 155

1 La classificazione dei fondi comuni

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

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

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

1.1 Asset allocation di base: le macro categorie

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

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

1.2 Fattori di rischio specifici: le categorie

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

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

RIEPILOGO DELLE CATEGORIE ASSOGESTIONI DEI FONDI COMUNI

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

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da:

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

Il tipo di investimento principale attribuisce il nome alla categoria.

Le categorie azionarie sono:

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

Specificazioni:

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

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

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

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

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

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

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

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

Fondi bilanciati

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

Rischio di mercato:

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

Rischio di credito:

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

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

Categorie specializzate:

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

Categorie non specializzate:

- Obbligazionari misti
- Obbligazionari flessibili

Fondi obbligazionari

V

Specificazioni

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

Categorie specializzate:

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

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

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

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

*: non rilevante

Fondi di liquidità

Categorie non specializzate (misti e flessibili):

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

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

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

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

Fondi flessibili

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

1.3 Limiti di categoria e valorizzazione del portafoglio

Il trattamento dei derivati

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

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

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

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

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

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

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

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

L'investimento in fondi

Il calcolo della duration

V

18 | 163

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.

2 La classificazione dei fondi pensione

3 La classificazione delle gestioni patrimoniali

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

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

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

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

4 Definizione di alcune qualificazioni dei prodotti del Risparmio Gestito

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

Le definizioni delle qualificazioni sono integrate dalle seguenti due condizioni:

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

Fondo etico

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fondo a capitale protetto

Fondo a capitale garantito

Fondo indicizzato

5 Attribuzione, modifica e monitoraggio delle categorie

Attribuzione iniziale della categoria

V

18 | 165

Variazione della categoria su richiesta della società di promozione

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

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

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

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

Variazione d'ufficio della categoria

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

Rispetto dei limiti di categoria

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

MISURAZIONE DEI RENDIMENTI: UNA RASSEGNA DELLE TECNICHE PIÙ DIFFUSE

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 Tab 1 rappresenta schematicamente

1.2 Il metodo Money Weighted

V

19 | 171

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:

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

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

V

19 | 173

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

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

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

Il *benchmark* fornisce dunque indicazioni sulla rischiosità del prodotto gestito, dato che fondi con *benchmark* azionari, investendo in azioni, risulteranno più volatili rispetto a quei fondi caratterizzati da un parametro oggettivo di riferimento rappresentato da un indice obbligazionario. In realtà il livello di rischiosità del *benchmark* non si mantiene costante nel tempo, ma è soggetto a cambiamenti a causa dei mutamenti macroeconomici che i vari mercati registrano. Nella Tab 2 è rappresentata la volatilità di tre indici di mercato utilizzati diffusamente dagli operatori come *benchmark*. Su archi temporali differenti la volatilità degli indici non rimane costante ma si modifica.

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

Tab. 2 Volatilità del benchmark sui diversi orizzonti temporali

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

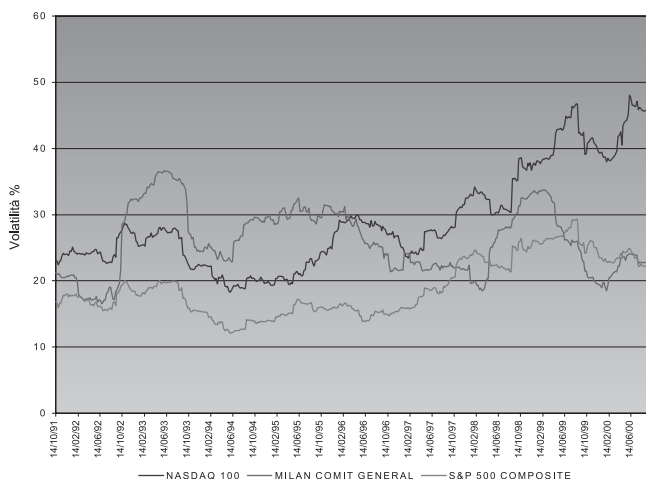


Fig 1 Variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3 Misure Risk-adjusted performance

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

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

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

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

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

in cui:

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

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

R_t : rendimento sottoperiodale;

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

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

- il rischio complessivo
- il rischio sistematico o di mercato

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

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

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

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

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

nella quale:

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

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

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

3.1 Indice di Sharpe

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

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

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

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 Fig 2 sono rappresentati nello spazio cartesiano rischio-rendimento tre fondi che adottano come *benchmark* il MIB30. È evidenziata anche la collocazione dell'attività priva di rischio e del *benchmark*.

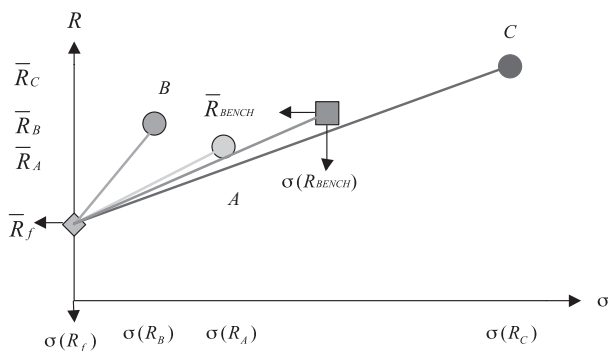


Fig 2 Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe

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

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

3.2 Indice di Modigliani

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

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

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

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

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

RAP_M : misura di Modigliani;

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

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

σ_B : deviazione standard del *benchmark* nell'*evaluation period*;

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

La Fig 3, costruita in un piano cartesiano rischio-rendimento presenta un'illustrazione grafica della misura di Modigliani. Dopo aver collocato nel piano il fondo A, il fondo B ed il *benchmark* si sono determinati i rendimenti "modificati" o misure RAP dei due fondi.

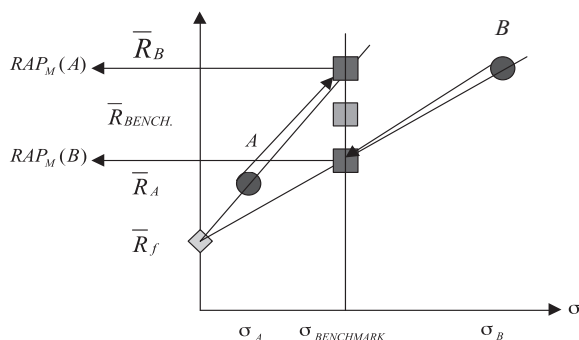


Fig 3 Interpretazione grafica dell'indice di Modigliani

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

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

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

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

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

3.3 L'information ratio

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

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

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

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

in cui:

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

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

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

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

dove:

TE_t : *tracking error* del fondo in t ;

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

R_t : rendimento del fondo in t .

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

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

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

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

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

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

3.4 L'alfa di Jensen

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

Tale misura, comunemente denominata alfa di Jensen (α), è infatti definita come il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistematico.

La misura in esame è costruita su un modello di *asset pricing*, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il quale definisce il rendimento atteso delle attività finanziarie (quindi anche di un fondo di investimento) sulla base dell'indicatore di rischio beta (β).

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

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

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

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

in cui:

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

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

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

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

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

dove:

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

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

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

β_p : misura di rischio sistematico del fondo di investimento.

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

Morningstar, società americana indipendente di informazione e valutazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito, ha sviluppato un sistema di rating per classificare i fondi di investimento basato su una misura RAP denominata *risk-adjusted rating (RAR)*.

Morningstar utilizza due sistemi di rating:

- 1 *Star rating*
- 2 *Category rating*

L'impostazione metodologica di determinazione risulta simile per ambedue i sistemi, tuttavia sono riscontrabili differenze nei parametri informativi che vengono implementati.

Ogni fondo di investimento viene collocato e valutato all'interno di un gruppo o categoria la quale svolge la funzione di *benchmark*. Tale categoria viene co-

3.5 Il sistema di rating di Morningstar e Micropal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

dove:

MI: indice Micropal;

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

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

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

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

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

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

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

★★★★☆: fondi che si collocano nel 20% delle posizioni successive;

★★★☆☆: fondi che si collocano nel 20% delle posizioni seguenti;

★★☆☆☆: fondi che si collocano nel seguente 25%;

★☆☆☆☆: fondi che si collocano nell'ultimo 25% delle posizioni della classifica.

Dall'analisi dei due sistemi di rating emergono differenze nelle modalità con cui vengono redatte le classifiche e nel modo in cui vengono attribuiti i punteggi.

AIMR, *Performance Presentation Standards 1993*, 1993.

Assogestioni, "Standard di presentazione della performance: Manuale AIMR", Quaderni di documentazione e ricerca, n. 17, Roma, 1997.

_____, *Benchmark* e fondi comuni: Le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento, 1999.

Elton E.J., Gruber M.J., *Modern Portfolio Theory and Investment analysis*, 5th edition, Wiley & Sons, New York, 1995.

Standard Italiani di Presentazione delle Performance degli Investimenti (IPPS) - Versione italiana dei GIPS, *Italian Investment Performance Committee*, Luglio 2002.

Jensen M.C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, May 1968.

Markowitz H.M., "Portfolio Selection" in *Journal of Finance*, 7: 77-91, marzo 1952.

Markowitz H.M., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, Wiley & Sons, New York, 1959.

Modigliani F., Modigliani L., "Risk-Adjusted Performance", *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1997.

Sharpe W.F., "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, 39, n°1 January 1966.

_____, "Determining a Fund's Effective Asset Mix", *Investment Management Review*, Dec. 1988.

_____, "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 18 n°1, 1992.

_____, "The Sharpe ratio", *Journal of Portfolio Management*, Fall 1994.

_____, *Morningstar's Risk-adjusted Ratings*, Stanford University, Jan. 1998.

Riferimenti bibliografici

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

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

STANDARD DI PERFORMANCE: 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

V

20 | 189

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

V

190 20

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.

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 $\tau = 12,5\%$) si dimostra agevolmente che i risultati ottenuti nella sezione precedente possono essere riscritti secondo la seguente formulazione (che chiameremo "analitica"):

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

dove:

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

In termini di flussi:

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

inoltre:

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

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

Riprendendo un tema anticipato nell'introduzione, utilizziamo il modello appena presentato per mettere in luce l'esatta influenza che la fiscalità ha sul meccanismo di determinazione della quota netta e per chiarire il principio che governa il modello di determinazione della quota lorda. Più precisamente, in questa sezione mostriamo che a causa della tassazione la quota netta di un fondo aperto italiano è determinata anche dal numero delle quote in essere. In altre parole la quota netta non è una misura *time-weighted* della performance del gestore ma dipende, sia pure solo in parte, anche dalle decisioni in termini di sottoscrizione e rimborsi da parte dei risparmiatori. Questa osservazione apre la strada ad un analogo interrogativo circa le proprietà della quota lorda appena determinata. Nella sezione successiva mostreremo che questa, a differenza della quota netta (dalla quale peraltro dipende) è indipendente dal numero di quote del fondo e costituisce così un'effettiva misura *time-weighted* della performance del gestore. Facile concludere che queste due osservazioni rappresentano altrettanti buoni motivi per optare per la quota lorda quando si intenda costruire un indice che misuri le capacità del gestore di un fondo.

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

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

3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

risolvendo in N_i si ottiene:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

tenuto conto della (8) si ottiene semplicemente:

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

quindi

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

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

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

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

3.2 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

3.3 Alcuni esempi

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

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

Dal momento che questo fatto costituisce una fonte di distorsione del rapporto quota netta/quota lorda che, in 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	Δ_N	L_i	Δ_L	$ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$
0	-	1	100	-	100	-	
1	20%	1000	117,5	+17,5%	120	+20%	0
2	20%	2000	138,28	+17,69%	144	+20%	0,01
3	20%	3000	162,97	+17,86%	172,8	+20%	0,02
4	20%	4000	192,32	+18,01%	207,36	+20%	0,02
5	20%	100	288,62	+50,07%	248,83	+20%	1,86

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

3.4 Lordizzazione delle commissioni e indebitamento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

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

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

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

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

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

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

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

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

PARTE VI

DATI E STATISTICHE

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale* - 2004
Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	119.435,7	121.098,8	120.507,1	121.623,8	118.997,1	121.919,1	118.399,6	117.288,9	117.349,4	117.428,4	119.028,9	121.220,2
AZ. ITALIA	15.976,5	15.837,6	15.208,8	15.399,5	15.203,9	15.555,8	15.132,4	14.683,6	14.900,4	15.254,6	15.763,4	16.608,9
AZ. AREA EURO	4.996,7	5.090,0	4.934,4	4.989,7	4.890,2	4.918,4	4.776,4	4.695,3	4.835,5	4.875,2	4.954,9	5.090,9
AZ. EUROPA	31.305,5	31.809,6	30.757,1	31.226,9	30.917,0	31.601,7	31.023,2	30.923,1	31.414,8	31.744,2	32.465,3	33.134,7
AZ. AMERICA	21.219,7	21.327,0	21.169,0	21.493,5	21.084,2	21.583,8	20.895,2	20.594,9	20.257,6	19.995,2	19.835,7	20.051,6
AZ. PACIFICO	11.981,1	12.334,4	13.699,5	13.749,2	13.122,4	13.740,3	13.266,6	13.344,3	12.980,3	12.755,3	12.788,4	12.891,9
AZ. PAESI EMERGENTI	1.953,5	5.472,7	5.628,8	5.623,6	5.122,4	5.095,7	4.931,5	5.036,2	5.204,4	5.249,8	5.346,3	5.437,6
AZ. PAESE	1.573,2	1.585,8	1.653,9	1.742,5	1.710,0	1.664,1	1.616,7	1.612,2	1.650,4	1.676,6	1.715,1	1.726,1
AZ. INTERNAZIONALI	15.683,1	15.869,8	15.753,6	15.652,4	15.424,0	16.051,1	15.583,9	15.342,4	15.124,2	15.081,7	15.301,9	15.404,5
AZ. ENERGIA E M.P.	453,2	510,4	508,3	553,2	545,2	566,2	573,1	554,3	570,6	551,4	565,4	557,6
AZ. INDUSTRIA	324,3	370,0	380,2	387,7	381,7	378,4	373,0	367,4	374,0	363,2	328,5	336,1
AZ. BENI CONSUMO	600,8	654,8	678,9	728,4	714,9	736,3	709,1	717,1	717,2	719,2	734,8	750,0
AZ. SALUTE	1.116,3	1.149,4	1.121,4	1.190,9	1.179,8	1.175,8	1.130,9	1.126,8	1.096,4	1.003,6	975,1	986,9
AZ. FINANZA	1.212,8	1.278,7	1.315,4	1.297,8	1.262,2	1.286,7	1.250,8	1.285,8	1.270,1	1.245,2	1.266,1	1.310,0
AZ. INFORMATICA	2.799,4	2.720,9	2.667,9	2.558,7	2.519,6	2.556,4	2.324,9	2.234,5	2.199,7	2.187,3	2.180,2	2.106,1
AZ. SERV. TELECOM.	514,8	524,2	516,9	506,0	472,3	472,1	461,4	457,3	451,1	442,9	492,8	504,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	100,9	103,8	105,9	107,0	106,3	108,3	112,2	113,9	118,1	103,5	77,5	81,1
AZ. ALTRI SETTORI	1.926,7	1.981,3	1.949,6	1.925,6	1.910,3	1.944,1	1.843,0	1.799,1	1.810,1	1.813,2	1.804,6	1.794,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.455,1	2.478,2	2.457,6	2.491,2	2.430,6	2.483,7	2.395,3	2.400,5	2.374,6	2.366,4	2.432,8	2.448,0
BILANCIATI	41.962,8	42.259,3	42.363,4	42.343,8	42.048,0	42.177,2	42.623,9	42.342,6	41.950,0	41.799,4	41.676,7	41.620,9
BILANCIATI AZIONARI	2.445,9	2.485,0	2.491,1	2.490,3	2.461,9	2.500,7	2.443,5	2.412,9	2.391,2	2.355,9	2.347,5	2.334,4
BILANCIATI	26.504,5	26.585,7	26.330,9	26.115,3	25.717,3	25.638,2	25.078,1	24.788,9	24.467,9	24.220,8	24.139,2	24.030,2
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	13.012,4	13.188,5	13.541,4	13.738,1	13.868,8	14.038,3	15.102,3	15.140,8	15.090,9	15.222,6	15.190,1	15.256,3

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
OBLIGAZIONARI	238.423,4	239.737,2	243.322,9	242.897,8	241.317,2	239.283,7	243.547,2	245.590,0	244.866,8	246.049,6	247.440,1	249.804,1
OBL. EURO GOV. BREVET.	101.747,2	101.647,4	102.476,6	102.214,7	101.908,2	100.437,8	99.784,2	100.231,1	99.746,9	99.325,8	99.154,1	98.837,0
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	59.197,5	59.671,0	60.083,2	59.866,8	59.057,6	58.233,7	57.860,9	58.446,1	59.426,9	59.994,9	60.758,7	61.601,2
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	7.334,6	7.359,5	7.634,1	7.616,6	7.383,5	7.310,2	7.519,5	7.644,1	7.687,7	7.801,3	7.979,6	8.441,7
OBL. EURO HIGH YIELD	341,9	348,4	289,8	296,9	275,6	276,4	291,0	307,8	308,9	324,2	402,7	430,6
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	1.488,6	1.566,1	1.630,4	1.649,1	1.657,5	1.710,2	1.723,3	1.672,4	1.649,1	1.657,1	1.311,0	1.238,9
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.428,2	2.553,3	2.651,2	2.695,2	2.616,4	2.562,0	2.609,8	2.630,3	2.554,0	2.410,0	2.257,5	2.194,9
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	32,3	34,5	55,2	49,7	49,2	48,6	48,9	48,6	47,6	37,8	34,1	31,4
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	799,9	817,5	799,0	836,8	771,8	761,4	711,2	678,3	661,6	646,4	603,7	582,9
OBL. INT.LI GOV.	11.887,8	11.564,9	11.752,2	11.447,7	11.294,6	11.197,9	10.900,2	10.616,8	10.301,2	10.184,9	9.923,9	9.707,7
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.116,3	1.188,9	1.244,2	1.261,5	1.268,5	1.283,9	1.287,1	1.255,4	1.256,6	1.414,4	1.463,0	1.527,3
OBL. INT.LI HIGH YIELD	823,3	863,6	940,0	964,3	895,3	916,1	917,3	928,9	934,3	953,0	989,1	1.032,2
OBL. YEN	769,4	776,2	883,1	875,9	896,5	999,0	869,3	875,3	861,0	857,4	820,0	779,0
OBL. PAESI EMERGENTI	2.738,6	2.673,3	2.725,8	2.567,6	2.391,8	2.323,8	2.420,5	2.669,4	2.733,1	2.800,2	2.864,9	2.950,2
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	21.054,3	21.109,3	21.389,8	21.378,0	21.608,8	21.945,2	28.302,6	28.867,2	28.000,8	28.566,3	29.256,9	29.960,5
OBL. MISTI	21.039,6	21.815,3	22.881,7	23.147,1	23.203,7	23.187,8	21.816,4	21.985,0	21.921,8	21.939,3	22.052,7	22.701,0
OBL. FLESSIBILI	5.624,1	5.747,9	5.886,5	6.030,0	6.038,2	6.089,8	6.485,0	6.733,2	6.775,4	7.136,6	7.568,2	7.787,5
FONDI DI LIQUIDITÀ	106.689,5	106.151,2	105.708,7	104.999,9	104.994,3	104.671,3	98.731,5	100.125,0	99.446,1	98.430,6	96.754,3	96.826,6
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	106.253,7	105.671,7	105.212,2	104.505,3	104.484,5	104.129,9	98.157,3	99.552,3	98.880,6	97.868,1	96.221,4	96.313,2
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	435,8	479,5	496,6	494,6	509,8	541,4	574,2	572,9	565,5	562,5	532,9	513,4
FLESSIBILI	11.848,7	12.326,7	12.518,7	12.647,1	12.754,0	12.818,7	13.302,8	13.270,6	13.184,1	13.205,9	13.409,3	13.873,1
FONDI HEDGE	8.092,8	8.655,5	9.435,5	10.264,2	11.027,9	11.745,9	12.407,3	12.718,3	12.922,9	13.022,5	13.793,2	14.074,8
TOTALE	526.452,9	530.228,6	533.856,3	534.776,6	531.138,6	532.615,9	529.012,2	531.335,3	529.719,3	529.936,3	532.102,5	537.419,7

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi nei totali ed alla considerazione del patrimonio complessivo per i fondi roundtrip.

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale - 2004
Dettaglio dei Fondi aperti* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	119.309,7	120.971,2	120.374,4	121.490,0	118.865,2	121.784,4	118.270,3	117.160,0	117.219,6	117.258,5	118.859,9	120.965,7
AZ. ITALIA	15.976,5	15.837,6	15.208,8	15.399,5	15.203,9	15.555,8	15.132,4	14.683,6	14.900,4	15.254,6	15.763,4	16.608,9
AZ. AREA EURO	4.996,7	5.090,0	4.934,4	4.989,7	4.890,2	4.918,4	4.776,4	4.695,3	4.835,5	4.875,2	4.954,9	5.090,9
AZ. EUROPA	31.236,2	31.739,1	30.688,0	31.157,1	30.847,8	31.531,6	30.954,4	30.854,6	31.344,8	31.673,5	32.450,5	33.131,3
AZ. AMERICA	21.198,5	21.305,6	21.147,6	21.472,0	21.062,7	21.562,0	20.873,7	20.573,6	20.236,4	19.974,2	19.814,8	20.050,1
AZ. PACIFICO	11.962,2	12.315,7	13.678,4	13.728,5	13.102,9	13.719,7	13.247,3	13.324,8	12.961,4	12.736,6	12.769,9	12.890,5
AZ. PAESI EMERGENTI	5.195,5	5.472,7	5.628,8	5.623,6	5.122,4	5.095,7	4.931,5	5.036,2	5.204,4	5.249,8	5.346,3	5.437,6
AZ. PAESE	1.573,2	1.585,8	1.653,9	1.742,5	1.710,0	1.664,1	1.616,7	1.612,2	1.650,4	1.676,6	1.715,1	1.726,1
AZ. INTERNAZIONALI	15.666,3	15.853,0	15.732,5	15.630,6	15.402,3	16.028,9	15.564,2	15.322,9	15.104,4	15.022,2	15.187,1	15.156,3
AZ. ENERGIA E M.P.	453,2	510,4	508,3	553,2	545,2	566,2	573,1	554,3	570,6	551,4	565,4	557,6
AZ. INDUSTRIA	324,3	370,0	380,2	387,7	381,7	378,4	373,0	367,4	374,0	363,2	328,5	336,1
AZ. BENI CONSUMO	600,8	654,8	678,9	728,4	714,9	736,3	709,1	717,1	717,2	719,2	734,8	750,0
AZ. SALUTE	1.116,3	1.149,4	1.121,4	1.190,9	1.179,8	1.175,8	1.130,9	1.126,8	1.096,4	1.003,6	975,1	986,9
AZ. FINANZA	1.212,8	1.278,7	1.315,4	1.297,8	1.262,2	1.286,7	1.250,8	1.285,8	1.270,1	1.245,2	1.266,1	1.310,0
AZ. INFORMATICA	2.799,4	2.720,9	2.667,9	2.558,7	2.519,6	2.556,4	2.324,9	2.234,5	2.199,7	2.187,3	2.180,2	2.106,1
AZ. SERV. TELECOM.	514,8	524,2	516,9	506,0	472,3	472,1	461,4	457,3	451,1	442,9	492,8	504,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	100,9	103,8	105,9	107,0	106,3	108,3	112,2	113,9	118,1	103,5	77,5	81,1
AZ. ALTRI SETTORI	1.926,7	1.981,3	1.949,6	1.925,6	1.910,3	1.944,1	1.843,0	1.799,1	1.810,1	1.813,2	1.804,6	1.794,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.455,1	2.478,2	2.457,6	2.491,2	2.430,6	2.483,7	2.395,3	2.400,5	2.374,6	2.366,4	2.432,8	2.448,0
BILANCIATI	41.333,5	41.622,6	41.596,9	41.580,1	41.269,1	41.387,4	41.841,8	41.557,4	41.161,3	40.941,1	40.805,3	40.741,6
BILANCIATI/AZIONARI	2.445,9	2.485,0	2.491,1	2.490,3	2.461,9	2.500,7	2.443,5	2.412,9	2.391,2	2.355,9	2.347,5	2.334,4
BILANCIATI	25.923,5	25.998,0	25.739,3	25.524,8	25.131,3	25.042,4	24.489,6	24.199,2	23.876,0	23.630,1	23.538,1	23.424,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	12.964,1	13.139,6	13.366,6	13.564,9	13.675,9	13.844,3	14.908,7	14.945,4	14.894,1	14.955,1	14.919,7	14.982,8

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
OBLIGAZIONARI	235.176,6	236.468,4	239.975,8	239.546,8	237.914,4	235.940,6	240.147,2	242.167,7	241.273,9	242.068,4	243.227,3	245.473,2
OBLB EURO GOV. BREVET.	100.266,4	100.158,6	100.982,3	100.724,3	100.417,6	98.945,5	98.287,4	98.727,3	98.081,4	97.629,3	97.452,3	97.134,1
OBLB EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	59.121,8	59.586,4	59.959,9	59.737,7	58.902,9	58.089,8	57.723,7	58.299,1	59.275,9	59.841,7	60.702,0	61.483,6
OBLB EURO CORP. INV.GRADE	7.334,6	7.359,5	7.634,1	7.616,6	7.383,5	7.310,2	7.519,5	7.644,1	7.687,7	7.801,3	7.979,6	8.441,7
OBLB EURO HIGH YIELD	341,9	348,4	289,8	296,9	275,6	276,4	291,0	307,8	308,9	324,2	402,7	430,6
OBLB DOLLARO GOV. BREVE T.	1.182,2	1.257,7	1.320,8	1.341,9	1.350,3	1.402,5	1.414,3	1.361,4	1.338,2	1.345,3	1.304,6	1.238,9
OBLB DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.428,2	2.553,3	2.651,2	2.695,2	2.616,4	2.562,0	2.609,8	2.630,3	2.554,0	2.410,0	2.257,5	2.194,9
OBLB DOLLARO CORP. INV.GRADE	32,3	34,5	55,2	49,7	49,2	48,6	48,9	48,6	47,6	37,8	34,1	31,4
OBLB DOLLARO HIGH YIELD	799,9	817,5	799,0	836,8	771,8	761,4	711,2	678,3	661,6	646,4	603,7	582,9
OBLB INT.LI GOV.	11.755,7	11.432,3	11.589,1	11.280,4	11.103,1	11.058,7	10.705,4	10.421,0	10.102,1	9.954,2	9.698,4	9.491,4
OBLB INT.LI CORP. INV.GRADE	1.116,3	1.188,9	1.244,2	1.261,5	1.268,5	1.283,9	1.287,1	1.255,4	1.256,6	1.268,9	1.317,1	1.380,6
OBLB INT.LI HIGH YIELD	823,3	863,6	940,0	964,3	895,3	916,1	917,3	928,9	934,3	953,0	989,1	1.032,2
OBLB YEN	769,4	776,2	883,1	875,9	896,5	999,0	869,3	875,3	861,0	857,4	820,0	779,0
OBLB PAESI EMERGENTI	2.738,6	2.673,3	2.725,8	2.567,6	2.391,8	2.323,8	2.420,5	2.669,4	2.733,1	2.800,2	2.864,9	2.950,2
OBLB ALTRE SPECIALIZZAZIONI	21.003,2	21.058,1	21.338,4	21.326,6	21.557,4	21.893,7	28.251,0	28.815,4	27.948,8	28.514,1	28.900,6	29.595,1
OBLB MISTI	20.988,4	21.763,9	22.830,2	23.096,0	23.152,9	23.137,0	21.765,7	21.934,2	21.870,9	21.888,1	22.000,9	22.648,8
OBLB FLESSIBILI	4.474,7	4.596,2	4.732,6	4.875,4	4.881,6	4.932,1	5.325,2	5.571,1	5.611,8	5.796,4	5.900,0	6.057,7
FONDI DI LIQUIDITÀ	105.238,8	104.720,9	104.274,8	103.570,1	103.548,1	103.179,0	97.243,1	98.634,7	97.970,2	96.980,0	95.224,2	95.364,8
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	104.803,0	104.241,4	103.778,2	103.075,6	103.038,3	102.637,5	96.668,9	98.061,8	97.404,7	96.417,5	94.691,3	94.851,4
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	435,8	479,5	496,6	494,6	509,8	541,4	574,2	572,9	565,5	562,5	532,9	513,4
FLESSIBILI	11.502,5	11.840,3	12.035,3	12.159,9	12.268,6	12.374,1	12.876,5	12.872,5	12.790,2	12.818,7	13.026,8	13.328,9
TOTALE	512.561,1	515.623,5	518.257,2	518.346,9	513.865,5	514.665,5	510.378,9	512.392,2	510.415,2	510.066,6	511.143,4	515.874,2

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali ed alla considerazione del patrimonio complessivo per i fondi roundtrip.

2004 - Patrimonio dei fondi riservati

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale - 2004
Dettaglio dei Fondi riservati* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	126,0	127,5	132,7	133,8	131,9	134,7	129,3	128,9	129,8	169,9	169,1	254,5
AZ. EUROPA	69,2	70,5	69,1	69,8	69,2	70,1	68,9	68,5	69,9	70,7	14,8	3,3
AZ. AMERICA	21,2	21,5	21,4	21,5	21,4	21,8	21,4	21,4	21,2	21,0	21,0	1,6
AZ. PACIFICO	18,9	18,7	21,1	20,7	19,5	20,6	19,3	19,5	18,8	18,7	18,5	1,4
AZ. INTERNAZIONALI	16,7	16,8	21,1	21,8	21,7	22,2	19,7	19,5	19,8	59,5	114,8	248,2
BILANCIATI	629,3	636,6	766,4	763,7	778,9	789,8	782,1	785,1	788,6	858,3	871,4	879,3
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	581,0	587,7	591,6	590,5	586,0	595,8	588,5	589,7	591,9	590,7	601,1	605,8
	48,3	48,9	174,9	173,2	192,9	194,0	193,6	195,4	196,7	267,6	270,4	273,5
OBBLIGAZIONARI	3.246,8	3.268,7	3.347,1	3.351,0	3.402,8	3.343,0	3.400,0	3.422,4	3.592,9	3.981,2	4.212,8	4.330,9
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	1.480,8	1.488,8	1.494,3	1.490,4	1.490,6	1.492,3	1.496,9	1.503,8	1.665,5	1.696,5	1.701,9	1.702,9
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	75,7	84,6	123,3	129,1	154,7	143,9	137,2	147,0	150,9	153,2	56,7	117,6
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	306,5	308,3	309,6	307,2	307,2	307,7	309,0	311,0	311,0	311,8	6,4	0,0
OBBL. INT'L GOV.	132,1	132,6	163,1	167,3	191,5	139,3	194,8	195,9	199,1	230,8	225,5	216,3
OBBL. INT'L CORP. INV. GRADE										145,5	146,0	146,6
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	51,0	51,2	51,4	51,4	51,4	51,5	51,6	51,8	52,0	52,2	356,3	365,4
OBBL. MISTI	51,2	51,5	51,5	51,1	50,8	50,8	50,7	50,8	50,8	51,1	51,8	52,2
OBBL. FLESSIBILI	1.149,4	1.151,8	1.153,9	1.154,6	1.156,6	1.157,7	1.159,8	1.162,1	1.163,6	1.340,2	1.668,3	1.729,8
FONDI DI LIQUIDITÀ	1.450,8	1.430,3	1.433,9	1.429,8	1.446,2	1.492,4	1.488,4	1.490,3	1.475,9	1.450,6	1.530,1	1.461,8
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	1.450,8	1.430,3	1.433,9	1.429,8	1.446,2	1.492,4	1.488,4	1.490,3	1.475,9	1.450,6	1.530,1	1.461,8
FLESSIBILI	346,1	486,4	483,4	487,3	485,5	444,6	426,2	398,1	393,9	387,2	382,5	544,1
TOTALE	5.799,0	5.949,6	6.163,6	6.165,5	6.245,2	6.204,5	6.226,0	6.224,8	6.381,1	6.847,2	7.165,9	7.470,6

*Serie storiche rettificata inclusive dei Fondi dedicati (armonizzati, italiani).

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale - 2004
Dettaglio dei Fondi hedge* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
FONDI HEDGE	8.092,8	8.655,5	9.435,5	10.264,2	11.027,9	11.745,9	12.407,3	12.718,3	12.922,9	13.022,5	13.793,2	14.074,8
TOTALE	8.092,8	8.655,5	9.435,5	10.264,2	11.027,9	11.745,9	12.407,3	12.718,3	12.922,9	13.022,5	13.793,2	14.074,8

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali ed alla considerazione del patrimonio complessivo per i fondi roundtrip

2004 - Patrimonio dei fondi italiani

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale * - 2004
Dettaglio dei Fondi Italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	78.548,5	79.363,7	78.389,7	78.600,2	76.710,6	78.402,4	75.623,0	73.997,3	73.561,1	73.079,5	73.561,6	74.593,4
AZ. ITALIA	12.852,6	12.846,8	12.321,2	12.518,5	12.306,7	12.615,4	12.159,1	11.833,4	11.965,9	12.186,9	12.581,4	13.234,0
AZ. AREA EURO	3.844,2	3.926,3	3.770,2	3.799,0	3.732,2	3.828,6	3.726,5	3.652,1	3.787,7	3.765,5	3.849,3	3.971,5
AZ. EUROPA	19.298,2	19.524,5	18.705,3	18.804,4	18.406,4	18.554,5	18.006,9	17.467,6	17.465,3	17.485,2	17.700,1	17.862,9
AZ. AMERICA	10.333,6	10.417,1	10.264,9	10.532,9	10.313,8	10.503,1	9.981,6	9.698,0	9.439,7	9.207,8	8.898,4	8.930,1
AZ. PACIFICO	7.582,0	7.757,8	8.523,6	8.557,5	8.194,5	8.512,9	8.273,3	8.230,8	7.994,6	7.811,2	7.789,2	7.756,8
AZ. PAESI EMERGENTI	3.493,1	3.640,5	3.765,0	3.620,2	3.407,1	3.383,8	3.259,9	3.283,1	3.343,9	3.281,8	3.360,0	3.394,8
AZ. PAESE	863,0	877,7	932,5	961,2	944,8	969,8	929,5	914,1	947,4	942,1	960,8	960,7
AZ. INTERNAZIONALI	12.982,6	13.144,1	13.061,8	12.815,7	12.562,6	13.142,0	12.760,4	12.515,5	12.300,1	12.243,5	12.428,7	12.564,5
AZ. ENERGIA E M.P.	247,2	251,2	252,1	264,8	262,6	270,9	274,3	271,8	276,9	267,2	265,9	261,9
AZ. INDUSTRIA	73,5	71,9	70,2	69,0	65,8	66,1	62,8	61,4	59,9	58,2	9,3	8,7
AZ. BENI CONSUMO	260,6	263,3	263,8	290,5	281,6	285,3	272,4	268,8	260,2	254,9	244,9	244,8
AZ. SALUTE	789,2	779,6	742,0	779,8	765,1	755,9	727,6	727,2	695,1	619,9	593,8	595,1
AZ. FINANZA	579,7	582,2	568,6	574,9	559,8	563,1	545,5	548,8	541,0	532,0	530,8	537,3
AZ. INFORMATICA	2.159,7	2.092,6	2.041,4	1.944,3	1.921,2	1.943,7	1.764,9	1.694,8	1.665,9	1.659,2	1.634,9	1.559,1
AZ. SERV. TELECOM.	328,0	325,4	315,9	308,2	293,9	292,7	284,0	281,2	277,7	276,7	278,2	280,0
AZ. SERV. PUBBL. UT.	52,2	53,5	53,3	53,3	51,9	52,2	51,7	51,4	50,2	38,4	7,0	6,8
AZ. ALTRI SETTORI	1.440,9	1.438,3	1.404,1	1.373,0	1.346,1	1.359,1	1.279,1	1.250,0	1.257,2	1.228,4	1.214,6	1.199,9
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.368,3	1.371,0	1.333,8	1.332,9	1.293,5	1.303,5	1.263,5	1.247,3	1.232,6	1.220,7	1.214,5	1.224,6
BILANCIATI	37.867,3	38.203,6	38.339,1	38.391,9	38.178,5	38.030,5	38.486,0	38.278,1	37.955,3	37.778,9	37.714,5	37.697,5
BILANCIATI/AZIONARI	1.872,9	1.915,4	1.927,8	1.935,3	1.919,4	1.953,4	1.916,4	1.898,3	1.890,9	1.870,2	1.872,8	1.863,9
BILANCIATI	24.252,8	24.366,4	24.126,1	23.949,9	23.607,5	23.535,6	23.047,3	22.823,4	22.570,4	22.378,9	22.348,0	22.263,5
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	11.741,6	11.921,9	12.285,2	12.506,6	12.651,6	12.541,5	13.522,3	13.556,5	13.494,0	13.529,8	13.493,8	13.570,1

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
OBLIGAZIONARI	172.985,0	173.246,7	174.992,8	174.158,3	172.073,2	169.355,1	172.295,1	172.509,4	171.765,3	171.145,0	171.541,8	171.679,2
OBL. EURO GOV. BREVE T.	84.575,5	84.245,1	84.655,8	84.370,6	83.568,8	82.167,6	81.265,4	81.635,2	81.253,1	80.803,1	80.600,0	79.932,0
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	31.624,3	31.726,6	31.545,4	31.129,5	30.680,3	29.893,2	29.164,1	28.734,2	28.883,0	28.395,9	28.396,9	28.592,8
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	5.456,7	5.418,3	5.574,9	5.754,1	5.610,6	5.543,1	5.707,5	5.770,5	5.762,0	5.809,4	5.899,4	6.182,5
OBL. EURO HIGH YIELD	280,0	285,8	226,0	235,7	215,0	215,7	221,9	229,7	230,3	242,9	252,9	272,6
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	962,2	997,4	1.046,6	1.049,9	1.047,7	1.073,4	1.064,8	1.004,9	998,9	1.007,5	663,1	644,6
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.409,2	1.488,2	1.504,7	1.538,4	1.555,5	1.579,3	1.584,4	1.590,0	1.545,6	1.428,8	1.327,0	1.329,0
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	17,9	19,8	19,8	18,5	18,2	17,6	17,6	17,6	17,1	15,9	13,2	12,0
OBL. INT.LI GOV.	9.719,2	9.417,1	9.534,2	9.009,0	8.809,8	8.681,3	8.275,6	8.064,5	7.783,9	7.688,2	7.440,3	7.211,7
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.040,3	1.112,5	1.167,2	1.184,2	1.190,7	1.204,9	1.208,2	1.176,7	1.177,5	1.336,2	1.384,3	1.449,6
OBL. INT.LI HIGH YIELD	165,4	167,0	169,9	171,4	135,9	141,5	142,4	145,3	147,0	155,2	167,0	180,7
OBL. YEN	255,0	263,7	338,1	333,2	359,2	349,6	237,4	237,6	229,6	229,4	208,0	187,8
OBL. PAESI EMERGENTI	2.284,6	2.215,4	2.225,6	2.089,3	1.924,5	1.875,9	1.884,7	1.935,2	1.927,2	1.915,7	1.947,2	2.015,3
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	11.226,7	11.067,7	11.008,9	10.857,9	10.551,5	10.252,9	16.107,6	16.293,7	16.166,6	16.151,1	16.764,9	16.804,5
OBL. MISTI	20.811,0	21.580,2	22.639,6	22.902,2	22.891,0	22.838,9	21.470,1	21.648,7	21.548,4	21.597,0	21.692,9	21.936,8
OBL. FLESSIBILI	3.157,0	3.241,8	3.336,2	3.514,3	3.514,7	3.520,3	3.943,4	4.025,4	4.095,0	4.368,9	4.784,5	4.927,6
FONDI DI LIQUIDITÀ	96.576,4	95.794,3	95.176,3	94.364,3	94.112,7	93.631,4	87.257,1	88.210,9	87.117,8	85.526,8	83.824,5	83.983,6
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	96.519,2	95.737,7	95.140,5	94.343,5	94.095,0	93.613,6	87.232,2	88.184,9	87.092,5	85.500,0	83.805,8	83.963,7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	57,1	56,6	35,9	20,8	17,7	17,8	24,8	26,1	25,4	26,8	18,7	19,9
FLESSIBILI	7.187,3	7.635,9	7.836,3	8.028,6	8.150,1	8.274,4	8.744,5	8.799,2	8.969,5	9.247,3	9.568,2	10.185,3
FONDI HEDGE	5.707,2	6.196,6	6.917,6	7.650,8	8.301,3	8.950,2	9.494,7	9.741,3	9.910,3	10.051,8	10.468,3	10.732,2
TOTALE	398.871,7	400.440,9	401.651,9	401.193,9	397.526,5	396.644,0	391.900,4	391.536,3	389.279,3	386.829,2	386.678,9	388.871,3

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali.

2004 - Patrimonio dei fondi Roundtrip

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale * - 2004
Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	40.887,2	41.735,0	42.117,4	43.023,6	42.286,5	43.516,6	42.776,6	43.291,6	43.788,2	44.348,9	45.467,3	46.626,7
AZ. ITALIA	3.123,9	2.990,8	2.887,6	2.881,0	2.897,2	2.940,4	2.973,2	2.850,2	2.934,5	3.067,7	3.182,0	3.374,9
AZ. AREA EURO	1.152,5	1.163,8	1.164,2	1.190,7	1.157,0	1.089,9	1.049,9	1.043,2	1.047,9	1.109,7	1.105,6	1.119,4
AZ. EUROPA	12.007,3	12.285,1	12.051,8	12.422,5	12.510,6	13.047,2	13.016,3	13.455,5	13.949,4	14.259,0	14.765,2	15.271,7
AZ. AMERICA	10.886,1	10.909,9	10.904,1	10.960,6	10.770,3	11.080,7	10.913,6	10.896,9	10.817,9	10.787,4	10.937,3	11.121,6
AZ. PACIFICO	4.399,1	4.576,7	5.175,8	5.191,7	4.928,0	5.227,4	4.993,3	5.113,5	4.985,7	4.944,1	4.999,2	5.135,1
AZ. PAESI EMERGENTI	1.702,4	1.832,3	1.863,8	2.003,3	1.715,3	1.711,9	1.671,7	1.753,1	1.860,5	1.968,0	1.986,4	2.042,8
AZ. PAESE	710,2	708,0	721,4	781,3	765,2	694,4	687,2	698,2	703,0	734,5	754,4	765,4
AZ. INTERNAZIONALI	2.700,5	2.725,7	2.691,8	2.836,7	2.861,3	2.909,1	2.823,5	2.826,9	2.824,2	2.838,3	2.873,2	2.839,9
AZ. ENERGIA E M.P.	206,0	259,3	256,1	288,4	282,6	295,3	298,8	282,4	293,8	284,2	299,6	295,7
AZ. INDUSTRIA	250,8	298,1	310,0	318,7	316,0	312,4	310,2	306,0	314,1	305,1	319,2	327,4
AZ. BENI CONSUMO	340,2	391,5	415,1	437,9	433,3	451,0	436,7	448,3	457,0	464,3	489,9	505,2
AZ. SALUTE	327,1	369,8	379,4	411,1	414,7	419,9	403,3	399,6	401,2	383,7	381,3	391,8
AZ. FINANZA	633,1	696,4	746,8	722,9	702,4	723,6	705,2	736,9	729,1	713,2	735,3	772,7
AZ. INFORMATICA	639,8	628,4	626,5	614,4	598,4	612,8	560,0	539,7	533,8	528,1	545,3	547,0
AZ. SERV. TELECOM.	186,8	198,9	201,0	197,8	178,4	179,4	177,4	176,1	173,4	166,1	214,6	224,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	48,7	50,3	52,7	53,6	54,4	56,1	60,6	62,5	67,9	65,1	70,5	74,3
AZ. ALTRI SETTORI	485,8	543,0	545,5	552,6	564,2	585,1	563,9	549,1	553,0	584,8	589,9	594,3
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.086,8	1.107,2	1.123,8	1.158,2	1.137,1	1.180,2	1.131,8	1.153,3	1.142,1	1.145,7	1.218,3	1.223,5
BILANCIATI	4.095,5	4.055,6	4.024,3	3.951,9	3.869,5	4.146,8	4.137,8	4.064,4	3.994,7	4.020,5	3.962,2	3.923,3
BILANCIATI/AZIONARI	573,0	569,6	563,2	555,0	542,5	547,3	527,0	514,6	500,4	485,7	474,7	470,5
BILANCIATI	2.251,7	2.219,4	2.204,8	2.165,4	2.109,8	2.102,6	2.030,8	1.965,5	1.897,5	1.842,0	1.791,2	1.766,6
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.270,8	1.266,6	1.256,2	1.231,5	1.217,2	1.496,9	1.579,9	1.584,3	1.596,8	1.692,8	1.696,3	1.686,2

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
OBLIGAZIONARI	65.438,4	66.490,5	68.330,1	68.739,5	69.244,0	69.928,5	71.252,1	73.080,7	73.101,5	74.904,6	75.898,3	78.124,8
OBL. EURO GOV. BREVE T.	17.171,6	17.402,3	17.820,8	17.844,1	18.339,4	18.270,2	18.518,9	18.596,0	18.493,8	18.522,7	18.554,2	18.905,1
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	27.573,3	27.944,4	28.537,8	28.737,3	28.377,3	28.340,4	28.696,8	29.712,0	30.543,8	31.599,0	32.361,8	33.008,4
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.877,9	1.941,1	2.059,3	1.862,5	1.772,9	1.767,2	1.812,0	1.873,6	1.925,7	1.991,9	2.080,2	2.259,2
OBL. EURO HIGH YIELD	61,9	62,6	63,8	61,3	60,6	60,7	69,1	78,1	78,6	81,2	149,7	158,0
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	526,4	568,7	583,8	599,2	609,8	636,7	658,5	667,5	650,2	649,6	647,9	594,2
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.019,0	1.065,1	1.146,5	1.156,8	1.061,0	982,7	1.025,4	1.040,3	1.008,4	981,2	930,5	865,9
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	14,3	14,8	35,4	31,1	31,0	31,1	31,3	31,0	30,5	22,0	20,9	19,5
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	799,9	817,5	799,0	836,8	771,8	761,4	711,2	678,3	661,6	646,4	603,7	582,9
OBL. INT.LI GOV.	2.168,6	2.147,8	2.218,0	2.438,7	2.484,8	2.516,7	2.624,6	2.552,4	2.517,3	2.496,8	2.483,6	2.496,0
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	75,9	76,4	77,0	77,3	77,9	79,0	79,0	78,7	79,1	78,3	78,7	77,7
OBL. INT.LI HIGH YIELD	658,0	696,7	770,2	792,9	759,4	774,6	774,9	783,5	787,4	797,8	822,1	851,5
OBL. YEN	514,3	512,4	544,9	542,6	537,4	649,4	631,8	637,7	631,4	628,1	611,9	591,2
OBL. PAESI EMERGENTI	454,0	457,9	500,2	478,3	467,3	447,9	535,8	734,2	805,8	884,5	917,7	934,9
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	9.827,6	10.041,6	10.380,9	10.520,1	11.057,3	11.692,3	12.195,0	12.573,5	11.834,2	12.415,1	12.492,0	13.156,1
OBL. MISTI	228,6	235,1	242,2	244,9	312,7	348,8	346,2	336,3	373,3	342,3	359,8	764,3
OBL. FLESSIBILI	2.467,1	2.506,1	2.550,4	2.515,7	2.523,5	2.569,5	2.541,7	2.707,8	2.680,4	2.767,7	2.783,7	2.860,0
FONDI DI LIQUIDITÀ	10.113,2	10.356,9	10.532,4	10.635,6	10.881,6	11.039,9	11.474,4	11.914,0	12.328,3	12.903,8	12.929,9	12.843,0
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	9.734,5	9.934,0	10.071,7	10.161,8	10.389,5	10.516,4	10.925,0	11.367,2	11.788,1	12.368,1	12.415,7	12.349,5
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	378,7	422,9	460,7	473,8	492,1	523,6	549,4	546,9	540,1	535,7	514,2	493,5
FLESSIBILI	4.661,4	4.690,7	4.682,4	4.618,6	4.603,9	4.544,3	4.558,3	4.471,4	4.214,5	3.958,6	3.841,0	3.687,8
FONDI HEDGE	2.385,6	2.458,9	2.517,9	2.613,4	2.726,6	2.795,7	2.912,6	2.976,9	3.012,6	2.970,7	3.324,9	3.342,6
TOTALE	127.581,2	129.787,7	132.204,4	133.582,7	133.612,1	135.971,8	137.111,8	139.799,0	140.439,9	143.107,1	145.423,6	148.548,4

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali ed alla considerazione del patrimonio complessivo per i fondi roundtrip.

2004 - Raccolta netta dei fondi italiani e esteri

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta* - 2004
Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	966,8	193,6	-718,3	437,3	-1.040,6	469,5	-605,5	-476,2	-633,1	-635,0	-203,6	-77,0	-2.322,1
AZ. ITALIA	-246,8	-245,0	-332,4	-240,8	-149,8	-120,0	-114,0	-187,9	-83,9	-46,4	127,9	142,1	-1.497,1
AZ. AREA EURO	102,2	22,5	-25,3	12,1	-54,2	-75,9	-28,0	-38,5	-34,8	37,5	-28,6	22,7	-88,3
AZ. EUROPA	389,5	-103,4	-403,6	-55,1	-211,0	245,8	-52,5	84,6	-66,2	-158,2	27,8	24,0	-278,2
AZ. AMERICA	258,5	-46,4	-119,4	170,4	-201,1	70,5	-141,7	-185,7	-190,5	-64,6	-201,7	-14,9	-666,7
AZ. PACIFICO	257,4	251,1	255,5	399,5	-13,6	169,7	29,8	3,1	-59,2	-196,4	-132,5	-80,3	884,1
AZ. PAESI EMERGENTI	125,7	58,5	16,9	249,9	-283,0	-51,0	-106,6	-36,0	-2,4	-3,0	-42,9	-14,9	-88,9
AZ. PAESE	29,5	4,3	62,1	88,5	-1,6	-83,2	-0,4	-1,2	37,0	24,8	1,9	-3,6	158,0
AZ. INTERNAZIONALI	49,5	15,8	-146,6	-226,4	-49,4	349,1	-61,2	-128,1	-164,8	-26,0	81,8	-26,6	-332,8
AZ. ENERGIA E M.P.	25,0	45,7	-8,6	27,6	-1,8	2,7	-2,5	-5,7	-5,4	-7,9	3,8	2,1	74,9
AZ. INDUSTRIA	21,8	42,9	7,3	2,7	1,5	-21,2	1,6	-4,1	5,1	-8,4	-40,7	4,6	13,0
AZ. BENI CONSUMO	1,2	35,5	19,3	34,9	4,5	7,1	-0,1	14,1	12,5	1,1	9,6	-1,4	138,2
AZ. SALUTE	-35,7	26,8	-7,3	10,1	11,3	-4,1	-14,0	-10,3	-5,5	-42,4	-9,5	-18,4	-98,8
AZ. FINANZA	-7,2	42,0	28,0	-4,2	-18,3	8,5	-9,6	13,9	-0,6	-24,9	7,8	10,1	45,5
AZ. INFORMATICA	-9,1	-18,5	-30,8	-37,5	-35,3	-15,1	-65,8	-0,1	-44,3	-35,9	-23,9	-82,8	-399,0
AZ. SERV. TELECOM.	1,8	7,5	-1,5	-8,6	-16,7	-6,9	-5,5	-0,2	-10,4	-14,2	38,4	3,0	-13,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-0,3	-0,1	-0,1	1,2	0,4	-0,9	3,3	-0,9	4,6	-7,1	-26,0	1,6	-24,2
AZ. ALTRI SETTORI	8,9	47,3	-10,3	-0,2	-5,8	2,2	-27,5	-9,4	1,5	-44,2	-27,4	-26,5	-91,3
AZ. ALTRE SPECIAL.	-5,1	7,1	-21,6	13,2	-16,9	-7,8	-10,5	16,1	-25,8	-18,5	30,4	-17,8	-57,2
BILANCIATI	-195,2	-70,1	12,0	86,2	-14,8	-492,7	-243,8	-308,1	-467,2	-327,3	-405,9	-256,9	-2.683,6
BILANCIATI/AZIONARI	0,1	16,4	-4,2	0,4	0,6	1,6	-11,2	-26,3	-21,8	-34,9	-31,5	-35,8	-146,5
BILANCIATI	-225,2	-166,1	-279,2	-168,5	-206,1	-370,0	-329,1	-253,6	-381,1	-377,4	-317,1	-227,1	-3.300,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	29,9	79,6	295,4	254,2	190,7	-124,3	96,5	-28,2	-64,3	85,0	-57,2	6,0	763,3

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	-1.824,5	138,0	2.057,8	582,3	-906,8	-2.889,1	-1.232,6	428,9	-388,5	-34,7	987,0	2.703,4	-378,7
OBL. EURO GOV. BREVE T.	-1.381,6	-412,0	589,1	-78,8	-301,3	-1.536,1	-819,4	138,5	-549,3	-610,7	-365,8	758,7	-4.568,6
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-736,6	-132,5	-99,8	173,0	-573,7	-1.048,9	-752,3	-91,1	849,7	165,8	227,8	573,7	-1.444,7
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	-57,7	-21,4	195,3	21,6	-228,1	-88,1	52,9	53,1	14,1	77,0	124,4	290,8	434,1
OBL. EURO HIGH YIELD	12,1	5,5	-60,7	7,4	-17,2	-2,5	12,4	12,9	-1,4	12,3	71,9	20,0	72,8
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	138,3	72,6	48,1	-1,6	22,9	47,2	-3,3	-47,2	3,5	33,1	-292,6	-5,5	15,6
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	36,5	106,1	49,3	62,1	-25,9	-70,0	12,6	-6,9	-31,9	-101,6	-51,5	-11,1	-32,4
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-1,8	2,0	-1,8	-5,7	0,2	-0,6	-0,3	-1,2	-0,3	-1,0	-1,7	-0,7	-12,9
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	-3,0	3,6	-14,3	-0,9	-5,1	-1,4	-13,5	-2,9	-2,2	-7,6	-41,2	-12,4	-100,8
OBL. INT.LI GOV.	-381,1	-329,8	-40,9	-8,0	-59,7	-139,0	-39,2	-378,1	-232,3	-141,7	-204,1	-202,7	-2.156,7
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	56,9	62,2	47,2	32,6	12,9	10,4	-4,7	-46,5	-2,1	151,6	46,7	59,3	426,5
OBL. INT.LI HIGH YIELD	45,2	44,1	65,5	28,1	-47,4	7,2	-11,2	-6,1	-4,7	13,1	29,2	37,7	200,7
OBL. YEN	2,3	26,8	66,4	14,8	36,8	93,7	0,6	-11,4	3,8	-11,1	-32,1	-21,1	169,4
OBL. PAESI EMERGENTI	45,4	-71,6	-21,5	-65,8	-112,8	-93,5	35,3	174,4	43,5	66,7	76,6	83,1	159,9
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-37,5	41,9	166,7	25,3	270,6	-205,4	197,0	345,1	-438,8	106,3	977,6	339,3	1.788,0
OBL. MISTI	391,1	638,0	978,7	356,2	124,1	95,1	35,8	78,4	-65,5	-105,0	8,7	545,7	3.081,2
OBL. FLESSIBILI	47,2	102,4	90,6	21,9	-3,1	42,9	64,6	218,0	25,2	317,9	412,7	248,7	1.589,0
FONDI DI LIQUIDITÀ	-594,1	-654,0	-604,1	-767,0	-83,0	-414,7	72,7	1.266,2	-772,2	-1.106,6	-1.772,9	-1.078,2	-6.507,9
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-642,4	-699,3	-601,0	-756,8	-107,0	-445,8	44,9	1.264,3	-776,9	-1.118,2	-1.758,7	-1.076,5	-6.673,5
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	48,4	45,3	-3,0	-10,2	24,0	31,1	27,8	1,9	4,7	11,6	-14,2	-1,7	165,6
FLESSIBILI	143,6	407,2	195,8	140,4	135,1	35,9	268,6	-55,1	-196,4	-60,7	77,3	247,1	1.338,9
FONDI HEDGE	450,6	445,3	709,3	781,7	763,3	751,3	620,0	327,9	166,6	38,1	714,3	151,9	5.920,1
TOTALE	-1.052,7	459,9	1.652,5	1.260,9	-1.146,8	-2.539,8	-1.120,5	1.183,5	-2.290,7	-2.126,2	-603,8	1.690,4	-4.633,2

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta netta dei fondi aperti

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta* - 2004
Dettaglio dei Fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	966,8	193,6	-723,3	437,3	-1.040,6	469,5	-603,5	-476,2	-633,1	-675,0	-200,5	-126,6	-2.411,4
AZ. ITALIA	-246,8	-245,0	-332,4	-240,8	-149,8	-120,0	-114,0	-187,9	-83,9	-46,4	127,9	142,1	-1.497,1
AZ. AREA EURO	102,2	22,5	-25,3	12,1	-54,2	-75,9	-28,0	-38,5	-34,8	37,5	-28,6	22,7	-88,3
AZ. EUROPA	389,5	-103,4	-403,6	-55,1	-211,0	245,8	-52,5	84,6	-66,2	-158,2	85,4	35,4	-209,2
AZ. AMERICA	258,5	-46,4	-119,4	170,4	-201,1	70,5	-141,7	-185,7	-190,5	-64,6	-201,7	4,5	-647,3
AZ. PACIFICO	257,4	251,1	255,5	399,5	-13,6	169,7	29,8	3,1	-59,2	-196,4	-132,5	-63,3	901,1
AZ. PAESI EMERGENTI	125,7	58,5	16,9	249,9	-283,0	-51,0	-106,6	-36,0	-2,4	-3,0	-42,9	-14,9	-88,9
AZ. PAESE	29,5	4,3	62,1	88,5	-1,6	-83,2	-0,4	-1,2	37,0	24,8	1,9	-3,6	158,0
AZ. INTERNAZIONALI	49,5	15,8	-151,6	-226,4	-49,4	349,1	-59,1	-128,1	-164,8	-66,0	27,3	-124,0	-527,6
AZ. ENERGIA E M.P.	25,0	45,7	-8,6	27,6	-1,8	2,7	-2,5	-5,7	-5,4	-7,9	3,8	2,1	74,9
AZ. INDUSTRIA	21,8	42,9	7,3	2,7	1,5	-21,2	1,6	-4,1	5,1	-8,4	-40,7	4,6	13,0
AZ. BENI CONSUMO	1,2	35,5	19,3	34,9	4,5	7,1	-0,1	14,1	12,5	1,1	9,6	-1,4	138,2
AZ. SALUTE	-35,7	26,8	-7,3	10,1	11,3	-4,1	-14,0	-10,3	-5,5	-42,4	-9,5	-18,4	-98,8
AZ. FINANZA	-7,2	42,0	28,0	-4,2	-18,3	8,5	-9,6	13,9	-0,6	-24,9	7,8	10,1	45,5
AZ. INFORMATICA	-9,1	-18,5	-30,8	-37,5	-35,3	-15,1	-65,8	-0,1	-44,3	-35,9	-23,9	-82,8	-399,0
AZ. SERV. TELECOM.	1,8	7,5	-1,5	-8,6	-16,7	-6,9	-5,5	-0,2	-10,4	-14,2	38,4	3,0	-13,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-0,3	-0,1	-0,1	1,2	0,4	-0,9	3,3	-0,9	4,6	-7,1	-26,0	1,6	-24,2
AZ. ALTRI SETTORI	8,9	47,3	-10,3	-0,2	-5,8	2,2	-27,5	-9,4	1,5	-44,2	-27,4	-26,5	-91,3
AZ. ALTRE SPECIAL.	-5,1	7,1	-21,6	13,2	-16,9	-7,8	-10,5	16,1	-25,8	-18,5	30,4	-17,8	-57,2
BILANCIATI	-195,2	-70,1	-113,0	86,2	-34,8	-492,7	-243,8	-308,1	-467,2	-397,3	-405,9	-256,9	-2.898,6
BILANCIATI/AZIONARI	0,1	16,4	-4,2	0,4	0,6	1,6	-11,2	-26,3	-21,8	-34,9	-31,5	-35,8	-146,5
BILANCIATI	-225,2	-166,1	-279,2	-168,5	-206,1	-370,0	-329,1	-253,6	-381,1	-377,4	-317,1	-227,1	-3.300,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	29,9	79,6	170,4	254,2	170,7	-124,3	96,5	-28,2	-64,3	15,0	-57,2	6,0	548,3

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	-1.879,5	128,1	1.989,5	571,4	-956,5	-2.825,5	-1.280,3	420,0	-554,7	-414,1	765,0	2.699,6	-1.1337,0
OBLB EURO GOV. BREVE T.	-1.381,6	-412,0	589,1	-78,8	-301,3	-1.536,1	-819,4	138,5	-709,3	-635,7	-365,8	758,7	-4.753,6
OBLB EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-741,6	-140,7	-138,1	166,6	-599,4	-1.037,7	-745,0	-99,9	846,0	164,2	324,8	563,4	-1.437,5
OBLB EURO CORP. INV.GRADE	-57,7	-21,4	195,3	21,6	-228,1	-88,1	52,9	53,1	14,1	77,0	124,4	290,8	434,1
OBLB EURO HIGH YIELD	12,1	5,5	-60,7	7,4	-17,2	-2,5	12,4	12,9	-1,4	12,3	71,9	20,0	72,8
OBLB DOLLARO GOV. BREVE T.	138,3	72,6	48,1	-1,6	22,9	47,2	-3,3	-47,2	3,5	33,1	12,0	0,9	326,6
OBLB DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	36,5	106,1	49,3	62,1	-25,9	-70,0	12,6	-6,9	-31,9	-101,6	-51,5	-11,1	-32,4
OBLB DOLLARO CORP. INV.GRADE	-1,8	2,0	-1,8	-5,7	0,2	-0,6	-0,3	-1,2	-0,3	-1,0	-1,7	-0,7	-12,9
OBLB DOLLARO HIGH YIELD	-3,0	3,6	-14,3	-0,9	-5,1	-1,4	-13,5	-2,9	-2,2	-7,6	-41,2	-12,4	-100,8
OBLB INT.LI GOV.	-431,1	-329,8	-70,9	-12,5	-83,7	-86,5	-94,2	-378,1	-234,8	-172,9	-198,0	-136,2	-2.228,8
OBLB INT.LI CORP. INV.GRADE	56,9	62,2	47,2	32,6	12,9	10,4	-4,7	-46,5	-2,1	6,6	46,7	59,3	281,5
OBLB INT.LI HIGH YIELD	45,2	44,1	65,5	28,1	-47,4	7,2	-11,2	-6,1	-4,7	13,1	29,2	37,7	200,7
OBLB YEN	2,3	26,8	66,4	14,8	36,8	93,7	0,6	-11,4	3,8	-11,1	-32,1	-21,1	169,4
OBLB PAESI EMERGENTI	45,4	-71,6	-21,5	-65,8	-112,8	-93,5	35,3	174,4	43,5	66,7	76,6	83,1	159,9
OBLB ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-37,5	41,9	166,7	25,3	270,6	-205,4	197,0	345,1	-438,8	104,6	673,0	332,8	1.475,2
OBLB MISTI	391,1	638,0	978,7	356,2	124,1	95,1	35,8	78,4	-65,5	-105,0	8,7	545,7	3.081,2
OBLB FLESSIBILI	47,2	100,8	90,6	21,9	-3,1	42,9	64,6	218,0	25,2	142,9	87,7	188,7	1.027,4
FONDI DI LIQUIDITÀ	-893,5	-631,5	-604,8	-762,0	-98,6	-459,3	78,3	1.266,0	-756,6	-1.079,6	-1.850,4	-1.008,2	-6.800,3
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-941,9	-676,8	-601,8	-751,7	-122,6	-490,5	50,5	1.264,1	-761,3	-1.091,2	-1.836,2	-1.006,5	-6.965,9
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	48,4	45,3	-3,0	-10,2	24,0	31,1	27,8	1,9	4,7	11,6	-14,2	-1,7	165,6
FLESSIBILI	139,2	249,8	189,5	138,4	133,5	80,8	280,7	-27,9	-187,2	-50,9	88,4	93,5	1.127,9
TOTALE	-1.862,1	-130,1	737,9	471,4	-1.997,0	-3.227,2	-1.768,5	873,8	-2.598,7	-2.617,0	-1.603,3	1.401,5	-12.319,4

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva

**Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta netta dei fondi riservati

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta* - 2004
Dettaglio dei Fondi Riservati - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	-3,1	49,6	89,4
AZ. EUROPA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	-57,6	-11,4	-69,0
AZ. AMERICA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-19,4	-19,4
AZ. PACIFICO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,0	-17,0
AZ. INTERNAZIONALI	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,0	0,0	40,0	54,5	97,4	194,8
BILANCIATI	0,0	0,0	125,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	70,0	0,0	0,0	215,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	125,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	70,0	0,0	0,0	215,0
OBBLIGAZIONARI	55,0	9,9	68,3	10,9	49,8	-63,6	47,8	8,8	166,3	379,4	222,0	3,8	958,3
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	160,0	25,0	0,0	0,0	185,0
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	5,0	8,2	38,3	6,4	25,8	-11,1	-7,2	8,8	3,8	1,6	-97,0	10,2	-7,2
OBBL. DOLLARO GOV. BREVET.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-304,6	-6,4	-311,0
OBBL. INT'L GOV.	50,0	0,0	30,0	4,5	24,0	-52,5	55,0	0,0	2,5	31,1	-6,1	-66,5	72,1
OBBL. INT'L CORP. INV. GRADE										145,0	0,0	0,0	145,0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	304,6	6,5	312,8
OBBL. MISTI	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
OBBL. FLESSIBILI	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	175,0	325,0	60,0	561,6
FONDI DI LIQUIDITÀ	299,4	-22,5	0,8	-5,1	15,6	44,7	-5,6	0,2	-15,6	-27,0	77,5	-70,0	292,4
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	299,4	-22,5	0,8	-5,1	15,6	44,7	-5,6	0,2	-15,6	-27,0	77,5	-70,0	292,4
FLESSIBILI	4,4	157,4	6,3	2,0	1,6	-44,9	-12,1	-27,2	-9,3	-9,8	-11,0	153,6	210,9
TOTALE	358,8	144,7	205,4	7,8	86,9	-63,9	28,0	-18,2	141,4	452,7	285,3	137,1	1.766,0

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva

**Serie storiche rettifiche inclusive dei Fondi dedicati (armonizzati, italiani).

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta* - 2004
Dettaglio dei Fondi hedge** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
FONDI HEDGE	450,6	445,3	709,3	781,7	763,3	751,3	620,0	327,9	166,6	38,1	714,3	151,9	5.920,1
TOTALE	450,6	445,3	709,3	781,7	763,3	751,3	620,0	327,9	166,6	38,1	714,3	151,9	5.920,1

*Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva

**Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta netta dei fondi italiani

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta - 2004
Dettaglio dei Fondi italiani* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	398,3	-129,1	-903,4	147,4	-1.016,5	279,6	-930,0	-999,3	-800,4	-935,2	-549,0	-386,6	-5.824,2
AZ. ITALIA	-23,3	-111,1	-288,8	-134,8	-189,0	-66,4	-210,0	-114,0	-82,7	-93,6	102,0	95,7	-1.115,9
AZ. AREA EURO	30,4	27,3	-47,3	10,2	-40,3	22,0	-20,0	-39,0	-12,3	17,0	7,3	34,0	-10,5
AZ. EUROPA	86,8	-125,1	-439,8	-102,6	-290,1	-49,5	-244,6	-356,9	-242,7	-230,0	-119,8	-113,2	-2.227,5
AZ. AMERICA	105,2	-1,2	-92,8	267,4	-162,4	5,2	-243,5	-194,3	-160,1	-166,4	-298,2	-96,3	-1.037,6
AZ. PACIFICO	77,6	105,9	124,3	265,2	-14,7	103,3	50,1	-64,0	-58,3	-171,1	-117,3	-109,5	191,5
AZ. PAESI EMERGENTI	65,8	18,1	56,7	50,1	-97,5	-36,6	-87,9	-50,8	-33,8	-62,1	-14,5	-16,0	-208,4
AZ. PAESE	19,6	9,6	37,9	37,5	-2,5	6,1	-9,8	-10,5	33,9	-7,4	4,7	-14,9	104,4
AZ. INTERNAZIONALI	62,2	25,9	-117,6	-233,9	-112,3	351,1	-35,8	-148,9	-164,0	-43,3	79,0	-14,6	-352,3
AZ. ENERGIA E M.P.	1,3	-3,7	-2,6	12,7	-1,1	1,2	-1,7	-1,3	-3,0	-8,3	-6,2	0,4	-12,2
AZ. INDUSTRIA	-0,9	-1,7	-2,4	-1,5	-2,7	-2,4	-2,2	-1,0	-1,3	-1,2	-49,0	-0,6	-66,8
AZ. BENI CONSUMO	-1,0	-4,8	-1,2	24,2	-4,1	-0,6	-2,9	0,3	-3,6	-5,1	-10,7	-4,8	-14,4
AZ. SALUTE	-9,0	-13,1	-24,1	1,3	-2,3	-7,5	-11,7	-3,1	-15,7	-42,2	-12,6	-16,2	-156,1
AZ. FINANZA	-8,3	-7,2	-17,9	13,2	-9,5	-2,5	-5,0	-3,2	-1,9	-8,9	-6,1	-5,9	-63,2
AZ. INFORMATICA	-14,7	-25,5	-33,1	-37,2	-34,5	-16,6	-61,6	0,5	-35,3	-36,3	-29,8	-81,0	-405,1
AZ. SERV. TELECOM.	7,7	-4,9	-5,5	-6,3	-6,0	-5,2	-6,5	-1,4	-4,6	-5,0	-3,2	-0,8	-41,6
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-0,4	-0,6	-1,0	0,3	-1,4	-0,8	-1,2	-1,0	-1,0	-2,4	-31,4	-0,3	-41,0
AZ. ALTRI SETTORI	8,0	-7,3	-19,7	-10,6	-19,3	-6,5	-25,7	-7,8	1,7	-49,6	-26,3	-25,3	-188,5
AZ. ALTRE SPECIAL.	-8,7	-9,8	-28,4	-8,1	-26,9	-14,8	-10,1	-2,9	-15,7	-19,4	-17,1	-17,3	-179,2
BILANCIATI	-115,8	6,5	84,7	140,0	40,9	-717,0	-265,7	-219,1	-391,9	-336,9	-280,7	-203,0	-2.258,1
BILANCIATI/AZIONARI	5,8	24,6	7,8	5,6	4,4	7,2	-2,8	-15,6	-7,2	-18,6	-15,9	-25,7	-30,6
BILANCIATI	-174,8	-114,3	-236,4	-139,5	-172,6	-336,1	-282,0	-195,2	-310,8	-308,9	-252,5	-182,3	-2.705,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	53,2	96,2	313,3	273,9	209,1	-388,1	19,1	-8,3	-73,9	-9,5	-12,3	5,0	477,9

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	-1.760,0	-419,7	901,0	-109,2	-1.678,0	-2.852,5	-2.211,6	-593,5	-818,9	-1.075,5	-74,1	898,7	-9.793,1
OBL. EURO GOV. BREVE T.	-1.519,7	-571,4	222,3	-166,0	-804,2	-1.459,1	-1.031,4	146,1	-438,5	-589,8	-348,9	375,8	-6.184,8
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-399,9	-162,6	-360,1	-200,7	-360,1	-866,9	-884,0	-672,2	80,7	-610,3	-186,0	148,3	-4.473,6
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	-88,8	-76,9	128,6	198,8	-131,8	-78,8	23,9	19,4	-24,2	24,3	57,6	167,8	219,8
OBL. EURO HIGH YIELD	19,1	4,9	-61,2	9,6	-17,0	-1,7	4,5	5,0	-1,2	10,3	5,2	18,0	-4,6
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	95,4	31,9	40,4	-7,8	9,3	23,3	-17,5	-57,3	6,8	20,8	-318,1	-5,4	-178,2
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	16,1	68,0	-6,9	41,1	44,1	15,3	-16,3	-5,8	-18,0	-94,4	-42,0	22,2	23,5
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	0,6	1,7	-0,3	-1,2	0,0	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-2,0	-1,1	-4,6
OBL. INT.LI GOV.	-308,6	-299,1	-74,6	-249,7	-121,8	-165,1	-136,3	-279,8	-219,9	-114,0	-196,1	-232,4	-2.397,2
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	56,8	62,3	47,2	32,0	12,5	10,2	-4,2	-45,3	-2,2	152,5	46,7	60,5	429,1
OBL. INT.LI HIGH YIELD	14,9	2,3	0,8	4,3	-32,2	3,8	-1,6	-0,4	-0,5	6,3	10,2	11,5	19,4
OBL. YEN	-4,0	14,5	60,3	5,7	27,5	-8,5	4,7	-3,2	-3,5	-2,7	-19,7	-15,4	55,8
OBL. PAESI EMERGENTI	31,8	-75,9	-38,4	-62,6	-125,8	-70,9	-40,4	0,8	-17,1	-20,5	38,0	54,3	-326,7
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-91,1	-139,4	-113,9	-100,3	-278,9	-314,2	-260,6	142,7	-144,2	-41,9	483,4	11,5	-846,8
OBL. MISTI	405,5	632,7	974,3	351,2	96,2	60,8	39,3	90,3	-103,4	-81,0	-6,4	143,4	2.602,9
OBL. FLESSIBILI	11,8	87,3	82,4	36,3	4,2	0,1	108,4	66,4	66,6	265,6	404,0	139,7	1.273,0
FONDI DI LIQUIDITÀ	-632,8	-902,3	-748,8	-849,5	-333,5	-560,5	-341,4	840,7	-1.181,8	-1.680,4	-1.803,4	-1.005,5	-9.199,1
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-632,7	-901,8	-727,5	-833,7	-330,7	-560,6	-347,8	839,3	-1.181,6	-1.682,4	-1.796,0	-1.007,1	-9.162,5
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-0,1	-0,5	-21,3	-15,8	-2,8	0,1	6,4	1,4	-0,2	2,0	-7,4	1,6	-36,6
FLESSIBILI	231,3	431,1	237,7	166,7	164,0	57,7	267,7	75,5	84,8	229,4	233,3	390,3	2.569,3
FONDI HEDGE	397,3	423,1	677,9	719,9	669,8	687,1	525,9	266,4	132,7	100,3	373,1	124,2	5.097,9
TOTALE	-1.481,6	-590,4	249,2	215,3	-2.153,3	-3.105,5	-2.955,2	-629,3	-2.975,4	-3.698,4	-2.100,8	-181,8	-19.407,3

* Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta netta dei fondi Roundtrip

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta netta * - 2004
Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	568,5	322,7	185,1	289,9	-24,1	189,9	324,5	523,1	167,3	300,2	345,4	309,6	3.502,1
AZ. ITALIA	-223,4	-134,0	-43,6	-106,0	39,1	-53,7	95,9	-73,8	-1,2	47,2	25,9	46,5	-381,2
AZ. AREA EURO	71,8	-4,8	22,0	1,9	-13,9	-97,9	-8,0	0,5	-22,6	20,4	-35,9	-11,4	-77,8
AZ. EUROPA	302,7	21,7	36,2	47,5	79,1	295,3	192,1	441,5	176,5	71,7	147,6	137,2	1.949,4
AZ. AMERICA	153,3	-45,1	-26,6	-97,1	-38,7	65,3	101,8	8,6	-30,4	101,8	96,5	81,4	370,9
AZ. PACIFICO	179,7	145,1	131,2	134,3	1,1	66,4	-20,2	67,1	-0,9	-25,3	-15,2	29,2	692,6
AZ. PAESI EMERGENTI	59,9	40,4	-39,8	199,7	-185,5	-14,4	-18,8	14,8	31,4	59,1	-28,4	1,1	119,5
AZ. PAESE	9,8	-5,3	24,1	51,0	0,9	-89,3	9,3	9,2	3,1	32,2	-2,8	11,3	53,6
AZ. INTERNAZIONALI	-12,7	-10,1	-29,0	7,5	62,9	-2,0	-25,4	20,8	-0,8	17,4	2,8	-11,9	19,4
AZ. ENERGIA E M.P.	23,7	49,3	-6,0	14,9	-0,7	1,5	-0,8	-4,4	-2,4	0,4	10,0	1,7	87,1
AZ. INDUSTRIA	22,8	44,6	9,7	4,2	4,2	-18,9	3,7	-3,2	6,4	-7,2	8,3	5,1	79,8
AZ. BENI CONSUMO	2,2	40,3	20,6	10,7	8,7	7,7	2,8	13,7	16,1	6,1	20,3	3,4	152,6
AZ. SALUTE	-26,7	39,9	16,8	8,8	13,6	3,4	-2,4	-7,1	10,2	-0,2	3,1	-2,2	57,3
AZ. FINANZA	1,1	49,2	46,0	-17,4	-8,8	11,0	-4,6	17,1	1,2	-16,0	13,9	16,0	108,7
AZ. INFORMATICA	5,6	7,0	2,3	-0,3	-0,7	1,6	-4,2	-0,5	-9,0	0,3	5,9	-1,8	6,1
AZ. SERV. TELECOM.	-5,9	12,4	4,0	-2,3	-10,7	-1,7	1,0	1,2	-5,7	-9,2	41,6	3,8	28,4
AZ. SERV. PUBBL. UT.	0,1	0,5	0,9	0,9	1,8	-0,1	4,5	0,1	5,6	-4,7	5,4	2,0	16,9
AZ. ALTRI SETTORI	0,9	54,6	9,5	10,4	13,5	8,7	-1,8	-1,6	-0,2	5,4	-1,1	-1,1	97,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	3,6	16,9	6,8	21,3	10,0	7,0	-0,4	19,1	-10,1	0,9	47,5	-0,5	121,9
BILANCIATI	-79,3	-76,6	-72,7	-53,8	-55,6	224,3	22,0	-89,0	-75,3	9,6	-125,2	-53,9	-425,5
BILANCIATI AZIONARI	-5,6	-8,2	-12,0	-5,2	-3,7	-5,6	-8,4	-10,8	-14,5	-16,3	-15,6	-10,1	-115,9
BILANCIATI	-50,4	-51,8	-42,8	-28,9	-33,5	-33,9	-47,0	-58,4	-70,3	-68,6	-64,7	-44,8	-595,0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-23,3	-16,6	-18,0	-19,7	-18,4	263,8	77,4	-19,8	9,6	94,5	-45,0	1,0	285,5

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	-64,5	557,6	1.156,8	691,5	771,2	-36,7	979,1	1.022,3	430,4	1.040,8	1.061,1	1.804,7	9.414,4
OBL. EURO GOV. BREVET.	138,1	159,4	366,7	87,2	503,0	-77,0	212,0	-7,6	-110,8	-20,9	-16,9	382,9	1.616,2
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-336,7	30,1	260,3	373,7	-213,6	-182,0	131,8	581,2	769,1	776,0	413,8	425,3	3.028,9
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	31,1	55,5	66,7	-177,2	-96,3	-9,3	29,0	33,8	38,3	52,8	66,8	123,0	214,3
OBL. EURO HIGH YIELD	-7,0	0,6	0,5	-2,1	-0,1	-0,8	7,9	7,9	-0,2	2,0	66,8	2,0	77,4
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	42,9	40,7	7,7	6,2	13,6	23,9	14,2	10,1	-3,3	12,3	25,6	-0,1	193,8
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	20,4	38,1	56,2	21,0	-70,0	-85,3	28,9	-1,1	-13,9	-7,2	-9,4	-33,3	-55,8
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-2,4	0,4	-1,5	-4,5	0,2	0,1	-0,1	-1,1	0,0	0,0	0,4	0,4	-8,3
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	-3,0	3,6	-14,3	-0,9	-5,1	-1,4	-13,5	-2,9	-2,2	-7,6	-41,2	-12,4	-100,8
OBL. INT.LI GOV.	-72,5	-30,7	33,7	241,7	62,1	26,0	97,1	-98,3	-12,4	-27,8	-8,0	29,6	240,5
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,4	0,2	-0,5	-1,3	0,2	-0,9	0,1	-1,3	-2,6
OBL. INT.LI HIGH YIELD	30,3	41,9	64,7	23,7	-15,2	3,5	-9,7	-5,7	-4,1	6,9	19,0	26,2	181,3
OBL. YEN	6,3	12,3	6,0	9,1	9,3	102,2	-4,1	-8,2	7,3	-8,4	-12,4	-5,6	113,7
OBL. PAESI EMERGENTI	13,6	4,3	17,0	-3,2	13,0	-22,5	75,7	173,6	60,6	87,2	38,6	28,9	486,6
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	53,5	181,2	280,5	125,6	549,4	108,8	457,6	202,3	-294,5	148,2	494,2	377,9	2.634,8
OBL. MISTI	-14,4	5,3	4,4	5,0	27,9	34,2	-3,5	-11,9	37,9	-24,0	15,1	402,3	478,3
OBL. FLESSIBILI	35,4	15,1	8,2	-14,4	-7,3	42,8	-43,8	151,5	-41,5	52,3	8,7	109,0	316,0
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	38,7	248,3	144,7	82,5	250,5	145,9	414,1	425,5	409,6	573,8	30,5	-72,7	2.691,3
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-9,8	202,5	126,5	76,9	223,8	114,8	392,7	425,0	404,7	564,2	37,3	-69,5	2.489,0
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	48,5	45,8	18,3	5,6	26,8	31,1	21,4	0,4	4,9	9,6	-6,8	-3,3	202,3
FLESSIBILI	-87,8	-23,9	-41,9	-26,3	-28,9	-21,8	1,0	-130,6	-281,3	-290,0	-155,9	-143,1	-1.230,5
FONDI HEDGE	53,3	22,1	31,3	61,9	93,4	64,2	94,1	61,5	33,9	-62,3	341,2	27,6	822,3
TOTALE	428,9	1.050,3	1.403,4	1.045,6	1.006,5	565,8	1.834,7	1.812,9	684,6	1.572,2	1.497,0	1.872,3	14.774,0

*Prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda* - 2004
Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	4.587,8	6.359,7	5.190,9	8.179,3	3.796,9	4.333,9	3.438,6	5.376,7	2.903,4	4.059,6	5.836,9	6.584,1	60.647,7
AZ. ITALIA	440,4	394,7	357,9	585,6	330,9	304,1	361,0	261,2	271,8	467,6	787,4	665,9	5.228,5
AZ. AREA EURO	243,7	176,4	245,0	177,7	96,3	192,8	133,2	57,9	105,8	213,5	153,2	178,5	1.974,0
AZ. EUROPA	1.114,1	1.525,3	1.069,7	1.666,1	858,1	1.257,9	874,7	1.712,0	883,1	1.025,6	1.734,6	1.770,1	15.491,3
AZ. AMERICA	927,2	1.888,3	1.096,1	2.355,9	652,6	759,7	751,4	1.611,7	550,5	737,5	948,8	1.850,6	14.130,3
AZ. PACIFICO	671,1	952,5	949,3	1.444,3	771,0	559,3	478,4	846,4	312,6	501,6	582,4	808,6	8.877,5
AZ. PAESI EMERGENTI	263,4	332,1	330,3	608,6	190,7	158,8	133,2	260,7	153,0	304,1	358,1	341,7	3.434,7
AZ. PAESE	82,6	66,3	245,7	195,6	91,4	133,4	57,9	47,1	83,1	80,9	71,8	53,8	1.209,6
AZ. INTERNAZIONALI	463,0	450,9	465,1	591,1	547,2	679,1	423,3	267,6	299,3	496,9	651,9	524,3	5.859,5
AZ. ENERGIA E M.P.	42,7	78,4	33,0	60,6	22,8	17,2	17,0	32,5	27,3	26,7	37,2	43,7	439,1
AZ. INDUSTRIA	40,9	58,9	24,8	23,6	12,5	48,4	9,5	15,5	13,8	9,3	19,3	30,8	307,3
AZ. BENI CONSUMO	51,8	58,6	37,3	71,1	28,1	29,8	25,9	47,5	32,1	23,5	43,1	45,2	493,9
AZ. SALUTE	24,9	68,5	43,2	63,2	48,4	24,3	20,2	28,0	27,0	23,0	71,1	37,3	479,0
AZ. FINANZA	38,0	79,1	87,2	127,3	28,1	32,0	26,2	57,3	32,3	23,9	74,3	94,0	699,8
AZ. INFORMATICA	56,4	49,6	67,8	57,0	35,2	47,9	34,7	42,8	30,0	33,5	107,8	30,3	593,0
AZ. SERV. TELECOM.	25,0	36,1	26,6	10,8	5,8	5,9	7,7	8,8	5,0	10,3	54,4	23,7	220,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.	3,0	3,2	4,0	3,6	4,5	2,1	6,5	2,1	7,8	3,1	8,9	5,4	54,1
AZ. ALTRI SETTORI	60,8	96,6	68,4	83,5	43,8	50,4	26,0	33,4	41,8	51,6	35,2	49,3	640,9
AZ. ALTRE SPECIAL.	38,7	44,4	39,5	53,8	29,5	30,7	52,1	44,2	27,0	26,9	97,2	31,1	515,1
BILANCIATI	783,8	807,5	976,9	809,8	779,2	886,1	622,8	326,7	387,1	845,0	1.038,4	783,0	9.046,4
BILANCIATI AZIONARI	92,1	67,2	60,6	48,3	45,0	48,8	31,5	20,3	25,1	30,8	42,0	24,6	536,3
BILANCIATI	335,4	342,1	302,7	250,5	257,0	209,1	192,0	117,8	120,4	275,0	529,8	391,6	3.323,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	356,4	398,2	613,6	511,0	477,1	628,2	399,4	188,6	241,7	539,3	466,6	366,8	5.186,8

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	8.142,9	10.414,0	13.224,7	10.144,8	10.082,3	6.141,8	8.132,4	7.240,9	7.602,5	9.858,4	15.699,4	12.183,5	118.867,7
OBL. EURO GOV. BREVE T.	3.291,0	4.160,6	5.214,8	3.999,9	4.444,3	2.386,5	3.024,1	2.810,5	2.850,8	3.338,5	6.822,4	4.780,4	47.123,8
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.563,7	2.264,1	2.809,4	2.549,0	2.202,4	1.331,7	1.889,5	1.764,2	2.456,2	2.790,3	3.757,3	2.945,9	28.323,8
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	349,3	491,1	767,4	506,4	291,5	168,9	265,5	227,4	266,5	332,8	557,3	496,7	4.720,8
OBL. EURO HIGH YIELD	39,0	33,4	28,8	25,3	18,2	16,2	23,1	21,1	15,3	22,8	94,3	30,1	367,6
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	179,5	142,4	142,4	93,0	105,3	82,3	76,1	46,3	37,6	81,8	117,6	57,1	1.161,3
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	266,8	187,7	211,0	201,9	190,9	101,1	91,9	43,5	58,3	68,1	170,3	112,5	1.704,0
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1,6	3,3	2,6	2,0	1,2	0,5	0,8	0,8	0,5	0,1	3,2	0,4	16,8
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	6,7	8,7	8,5	8,8	7,0	4,4	5,2	2,7	3,1	12,8	2,8	3,1	73,8
OBL. INT.LI GOV.	259,9	245,0	496,2	513,2	417,8	302,7	472,4	183,5	188,6	426,8	345,0	372,9	4.224,0
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	110,1	124,4	90,4	93,1	99,5	64,1	41,4	29,9	36,2	190,1	87,7	93,0	1.059,8
OBL. INT.LI HIGH YIELD	63,5	90,5	101,5	77,0	29,3	40,6	20,6	22,1	26,1	41,1	71,0	70,2	653,5
OBL. YEN	88,6	90,9	142,4	102,5	71,6	183,9	34,0	20,5	39,6	20,1	22,9	33,5	850,7
OBL. PAESI EMERGENTI	165,6	133,8	179,9	130,7	116,3	70,1	160,0	269,0	178,3	244,6	233,6	199,7	2.081,7
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	756,8	959,5	1.175,0	694,4	1.256,9	618,5	1.285,3	1.079,3	796,7	1.303,6	2.285,2	1.411,7	13.622,9
OBL. MISTI	838,2	1.265,8	1.521,6	961,0	680,0	565,2	488,8	403,6	471,4	516,5	509,2	1.113,2	9.334,6
OBL. FLESSIBILI	162,7	212,9	332,9	186,6	150,1	205,1	253,6	316,4	177,3	468,3	619,5	463,0	3.548,5
FONDI DI LIQUIDITÀ	5.803,3	5.258,4	6.779,5	5.071,4	5.702,5	5.696,0	5.029,1	4.458,6	4.377,6	4.849,0	6.968,6	5.490,8	65.484,9
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	5.732,6	5.184,8	6.723,7	5.025,9	5.642,5	5.637,4	4.978,5	4.431,4	4.352,1	4.808,2	6.877,5	5.424,9	64.819,5
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	70,6	73,7	55,8	45,5	59,9	58,6	50,7	27,2	25,5	40,8	91,1	65,9	665,4
FLESSIBILI	498,6	699,1	556,6	418,0	424,1	348,2	570,0	282,6	338,2	643,2	684,2	948,7	6.411,5
FONDI HEDGE	534,7	509,5	766,3	868,9	847,3	831,1	801,4	434,3	244,2	246,6	1.203,9	328,0	7.616,0
TOTALE	20.351,0	24.048,2	27.494,9	25.492,3	21.632,3	18.237,1	18.594,3	18.119,8	15.855,0	20.501,8	31.431,4	26.318,0	268.074,3

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi

2004 - Raccolta lorda dei fondi aperti

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda* - 2004
Dettaglio dei Fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	4.587,8	6.359,7	5.185,9	8.179,3	3.796,9	4.333,9	3.435,6	5.376,7	2.903,4	4.019,6	5.779,3	6.469,3	60.427,3
AZ. ITALIA	440,4	394,7	357,9	585,6	330,9	304,1	361,0	261,2	271,8	467,6	787,4	665,9	5.228,5
AZ. AREA EURO	243,7	176,4	245,0	177,7	96,3	192,8	133,2	57,9	105,8	213,5	153,2	178,5	1.974,0
AZ. EUROPA	1.114,1	1.525,3	1.069,7	1.666,1	858,1	1.257,9	874,7	1.712,0	883,1	1.025,6	1.734,6	1.770,1	15.491,3
AZ. AMERICA	927,2	1.888,3	1.096,1	2.355,9	652,6	759,7	751,4	1.611,7	550,5	737,5	948,8	1.850,6	14.130,3
AZ. PACIFICO	671,1	952,5	949,3	1.444,3	771,0	559,3	478,4	846,4	312,6	501,6	582,4	808,6	8.877,5
AZ. PAESI EMERGENTI	263,4	332,1	330,3	608,6	190,7	158,8	133,2	260,7	153,0	304,1	358,1	341,7	3.434,7
AZ. PAESE	82,6	66,3	245,7	195,6	91,4	133,4	57,9	47,1	83,1	80,9	71,8	53,8	1.209,6
AZ. INTERNAZIONALI	463,0	450,9	460,1	591,1	547,2	679,1	420,3	267,6	299,3	456,9	594,3	409,4	5.639,0
AZ. ENERGIA E M.P.	42,7	78,4	33,0	60,6	22,8	17,2	17,0	32,5	27,3	26,7	37,2	43,7	439,1
AZ. INDUSTRIA	40,9	58,9	24,8	23,6	12,5	48,4	9,5	15,5	13,8	9,3	19,3	30,8	307,3
AZ. BENI CONSUMO	51,8	58,6	37,3	71,1	28,1	29,8	25,9	47,5	32,1	23,5	43,1	45,2	493,9
AZ. SALUTE	24,9	68,5	43,2	63,2	48,4	24,3	20,2	28,0	27,0	23,0	71,1	37,3	479,0
AZ. FINANZA	38,0	79,1	87,2	127,3	28,1	32,0	26,2	57,3	32,3	23,9	74,3	94,0	699,8
AZ. INFORMATICA	56,4	49,6	67,8	57,0	35,2	47,9	34,7	42,8	30,0	33,5	107,8	30,3	593,0
AZ. SERV. TELECOM.	25,0	36,1	26,6	10,8	5,8	5,9	7,7	8,8	5,0	10,3	54,4	23,7	220,2
AZ. SERV. PUBBL. UT.	3,0	3,2	4,0	3,6	4,5	2,1	6,5	2,1	7,8	3,1	8,9	5,4	54,1
AZ. ALTRI SETTORI	60,8	96,6	68,4	83,5	43,8	50,4	26,0	33,4	41,8	51,6	35,2	49,3	640,9
AZ. ALTRE SPECIAL.	38,7	44,4	39,5	53,8	29,5	30,7	52,1	44,2	27,0	26,9	97,2	31,1	515,1
BILANCIATI	783,8	807,5	851,9	809,8	759,2	886,1	622,8	326,7	387,1	775,0	1.038,4	783,0	8.831,4
BILANCIATI AZIONARI	92,1	67,2	60,6	48,3	45,0	48,8	31,5	20,3	25,1	30,8	42,0	24,6	536,3
BILANCIATI	335,4	342,1	302,7	250,5	257,0	209,1	192,0	117,8	120,4	275,0	529,8	391,6	3.323,4
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	356,4	398,2	488,6	511,0	457,1	628,2	399,4	188,6	241,7	469,3	466,6	366,8	4.971,8

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	8.087,8	10.404,0	13.095,9	10.133,8	10.032,5	6.123,4	8.074,4	7.232,0	7.436,2	9.438,6	15.069,1	11.926,9	117.054,5
OBLB EURO GOV. BREVET.	3.291,0	4.160,6	5.214,8	3.999,9	4.444,3	2.386,5	3.024,1	2.810,5	2.690,8	3.313,5	6.822,4	4.780,4	46.938,8
OBLB EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.558,6	2.255,7	2.770,5	2.542,5	2.176,6	1.326,8	1.886,5	1.755,3	2.452,4	2.788,7	3.756,5	2.903,8	28.174,0
OBLB EURO CORP. INV.GRADE	349,3	491,1	767,4	506,4	291,5	168,9	265,5	227,4	266,5	332,8	557,3	496,7	4.720,8
OBLB EURO HIGH YIELD	39,0	33,4	28,8	25,3	18,2	16,2	23,1	21,1	15,3	22,8	94,3	30,1	367,6
OBLB DOLLARO GOV. BREVE T.	179,5	142,4	142,4	93,0	105,3	82,3	76,1	46,3	37,6	81,8	117,6	57,1	1.161,3
OBLB DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	266,8	187,7	211,0	201,9	190,9	101,1	91,9	43,5	58,3	68,1	170,3	112,5	1.704,0
OBLB DOLLARO CORP. INV.GRADE	1,6	3,3	2,6	2,0	1,2	0,5	0,8	0,8	0,5	0,1	3,2	0,4	16,8
OBLB DOLLARO HIGH YIELD	6,7	8,7	8,5	8,8	7,0	4,4	5,2	2,7	3,1	12,8	2,8	3,1	73,8
OBLB INT.LI GOV.	209,9	245,0	406,2	508,7	393,8	289,2	417,4	183,5	186,1	355,3	345,0	224,9	3.765,0
OBLB INT.LI CORP. INV.GRADE	110,1	124,4	90,4	93,1	99,5	64,1	41,4	29,9	36,2	45,1	87,7	93,0	914,8
OBLB INT.LI HIGH YIELD	63,5	90,5	101,5	77,0	29,3	40,6	20,6	22,1	26,1	41,1	71,0	70,2	653,5
OBLB YEN	88,6	90,9	142,4	102,5	71,6	183,9	34,0	20,5	39,6	20,1	22,9	33,5	850,7
OBLB PAESI EMERGENTI	165,6	133,8	179,9	130,7	116,3	70,1	160,0	269,0	178,3	244,6	233,6	199,7	2.081,7
OBLB ALTRE SPECIALIZZAZIONI	756,8	959,5	1.175,0	694,4	1.256,9	618,5	1.285,3	1.079,3	796,7	1.301,9	1.980,6	1.405,2	13.310,1
OBLB MISTI	838,2	1.265,8	1.521,6	961,0	680,0	565,2	488,8	403,6	471,4	516,5	509,2	1.113,2	9.334,6
OBLB FLESSIBILI	162,7	211,2	332,9	186,6	150,1	205,1	253,6	316,4	177,3	293,3	294,5	403,0	2.986,9
FONDI DI LIQUIDITÀ	5.453,4	5.219,6	6.650,9	5.031,6	5.640,8	5.577,9	4.990,8	4.432,9	4.361,1	4.833,9	6.850,5	5.460,4	64.503,8
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	5.382,8	5.145,9	6.595,1	4.986,1	5.580,9	5.519,3	4.940,1	4.405,8	4.335,5	4.793,1	6.759,4	5.394,5	63.838,4
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	70,6	73,7	55,8	45,5	59,9	58,6	50,7	27,2	25,5	40,8	91,1	65,9	665,4
FLESSIBILI	490,6	536,6	547,1	412,6	418,4	345,9	568,3	280,9	335,0	642,8	684,0	738,6	6.000,8
TOTALE	19.403,4	23.327,4	26.331,7	24.567,2	20.647,7	17.267,3	17.691,9	17.649,1	15.422,8	19.709,9	29.421,2	25.378,1	256.817,8

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta lorda dei fondi riservati

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda* - 2004
Dettaglio dei Fondi riservati** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	0,0	0,0	40,0	57,6	114,8	220,4
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
AZ. INTERNAZIONALI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	0,0	0,0	40,0	57,6	114,8	220,4
BILANCIATI	0,0	0,0	125,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	70,0	0,0	0,0	215,0
BILANCIATI	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 OBBLIGAZIONARI	0,0	0,0	125,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	70,0	0,0	0,0	215,0
OBBLIGAZIONARI	55,1	10,0	128,8	11,0	49,9	18,4	58,0	8,9	166,3	419,8	630,4	256,7	1.813,2
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	160,0	25,0	0,0	185,0
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	5,1	8,3	38,8	6,5	25,9	4,9	3,0	8,9	3,8	1,7	0,8	42,2	149,8
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	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
OBBL. INT'L GOV.	50,0	0,0	90,0	4,5	24,0	13,5	55,0	0,0	2,5	71,5	0,0	148,0	459,0
OBBL. INT'L CORP. INV. GRADE										145,0	0,0	0,0	145,0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	304,6	6,5	312,8
OBBL. MISTI	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
OBBL. FLESSIBILI	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	175,0	325,0	60,0	561,6
FONDI DI LIQUIDITÀ	349,8	38,9	128,6	39,9	61,7	118,1	38,3	25,7	16,6	15,1	118,1	30,4	981,1
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	349,8	38,9	128,6	39,9	61,7	118,1	38,3	25,7	16,6	15,1	118,1	30,4	981,1
FLESSIBILI	8,0	162,5	9,5	5,3	5,8	2,3	1,8	1,8	3,2	0,4	0,2	210,1	410,7
TOTALE	413,0	211,3	397,0	56,1	137,3	138,8	101,0	36,3	186,0	545,3	806,3	612,0	3.640,4

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettificata inclusive dei Fondi dedicati (armonizzati, italiani).

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda* - 2004
Dettaglio dei Fondi hedge** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
FONDI HEDGE	534,7	509,5	766,3	868,9	847,3	831,1	801,4	434,3	244,2	246,6	1.203,9	328,0	7.616,0
TOTALE	534,7	509,5	766,3	868,9	847,3	831,1	801,4	434,3	244,2	246,6	1.203,9	328,0	7.616,0

*Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta lorda dei fondi italiani

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda - 2004
Dettaglio dei Fondi italiani* - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	2.480,8	2.238,5	2.677,3	3.282,2	2.039,3	2.281,2	1.818,8	1.304,0	1.585,4	2.171,5	3.901,4	2.187,0	27.967,3
AZ. ITALIA	330,7	209,7	257,2	439,2	177,5	206,4	171,5	147,9	193,0	309,8	636,1	457,3	3.336,4
AZ. AREA EURO	123,5	113,2	112,4	91,1	55,8	97,1	106,9	39,3	85,0	110,9	117,4	119,7	1.172,5
AZ. EUROPA	523,1	448,7	404,3	457,0	372,7	389,6	340,8	313,6	345,3	439,8	1.174,5	440,9	5.650,1
AZ. AMERICA	432,8	427,8	473,8	620,8	306,4	347,6	322,2	210,0	294,8	342,9	410,3	296,3	4.485,6
AZ. PACIFICO	309,3	363,7	527,0	646,7	456,3	361,7	318,9	250,4	200,6	261,8	439,3	216,1	4.351,7
AZ. PAESI EMERGENTI	158,5	123,1	241,3	197,9	96,1	110,9	82,6	36,4	82,4	190,1	298,1	89,6	1.707,0
AZ. PAESE	53,4	37,3	97,8	88,7	64,2	38,8	27,7	24,5	69,0	35,9	44,5	18,5	600,2
AZ. INTERNAZIONALI	397,9	407,3	420,9	527,2	421,7	627,0	377,0	189,4	227,3	389,8	563,1	468,1	5.016,7
AZ. ENERGIA E M.P.	8,5	5,3	10,0	19,8	5,4	7,4	6,8	8,3	9,1	14,7	13,9	10,5	119,7
AZ. INDUSTRIA	1,5	0,7	0,5	1,1	0,5	1,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	6,2
AZ. BENI CONSUMO	5,9	2,2	6,1	31,1	6,6	9,7	5,2	7,5	3,1	4,7	3,9	2,2	88,3
AZ. SALUTE	13,2	12,2	10,3	24,2	23,7	10,0	6,9	9,8	6,3	8,7	49,4	7,8	182,4
AZ. FINANZA	10,4	7,2	9,5	28,9	5,3	6,8	6,2	5,4	8,0	6,4	33,0	7,9	135,1
AZ. INFORMATICA	38,4	28,7	48,0	40,4	21,6	33,8	20,5	32,8	17,5	17,7	84,4	13,4	397,1
AZ. SERV. TELECOM.	16,1	7,5	6,6	4,4	2,5	3,1	1,5	3,2	2,1	3,2	4,2	7,2	61,5
AZ. SERV. PUBBL. UT.	0,9	0,8	1,3	1,5	0,7	0,4	0,4	0,5	1,1	0,6	0,1	0,4	8,6
AZ. ALTRI SETTORI	36,8	27,1	36,5	39,5	14,1	22,6	12,0	10,5	29,7	26,2	15,6	17,5	287,9
AZ. ALTRE SPECIAL.	19,9	16,2	14,0	22,9	8,3	7,4	11,2	14,2	10,7	8,3	13,6	13,7	160,4
BILANCIATI	636,8	761,1	930,8	777,8	744,3	575,8	491,9	296,1	326,6	651,8	974,5	698,9	7.866,4
BILANCIATI AZIONARI	47,4	62,8	57,0	44,0	39,9	43,4	28,0	17,4	22,2	27,5	39,4	21,4	450,3
BILANCIATI	273,3	325,5	287,9	239,5	246,2	199,4	178,5	109,2	114,4	261,1	516,3	376,8	3.127,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	316,1	372,8	585,9	494,4	458,2	333,1	285,4	169,5	190,0	363,2	418,8	300,8	4.288,2

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	5.502,6	6.642,6	8.465,6	6.060,6	5.732,5	3.704,8	4.354,2	3.950,9	4.468,5	5.918,6	10.964,2	6.651,1	72.416,3
OBL. EURO GOV. BREVE T.	2.545,8	2.996,4	3.876,5	2.846,3	2.874,8	1.837,6	2.212,9	2.113,0	2.237,6	2.655,4	5.988,0	3.024,2	35.208,5
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	732,1	998,3	1.169,7	932,1	1.043,5	461,7	568,9	493,0	897,7	1.007,8	1.739,8	1.220,3	11.264,9
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	275,1	377,9	632,6	425,4	242,4	130,1	190,5	159,4	185,7	237,3	446,5	337,0	3.639,8
OBL. EURO HIGH YIELD	36,2	30,8	25,7	22,7	17,0	10,0	13,9	12,7	14,2	19,6	25,1	26,1	253,9
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	116,6	80,6	86,2	64,6	72,9	42,5	38,7	20,2	24,4	49,8	50,4	35,8	682,8
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	157,2	117,4	80,6	96,0	127,1	74,7	28,6	25,3	26,9	41,1	89,0	77,5	941,5
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1,2	2,4	1,1	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,3
OBL. INT'L.I GOV.	192,7	159,9	319,3	222,0	260,3	227,9	226,0	104,2	144,1	328,5	213,1	272,8	2.670,8
OBL. INT'L.I CORP. INV.GRADE	109,3	123,6	89,4	91,5	97,1	62,9	40,5	27,4	34,6	188,1	86,4	92,4	1.043,3
OBL. INT'L.I HIGH YIELD	18,1	22,6	12,6	12,0	2,9	6,7	3,6	4,1	6,1	10,3	14,6	14,3	128,0
OBL. YEN	6,9	28,5	71,6	12,9	36,2	43,3	9,2	3,0	2,1	3,8	2,4	2,0	221,9
OBL. PAESI EMERGENTI	139,1	100,2	144,1	103,8	75,2	62,9	56,6	73,1	70,1	92,8	140,2	129,7	1.187,7
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	272,5	212,6	258,0	183,7	154,0	116,1	318,0	401,7	274,7	439,2	1.187,1	539,0	4.356,6
OBL. MISTI	833,4	1.255,2	1.511,4	952,2	640,1	519,7	465,1	386,0	410,7	489,5	465,9	584,0	8.513,3
OBL. FLESSIBILI	66,3	136,1	186,8	94,6	88,4	108,7	181,5	127,8	139,5	355,5	515,6	295,9	2.296,9
FONDI DI LIQUIDITÀ	5.101,1	4.238,4	5.633,3	4.089,2	4.682,3	4.883,0	4.037,8	3.633,2	3.314,0	3.663,2	5.747,9	4.564,3	53.587,7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	5.100,0	4.237,4	5.632,9	4.088,9	4.681,7	4.882,7	4.031,2	3.629,8	3.311,0	3.659,5	5.742,8	4.562,0	53.559,9
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	1,1	1,0	0,4	0,3	0,6	0,3	6,6	3,4	3,0	3,7	5,1	2,3	27,8
FLESSIBILI	467,9	653,6	521,5	366,8	396,1	306,6	508,7	270,0	313,5	588,6	579,0	841,9	5.814,3
FONDI HEDGE	468,3	466,8	720,8	769,3	732,5	716,2	654,7	353,8	206,5	166,4	467,5	248,4	5.971,2
TOTALE	14.657,5	15.000,9	18.949,2	15.345,9	14.327,0	12.467,5	11.866,1	9.808,0	10.214,5	13.160,2	22.634,5	15.191,7	173.623,1

*Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Raccolta lorda dei fondi Roundtrip

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda* - 2004
Dettaglio dei Fondi Roundtrip** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	2.107,0	4.121,3	2.513,6	4.897,1	1.757,6	2.052,7	1.619,8	4.072,7	1.318,0	1.888,0	1.935,5	4.397,1	32.680,4
AZ. ITALIA	109,7	185,0	100,7	146,4	153,4	97,7	189,4	113,3	78,8	157,8	151,3	208,6	1.692,1
AZ. AREA EURO	120,2	63,2	132,6	86,6	40,5	95,7	26,3	18,6	20,7	102,6	35,7	58,7	801,5
AZ. EUROPA	591,0	1.076,6	665,4	1.209,1	485,5	868,3	533,9	1.398,4	537,8	585,8	560,1	1.329,3	9.841,1
AZ. AMERICA	494,4	1.460,5	622,4	1.735,2	346,2	412,1	429,2	1.401,7	255,7	394,6	538,5	1.554,3	9.644,8
AZ. PACIFICO	361,8	588,8	422,4	797,6	314,7	197,7	159,5	596,0	111,9	239,8	143,1	592,6	4.525,9
AZ. PAESI EMERGENTI	104,9	209,0	89,0	410,6	94,7	47,9	50,6	224,3	70,6	114,0	60,0	252,1	1.727,7
AZ. PAESE	29,2	29,0	147,9	106,9	27,3	94,6	30,2	22,6	14,1	45,0	27,4	35,2	609,4
AZ. INTERNAZIONALI	65,1	43,5	44,2	63,9	125,5	52,1	46,3	78,1	72,0	107,1	88,8	56,1	842,8
AZ. ENERGIA E M.P.	34,2	73,1	23,1	40,8	17,4	9,8	10,2	24,2	18,2	12,0	23,3	33,2	319,4
AZ. INDUSTRIA	39,4	58,2	24,3	22,5	12,0	47,4	9,2	15,4	13,6	9,1	19,3	30,8	301,1
AZ. BENI CONSUMO	45,9	56,3	31,2	40,0	21,5	20,1	20,7	39,9	28,9	18,8	39,2	43,0	405,6
AZ. FINANZA	11,7	56,4	32,9	39,0	24,7	14,3	13,3	18,2	20,8	14,3	21,7	29,5	296,7
AZ. INFORMATICA	27,6	71,9	77,7	98,4	22,8	25,2	19,9	51,9	24,3	17,5	41,3	86,1	564,7
AZ. SERV. TELECOM.	18,0	20,9	19,8	16,6	13,6	14,2	14,1	10,0	12,5	15,8	23,4	16,9	195,9
AZ. SERV. PUBBL. UT.	8,9	28,6	20,0	6,3	3,3	2,8	6,3	5,6	2,9	7,1	50,2	16,5	158,7
AZ. SERV. PUBBL. UT.	2,1	2,4	2,6	2,1	3,8	1,7	6,1	1,5	6,7	2,5	8,8	5,0	45,5
AZ. ALTRI SETTORI	24,0	69,5	32,0	44,0	29,7	27,8	13,9	22,9	12,2	25,4	19,7	31,8	353,0
AZ. ALTRE SPECIAL.	18,8	28,2	25,6	30,9	21,2	23,3	40,9	30,0	16,3	18,6	83,6	17,4	354,7
BILANCIATI	147,0	46,4	46,1	32,0	34,9	310,3	130,9	30,6	60,6	193,2	64,0	84,0	1.180,0
BILANCIATI AZIONARI	44,7	4,4	3,6	4,4	5,2	5,4	3,5	2,9	2,9	3,3	2,6	3,2	85,9
BILANCIATI	62,0	16,7	14,8	11,0	10,8	9,7	13,5	8,6	6,0	13,9	13,6	14,8	195,5
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	40,3	25,4	27,7	16,7	18,9	295,1	113,9	19,0	51,7	176,1	47,8	66,0	898,6

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	2.640,3	3.771,3	4.759,2	4.084,2	4.349,8	2.437,0	3.778,2	3.290,0	3.134,0	3.939,8	4.735,2	5.532,4	46.451,4
OBL. EURO GOV. BREVE T.	745,2	1.164,2	1.338,3	1.153,6	1.569,6	548,9	811,1	697,5	613,2	683,0	834,4	1.756,2	11.915,3
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	831,6	1.265,8	1.639,7	1.616,9	1.158,9	870,1	1.320,6	1.271,2	1.558,5	1.782,6	2.017,5	1.725,6	17.058,9
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	74,2	113,2	134,8	81,0	49,1	38,8	75,0	68,0	80,8	95,5	110,8	159,7	1.081,0
OBL. EURO HIGH YIELD	2,8	2,6	3,1	2,7	1,2	6,3	9,2	8,4	1,1	3,2	6,2	4,0	113,7
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	62,9	61,8	56,1	28,4	32,4	39,8	37,4	26,1	13,2	32,0	67,1	21,3	478,5
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	109,5	70,3	130,4	105,8	63,8	26,3	63,3	18,2	31,4	27,1	81,3	35,0	762,4
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	0,3	0,9	1,5	1,2	0,4	0,5	0,8	0,8	0,5	0,1	3,2	0,4	10,5
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	6,7	8,7	8,5	8,8	7,0	4,4	5,2	2,7	3,1	12,8	2,8	3,1	73,8
OBL. INT.LI GOV.	67,2	85,1	177,0	291,2	157,4	74,7	246,5	79,3	44,5	98,3	131,9	100,1	1.553,2
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0,7	0,7	1,0	1,6	2,5	1,2	0,9	2,5	1,5	1,9	1,3	0,6	16,5
OBL. INT.LI HIGH YIELD	45,4	67,9	88,9	65,0	26,4	33,9	17,0	18,0	19,9	30,8	56,4	55,9	525,5
OBL. YEN	81,7	62,4	70,8	89,7	35,5	140,6	24,8	17,5	37,5	16,3	20,6	31,5	628,8
OBL. PAESI EMERGENTI	26,5	33,5	35,8	27,0	41,1	7,2	103,4	195,9	108,2	151,8	93,4	70,1	893,9
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	484,3	746,9	916,9	510,8	1.102,9	502,4	967,3	677,6	522,1	864,4	1.098,1	872,7	9.266,3
OBL. MISTI	4,8	10,6	10,2	8,9	39,9	45,5	23,7	17,6	60,6	27,1	43,3	529,2	821,4
OBL. FLESSIBILI	96,4	76,8	146,2	91,9	61,7	96,4	72,1	188,6	37,8	112,9	103,8	167,2	1.251,7
FONDI DI LIQUIDITÀ	702,1	1.020,1	1.146,2	982,2	1.020,1	813,0	991,3	825,3	1.063,7	1.185,8	1.220,7	926,5	11.897,3
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	632,6	947,4	1.090,8	937,0	960,8	754,7	947,3	801,6	1.041,1	1.148,8	1.134,7	862,9	11.259,6
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	69,5	72,7	55,4	45,2	59,3	58,4	44,0	23,8	22,6	37,1	86,0	63,7	637,6
FLESSIBILI	30,7	45,4	35,1	51,2	28,0	41,6	61,3	12,6	24,7	54,6	105,2	106,8	597,2
FONDI HEDGE	66,4	42,7	45,5	99,6	114,8	114,9	146,6	80,5	37,6	80,2	736,3	79,6	1.644,8
TOTALE	5.693,6	9.047,3	8.545,7	10.146,4	7.305,3	5.769,6	6.728,2	8.311,8	5.638,5	7.341,6	8.796,9	11.126,4	94.451,1

*Prima del 1/1/2005 raccolta dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 raccolta complessiva.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Riscatti dei fondi italiani e esteri

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Importi complessivi** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	3.621,0	6.166,2	5.909,2	7.742,0	4.837,5	3.864,4	4.044,1	5.852,9	3.536,4	4.694,5	6.040,5	6.661,1	62.969,8
AZ. ITALIA	687,2	639,8	690,3	826,4	480,7	424,1	475,0	449,1	355,8	514,1	659,5	523,7	6.725,6
AZ. AREA EURO	141,5	153,9	270,3	165,6	150,5	268,7	161,2	96,4	140,6	176,1	181,8	155,8	2.062,3
AZ. EUROPA	724,6	1.628,7	1.473,3	1.721,2	1.069,1	1.012,1	927,2	1.627,3	949,2	1.183,9	1.706,8	1.746,1	15.769,5
AZ. AMERICA	668,7	1.934,6	1.215,5	2.185,6	853,7	689,2	893,1	1.797,4	741,0	802,1	1.150,5	1.865,5	14.797,0
AZ. PACIFICO	413,7	701,5	693,8	1.044,8	784,6	389,6	448,6	843,3	371,7	698,0	714,9	888,9	7.993,4
AZ. PAESI EMERGENTI	137,7	273,7	313,4	358,7	473,8	209,8	239,8	296,7	155,4	307,0	401,0	356,6	3.523,6
AZ. PAESE	53,2	61,9	183,6	107,1	93,0	216,6	58,3	48,3	46,2	56,1	69,9	57,4	1.051,6
AZ. INTERNAZIONALI	413,5	435,0	611,7	817,5	596,5	329,9	484,5	395,7	464,2	522,9	570,1	550,8	6.192,3
AZ. ENERGIA E M.P.	17,6	32,7	41,6	33,0	24,6	14,5	19,6	38,3	32,6	34,6	33,4	41,7	364,2
AZ. INDUSTRIA	19,1	16,0	17,5	20,9	10,9	69,6	7,9	19,7	8,7	17,7	59,9	26,2	294,3
AZ. BENI CONSUMO	50,6	23,0	18,0	36,2	23,6	22,7	26,0	33,4	19,6	22,4	33,5	46,6	355,6
AZ. SALUTE	60,5	41,7	50,5	53,1	37,0	28,4	34,3	38,2	32,5	65,3	80,6	55,6	577,9
AZ. FINANZA	45,2	37,1	59,2	131,5	46,4	23,5	35,7	43,4	33,0	48,9	66,5	83,9	654,3
AZ. INFORMATICA	65,6	68,1	98,5	94,5	70,5	63,0	100,4	42,9	74,2	69,4	131,8	113,1	992,0
AZ. SERV. TELECOM.	23,2	28,6	28,1	19,4	22,5	12,9	13,2	9,0	15,4	24,5	16,0	20,7	233,4
AZ. SERV. PUBBL. UT.	3,3	3,3	4,1	2,4	4,0	3,0	3,2	2,9	3,2	10,2	34,9	3,7	78,3
AZ. ALTRI SETTORI	51,9	49,3	78,7	83,8	49,6	48,2	53,5	42,8	40,3	95,8	62,6	75,7	732,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	43,9	37,2	61,1	40,5	46,3	38,5	62,6	28,1	52,8	45,5	66,8	48,9	572,3
BILANCIATI	979,0	877,6	964,9	723,6	794,0	1.378,8	866,6	634,8	854,3	1.172,3	1.444,3	1.039,8	11.730,0
BILANCIATI AZIONARI	91,9	50,8	64,7	47,9	44,4	47,2	42,7	46,6	46,8	65,6	73,5	60,4	682,8
BILANCIATI	560,6	508,2	581,9	419,0	463,1	579,1	521,0	371,4	501,5	652,4	846,9	618,7	6.623,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	326,5	318,6	318,2	256,8	286,5	752,5	302,8	216,7	306,0	454,3	523,8	360,8	4.423,4

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	9.967,4	10.276,0	11.166,9	9.562,5	10.989,1	9.030,9	9.365,0	6.812,0	7.991,0	9.893,1	14.712,4	9.480,1	119.246,5
OBL. EURO GOV. BREVET.	4.672,6	4.572,6	4.625,7	4.078,7	4.745,6	3.922,6	3.843,4	2.672,1	3.400,1	3.949,1	7.188,2	4.021,8	51.692,4
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.300,2	2.396,5	2.909,2	2.376,0	2.776,1	2.380,6	2.641,7	1.855,3	1.606,5	2.624,6	3.529,4	2.372,3	29.768,5
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	407,0	512,5	572,1	484,8	519,6	256,9	212,6	174,2	252,4	255,8	432,9	205,9	4.286,7
OBL. EURO HIGH YIELD	26,8	28,0	89,5	17,9	35,3	18,8	10,7	8,2	16,7	10,5	22,4	10,1	294,7
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	41,2	69,8	94,3	94,5	82,5	35,1	79,4	93,5	34,1	48,7	410,1	62,6	1.145,8
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	230,3	81,6	161,7	139,8	216,8	171,1	79,3	50,4	90,2	169,7	221,8	123,6	1.736,4
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	3,4	1,2	4,4	7,7	0,9	1,1	1,1	2,0	0,8	1,1	4,9	1,1	29,7
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	9,6	5,1	22,8	9,7	12,1	5,8	18,7	5,6	5,2	20,4	44,0	15,6	174,6
OBL. INT.LI GOV.	641,0	574,8	537,1	521,1	477,5	441,7	511,6	561,6	420,8	568,5	549,1	575,6	6.380,7
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	53,2	62,2	43,2	60,5	86,6	53,7	46,1	76,4	38,2	38,5	41,0	33,7	633,3
OBL. INT.LI HIGH YIELD	18,3	46,4	35,9	48,9	76,7	33,4	31,8	28,2	30,7	28,0	41,8	32,6	452,8
OBL. YEN	86,3	64,1	76,1	87,8	34,9	90,2	33,4	31,9	35,8	31,2	55,0	54,6	681,3
OBL. PAESI EMERGENTI	120,2	205,4	201,4	196,5	229,1	163,5	124,7	94,6	134,8	177,9	157,0	116,6	1.921,8
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	794,4	917,7	1.008,3	669,1	986,3	824,0	1.088,3	734,2	1.235,5	1.197,3	1.307,6	1.072,4	11.834,9
OBL. MISTI	447,1	627,8	542,9	604,8	555,9	470,2	453,1	325,2	536,9	621,5	500,5	567,5	6.253,4
OBL. FLESSIBILI	115,6	110,4	242,4	164,6	153,2	162,2	189,0	98,5	152,2	150,4	206,7	214,3	1.959,5
FONDI DI LIQUIDITÀ	6.397,3	5.912,4	7.383,6	5.838,4	5.785,4	6.110,7	4.956,5	3.192,4	5.149,8	5.955,7	8.741,5	6.569,0	71.992,8
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	6.375,1	5.884,1	7.324,8	5.782,7	5.749,5	6.083,2	4.933,5	3.167,1	5.129,0	5.926,5	8.636,2	6.501,4	71.493,0
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	22,2	28,4	58,9	55,7	35,9	27,5	22,9	25,3	20,8	29,2	105,3	67,6	499,7
FLESSIBILI	355,1	291,9	360,8	277,6	289,0	312,3	301,4	337,7	534,6	703,9	606,9	701,6	5.072,6
FONDI HEDGE	84,1	64,3	57,0	87,2	84,0	79,7	181,4	106,4	77,6	208,6	489,6	176,1	1.695,9
TOTALE	21.403,8	23.588,4	25.842,4	24.231,3	22.779,0	20.776,9	19.714,9	16.936,3	18.143,7	22.628,1	32.035,2	24.627,6	272.707,5

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Riscatti dei fondi aperti

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	3.621,0	6.166,2	5.909,2	7.742,0	4.837,5	3.864,4	4.039,0	5.852,9	3.536,4	4.694,5	5.979,7	6.595,8	62.838,7
AZ. ITALIA	687,2	639,8	690,3	826,4	480,7	424,1	475,0	449,1	355,8	514,1	659,5	523,7	6.725,6
AZ. AREA EURO	141,5	153,9	270,3	165,6	150,5	268,7	161,2	96,4	140,6	176,1	181,8	155,8	2.062,3
AZ. EUROPA	724,6	1.628,7	1.473,3	1.721,2	1.069,1	1.012,1	927,2	1.627,3	949,2	1.183,9	1.649,2	1.734,7	15.700,4
AZ. AMERICA	668,7	1.934,6	1.215,5	2.185,6	853,7	689,2	893,1	1.797,4	741,0	802,1	1.150,5	1.846,1	14.777,6
AZ. PACIFICO	413,7	701,5	693,8	1.044,8	784,6	389,6	448,6	843,3	371,7	698,0	714,9	871,9	7.976,4
AZ. PAESI EMERGENTI	137,7	273,7	313,4	358,7	473,8	209,8	239,8	296,7	155,4	307,0	401,0	356,6	3.523,6
AZ. PAESE	53,2	61,9	183,6	107,1	93,0	216,6	58,3	48,3	46,2	56,1	69,9	57,4	1.051,6
AZ. INTERNAZIONALI	413,5	435,0	611,7	817,5	596,5	329,9	479,4	395,7	464,2	522,9	567,0	533,4	6.166,7
AZ. ENERGIA E M.P.	17,6	32,7	41,6	33,0	24,6	14,5	19,6	38,3	32,6	34,6	33,4	41,7	364,2
AZ. INDUSTRIA	19,1	16,0	17,5	20,9	10,9	69,6	7,9	19,7	8,7	17,7	59,9	26,2	294,3
AZ. BENI CONSUMO	50,6	23,0	18,0	36,2	23,6	22,7	26,0	33,4	19,6	22,4	33,5	46,6	355,6
AZ. SALUTE	60,5	41,7	50,5	53,1	37,0	28,4	34,3	38,2	32,5	65,3	80,6	55,6	577,9
AZ. FINANZA	45,2	37,1	59,2	131,5	46,4	23,5	35,7	43,4	33,0	48,9	66,5	83,9	654,3
AZ. INFORMATICA	65,6	68,1	98,5	94,5	70,5	63,0	100,4	42,9	74,2	69,4	131,8	113,1	992,0
AZ. SERV. TELECOM.	23,2	28,6	28,1	19,4	22,5	12,9	13,2	9,0	15,4	24,5	16,0	20,7	233,4
AZ. SERV. PUBBL. UT.	3,3	3,3	4,1	2,4	4,0	3,0	3,2	2,9	3,2	10,2	34,9	3,7	78,3
AZ. ALTRI SETTORI	51,9	49,3	78,7	83,8	49,6	48,2	53,5	42,8	40,3	95,8	62,6	75,7	732,2
AZ. ALTRE SPECIAL.	43,9	37,2	61,1	40,5	46,3	38,5	62,6	28,1	52,8	45,5	66,8	48,9	572,3
BILANCIATI	979,0	877,6	964,9	723,6	794,0	1.378,8	866,6	634,8	854,3	1.172,3	1.444,3	1.039,8	11.730,0
BILANCIATI AZIONARI	91,9	50,8	64,7	47,9	44,4	47,2	42,7	46,6	46,6	65,6	73,5	60,4	682,8
BILANCIATI	560,6	508,2	581,9	419,0	463,1	579,1	521,0	371,4	501,5	652,4	846,9	618,7	6.623,8
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	326,5	318,6	318,2	256,8	286,5	752,5	302,8	216,7	306,0	454,3	523,8	360,8	4.423,4

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	9.967,3	10.275,9	11.106,4	9.562,4	10.989,0	8.948,9	9.354,8	6.812,0	7.990,9	9.852,7	14.304,0	9.227,3	118.391,5
OBLB EURO GOV. BREVET.	4.672,6	4.572,6	4.625,7	4.078,7	4.745,6	3.922,6	3.843,4	2.672,1	3.400,1	3.949,1	7.188,2	4.021,8	51.692,4
OBLB EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.300,1	2.396,4	2.908,6	2.375,9	2.776,0	2.364,6	2.631,5	1.855,2	1.606,5	2.624,5	3.431,7	2.340,4	29.611,5
OBLB EURO CORP. INV.GRADE	407,0	512,5	572,1	484,8	519,6	256,9	212,6	174,2	252,4	255,8	432,9	205,9	4.286,7
OBLB EURO HIGH YIELD	26,8	28,0	89,5	17,9	35,3	18,8	10,7	8,2	16,7	10,5	22,4	10,1	294,7
OBLB DOLLARO GOV. BREVE T.	41,2	69,8	94,3	94,5	82,5	35,1	79,4	93,5	34,1	48,7	105,5	56,2	834,8
OBLB DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	230,3	81,6	161,7	139,8	216,8	171,1	79,3	50,4	90,2	169,7	221,8	123,6	1.736,4
OBLB DOLLARO CORP. INV.GRADE	3,4	1,2	4,4	7,7	0,9	1,1	1,1	2,0	0,8	1,1	4,9	1,1	29,7
OBLB DOLLARO HIGH YIELD	9,6	5,1	22,8	9,7	12,1	5,8	18,7	5,6	5,2	20,4	44,0	15,6	174,6
OBLB INT.LI GOV.	641,0	574,8	477,1	521,1	477,5	375,7	511,6	561,6	420,8	528,2	543,1	361,1	5.993,8
OBLB INT.LI CORP. INV.GRADE	53,2	62,2	43,2	60,5	86,6	53,7	46,1	76,4	38,2	38,5	41,0	33,7	633,3
OBLB INT.LI HIGH YIELD	18,3	46,4	35,9	48,9	76,7	33,4	31,8	28,2	30,7	28,0	41,8	32,6	452,8
OBLB YEN	86,3	64,1	76,1	87,8	34,9	90,2	33,4	31,9	35,8	31,2	55,0	54,6	681,3
OBLB PAESI EMERGENTI	120,2	205,4	201,4	196,5	229,1	163,5	124,7	94,6	134,8	177,9	157,0	116,6	1.921,8
OBLB ALTRE SPECIALIZZAZIONI	794,4	917,7	1.008,3	669,1	986,3	824,0	1.088,3	734,2	1.235,5	1.197,3	1.307,6	1.072,4	11.834,9
OBLB MISTI	447,1	627,8	542,9	604,8	555,9	470,2	453,1	325,2	536,9	621,5	500,5	567,5	6.253,4
OBLB FLESSIBILI	115,6	110,4	242,4	164,6	153,2	162,2	189,0	98,5	152,2	150,4	206,7	214,3	1.959,5
FONDI DI LIQUIDITÀ	6.346,9	5.851,1	7.255,7	5.793,5	5.739,4	6.037,3	4.912,5	3.166,9	5.117,6	5.913,6	8.700,9	6.468,6	71.304,1
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	6.324,7	5.822,7	7.196,9	5.737,8	5.703,5	6.009,8	4.889,6	3.141,6	5.096,8	5.884,4	8.595,6	6.401,0	70.804,3
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	22,2	28,4	58,9	55,7	35,9	27,5	22,9	25,3	20,8	29,2	105,3	67,6	499,7
FLESSIBILI	351,4	286,8	357,6	274,2	284,8	265,1	287,5	308,7	522,2	693,7	595,6	645,1	4.872,8
TOTALE	21.265,5	23.457,5	25.593,9	24.095,8	22.644,7	20.494,5	19.460,5	16.775,3	18.021,5	22.326,8	31.024,6	23.976,6	269.137,2

*Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

**Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004- Riscatti dei fondi riservati

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Dettaglio dei Fondi riservati** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	60,7	65,2	131,0
AZ. EUROPA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,6	11,4	69,0
AZ. AMERICA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,4	19,4
AZ. PACIFICO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,0	17,0
AZ. INTERNAZIONALI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	3,1	17,4	25,6
BILANCIATI	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	0,1	0,1	60,5	0,1	0,1	82,0	10,2	0,1	0,0	40,4	408,4	252,8	854,9
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	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
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	16,0	10,2	0,1	0,0	0,1	97,8	31,9	157,0
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	304,6	6,4	311,0
OBBL. INT'L GOV.	0,0	0,0	60,0	0,0	0,0	66,0	0,0	0,0	0,0	40,4	6,1	214,5	386,9
OBBL. INT'L CORP. INV. GRADE										0,0	0,0	0,0	0,0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	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
OBBL. MISTI	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
OBBL. FLESSIBILI	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
FONDI DI LIQUIDITÀ	50,4	61,4	127,9	44,9	46,1	73,4	43,9	25,5	32,2	42,1	40,6	100,4	688,7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	50,4	61,4	127,9	44,9	46,1	73,4	43,9	25,5	32,2	42,1	40,6	100,4	688,7
FLESSIBILI	3,7	5,1	3,2	3,3	4,2	47,2	13,8	29,0	12,4	10,1	11,2	56,5	199,8
TOTALE	54,2	66,6	191,6	48,4	50,3	202,7	73,0	54,5	44,7	92,7	521,0	474,9	1.874,4

*Dati sui fondi roundup: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani", dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

**Serie storiche rettifiche inclusive dei Fondi dedicati (armonizzati, italiani)

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Dettaglio dei Fondi hedge** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
FONDI HEDGE	84,1	64,3	57,0	87,2	84,0	79,7	181,4	106,4	77,6	208,6	489,6	176,1	1.695,9
TOTALE	84,1	64,3	57,0	87,2	84,0	79,7	181,4	106,4	77,6	208,6	489,6	176,1	1.695,9

*Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

**Serie storiche rettificata inclusive dei fondi di fondi.

2004 - Riscatti dei fondi italiani

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Dettaglio dei Fondi italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro**

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	2.082,5	2.367,6	3.580,7	3.134,8	3.055,8	2.001,6	2.748,8	2.303,3	2.385,7	3.106,8	4.450,4	2.573,6	33.791,5
AZ. ITALIA	354,0	320,8	546,1	573,9	366,4	272,8	381,5	262,0	275,7	403,4	534,1	361,6	4.652,3
AZ. AREA EURO	93,1	85,9	159,7	80,9	96,1	75,1	126,9	78,3	97,3	93,9	110,1	85,7	1.183,0
AZ. EUROPA	436,3	573,8	844,1	559,6	662,8	439,2	585,4	670,4	587,9	669,8	1.294,3	554,1	7.877,7
AZ. AMERICA	327,6	429,0	566,6	353,3	468,8	342,4	565,7	404,4	455,0	509,3	708,5	392,6	5.523,1
AZ. PACIFICO	231,7	257,8	402,7	381,4	471,0	258,3	268,8	314,4	259,0	432,9	556,5	325,6	4.160,1
AZ. PAESI EMERGENTI	92,7	105,0	184,6	147,8	193,6	147,6	170,5	87,2	116,2	252,1	312,6	105,6	1.915,4
AZ. PAESE	33,8	27,7	59,9	51,1	66,7	32,6	37,5	35,0	35,1	43,3	39,7	33,4	495,8
AZ. INTERNAZIONALI	335,8	381,4	538,5	761,0	534,0	275,9	412,8	338,3	391,3	433,2	484,1	482,8	5.368,9
AZ. ENERGIA E M.P.	7,1	8,9	12,6	7,1	6,5	6,2	8,5	9,7	12,1	23,1	20,1	10,1	131,9
AZ. INDUSTRIA	2,4	2,3	2,9	2,6	3,2	3,4	2,5	1,1	1,6	1,4	49,0	0,6	73,0
AZ. BENI CONSUMO	6,9	7,0	7,4	6,9	10,7	10,3	8,2	7,2	6,8	9,7	14,6	7,0	102,6
AZ. SALUTE	22,1	25,3	34,4	22,8	26,0	17,5	18,6	12,9	22,0	50,8	62,1	24,0	338,5
AZ. FINANZA	18,7	14,4	27,5	15,7	14,8	9,3	11,3	8,6	9,9	15,3	39,1	13,8	198,3
AZ. INFORMATICA	53,2	54,2	81,0	77,6	56,1	50,4	82,1	32,3	52,8	53,9	114,2	94,3	802,2
AZ. SERV. TELECOM.	8,4	12,3	12,1	10,7	8,5	8,4	7,9	4,6	6,7	8,2	7,3	8,0	103,1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	1,3	1,4	2,3	1,2	2,1	1,1	1,6	1,5	2,0	3,0	31,5	0,7	49,7
AZ. ALTRI SETTORI	28,8	34,4	56,2	50,1	33,4	29,1	37,8	18,3	27,9	75,8	41,9	42,8	476,4
AZ. ALTRE SPECIAL.	28,6	25,9	42,4	31,0	35,2	22,3	21,3	17,1	26,4	27,7	30,7	31,0	339,5
BILANCIATI	752,6	754,6	846,1	637,8	703,4	1.292,9	757,6	515,2	718,5	988,7	1.255,1	901,9	10.124,5
BILANCIATI AZIONARI	41,6	38,3	49,2	38,4	35,5	36,2	30,8	32,9	29,5	46,1	55,3	47,1	480,9
BILANCIATI	448,1	439,7	524,4	379,0	418,8	535,5	460,5	304,4	425,2	569,9	768,7	559,1	5.833,2
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	262,8	276,6	272,6	220,4	249,1	721,2	266,3	177,8	263,9	372,7	431,1	295,8	3.810,3

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	7.262,6	7.062,3	7.584,6	6.169,8	7.410,5	6.557,3	6.565,9	4.544,3	5.287,4	6.994,2	11.038,3	5.752,4	82.209,4
OBL. EURO GOV. BREVE T.	4.065,5	3.567,8	3.654,1	3.012,3	3.679,0	3.296,7	3.244,3	1.966,9	2.676,1	3.245,2	6.336,9	2.648,5	41.393,3
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.131,9	1.160,8	1.529,8	1.132,8	1.403,6	1.328,6	1.452,9	1.165,2	817,1	1.618,0	1.925,8	1.072,0	15.738,5
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	363,9	454,8	504,0	226,6	374,2	208,9	166,6	140,0	209,9	213,0	388,9	169,2	3.420,0
OBL. EURO HIGH YIELD	17,0	25,9	86,9	13,1	34,0	11,7	9,4	7,7	15,3	9,2	20,0	8,1	258,4
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	21,2	48,7	45,9	72,4	63,6	19,3	56,2	77,5	17,6	29,0	368,6	41,2	861,1
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	141,1	49,4	87,5	55,0	83,0	59,4	44,9	31,1	44,9	135,5	131,1	55,2	918,1
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	0,6	0,7	1,4	2,0	0,7	0,8	0,2	0,2	0,3	1,0	2,0	1,1	10,9
OBL. INT.LI GOV.	501,3	459,0	393,8	471,7	382,2	393,0	362,3	384,0	363,9	442,5	409,2	505,2	5.068,1
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	52,5	61,3	42,1	59,5	84,6	52,7	44,7	72,7	36,9	35,7	39,7	31,9	614,3
OBL. INT.LI HIGH YIELD	3,2	20,3	11,8	7,6	35,1	2,9	5,2	4,5	6,7	4,0	4,4	2,9	108,6
OBL. YEN	11,0	14,0	11,3	7,2	8,7	51,8	4,5	6,1	5,6	6,5	22,1	17,4	166,2
OBL. PAESI EMERGENTI	107,3	176,1	182,5	166,3	201,0	133,8	97,0	72,3	87,2	113,3	102,1	75,4	1.514,4
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	363,6	352,0	371,9	284,0	432,9	430,3	578,6	258,9	418,9	481,1	703,7	527,6	5.203,4
OBL. MISTI	427,9	622,5	537,2	601,0	543,9	458,9	425,9	295,8	514,2	570,4	472,3	440,6	5.910,4
OBL. FLESSIBILI	54,6	48,8	104,4	58,3	84,2	108,6	73,1	61,4	72,9	89,8	111,6	156,2	1.023,9
FONDI DI LIQUIDITÀ	5.733,9	5.140,6	6.382,2	4.938,7	5.015,8	5.443,5	4.379,2	2.792,5	4.495,8	5.343,6	7.551,3	5.569,7	62.786,8
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	5.732,6	5.139,1	6.360,4	4.922,6	5.012,4	5.443,3	4.379,0	2.790,5	4.492,6	5.341,9	7.538,8	5.569,1	62.722,4
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	1,2	1,5	21,8	16,0	3,4	0,2	0,2	2,0	3,2	1,8	12,5	0,6	64,4
FLESSIBILI	236,6	222,6	283,8	200,1	232,1	248,9	241,1	194,6	228,7	359,2	345,7	451,6	3.244,9
FONDI HEDGE	71,0	43,7	42,8	49,4	62,7	29,0	128,8	87,4	73,8	66,1	94,4	124,2	873,4
TOTALE	16.139,1	15.591,3	18.700,1	15.130,6	16.480,3	15.573,1	14.821,3	10.437,3	13.189,9	16.858,6	24.735,3	15.373,5	193.030,4

*Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

**Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

2004 - Riscatti dei fondi Roundtrip

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti* - 2004
Dettaglio dei Fondi Roundtrip** - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
AZIONARI	1.538,5	3.798,6	2.328,6	4.607,2	1.781,7	1.862,8	1.295,3	3.549,6	1.150,7	1.587,8	1.590,1	4.087,4	29.178,3
AZ. ITALIA	333,2	319,0	144,3	252,4	114,2	151,4	93,5	187,1	80,0	110,7	125,4	162,1	2.073,3
AZ. AREA EURO	48,4	68,0	110,6	84,7	54,4	193,6	34,3	18,1	43,3	82,2	71,7	70,1	879,2
AZ. EUROPA	288,2	1.054,9	629,2	1.161,6	406,4	572,9	341,8	956,9	361,3	514,1	412,5	1.192,1	7.891,8
AZ. AMERICA	341,2	1.505,6	649,0	1.832,2	384,9	346,8	327,3	1.393,1	286,0	292,9	442,0	1.472,9	9.273,9
AZ. PACIFICO	182,0	443,7	291,2	663,4	313,6	131,3	179,7	528,9	112,8	265,1	158,3	563,3	3.833,3
AZ. PAESI EMERGENTI	45,0	168,7	128,8	210,9	280,2	62,3	69,3	209,5	39,3	54,9	88,4	251,0	1.608,2
AZ. PAESE	19,4	34,3	123,7	56,0	26,4	183,9	20,8	13,3	11,0	12,8	30,2	24,0	555,8
AZ. INTERNAZIONALI	77,8	53,7	73,2	56,4	62,5	54,1	71,7	57,3	72,8	89,7	86,0	68,1	823,4
AZ. ENERGIA E M.P.	10,5	23,8	29,1	25,9	18,1	8,3	11,0	28,6	20,6	11,6	13,3	31,5	232,3
AZ. INDUSTRIA	16,7	13,7	14,6	18,3	7,8	66,2	5,4	18,6	7,2	16,3	10,9	25,7	221,3
AZ. BENI CONSUMO	43,7	16,0	10,6	29,3	12,9	12,4	17,9	26,2	12,8	12,6	19,0	39,6	253,0
AZ. SALUTE	38,4	16,4	16,1	30,2	11,1	10,9	15,7	25,3	10,5	14,5	18,5	31,7	239,4
AZ. FINANZA	26,5	22,7	31,8	115,8	31,6	14,2	24,5	34,8	23,1	33,5	27,4	70,1	456,0
AZ. INFORMATICA	12,4	13,9	17,5	16,9	14,4	12,6	18,3	10,6	21,4	15,5	17,5	18,7	189,8
AZ. SERV. TELECOM.	14,9	16,2	16,0	8,7	14,0	4,5	5,3	4,4	8,7	16,3	8,6	12,7	130,3
AZ. SERV. PUBBL. UT.	2,0	1,9	1,8	1,2	2,0	1,9	1,6	1,4	1,1	7,3	3,4	3,0	28,6
AZ. ALTRI SETTORI	23,1	14,9	22,5	33,7	16,3	19,1	15,7	24,5	12,4	20,0	20,7	33,0	255,8
AZ. ALTRE SPECIAL.	15,3	11,3	18,7	9,6	11,2	16,3	41,3	11,0	26,4	17,7	36,1	17,9	232,7
BILANCIATI	226,4	123,0	118,8	85,8	90,5	86,0	109,0	119,6	135,8	183,6	189,1	137,9	1.605,5
BILANCIATI AZIONARI	50,3	12,5	15,6	9,5	8,9	11,0	11,9	13,7	17,4	19,6	18,2	13,3	201,8
BILANCIATI	112,5	68,5	57,6	40,0	44,3	43,6	60,5	67,0	76,3	82,5	78,2	59,6	790,6
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	63,6	42,0	45,6	36,3	37,3	31,3	36,5	38,9	42,1	81,6	92,7	65,0	613,1

(segue)

(segue)	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004	Totale
OBLIGAZIONARI	2.704,8	3.213,7	3.602,4	3.392,7	3.578,6	2.473,7	2.799,1	2.267,7	2.703,6	2.898,9	3.674,1	3.727,7	37.037,0
OBL. EURO GOV. BREVET.	607,2	1.004,8	971,5	1.066,4	1.066,6	625,9	599,1	705,2	724,0	703,9	851,3	1.373,3	10.299,1
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.168,3	1.235,7	1.379,4	1.243,2	1.372,6	1.052,1	1.188,8	690,1	789,4	1.006,6	1.603,6	1.300,3	14.030,0
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	43,1	57,7	68,1	258,2	145,4	48,1	46,0	34,2	42,5	42,8	44,0	36,7	866,7
OBL. EURO HIGH YIELD	9,8	2,0	2,5	4,8	1,3	7,1	1,3	0,4	1,4	1,2	2,4	2,0	36,3
OBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	20,0	21,1	48,4	22,1	18,9	15,9	23,2	16,0	16,5	19,7	41,6	21,4	284,7
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	89,1	32,2	74,3	84,8	133,8	111,7	34,4	19,3	45,3	34,2	90,7	68,4	818,3
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	2,7	0,5	3,0	5,8	0,3	0,4	0,9	1,9	0,5	0,1	2,8	0,0	18,8
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	9,6	5,1	22,8	9,7	12,1	5,8	18,7	5,6	5,2	20,4	44,0	15,6	174,6
OBL. INT.LI GOV.	139,7	115,8	143,3	49,5	95,3	48,7	149,3	177,6	56,9	126,1	140,0	70,4	1.312,6
OBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0,7	0,8	1,1	1,0	2,0	1,0	1,4	3,8	1,4	2,8	1,3	1,8	19,0
OBL. INT.LI HIGH YIELD	15,1	26,0	24,2	41,3	41,6	30,5	26,6	23,8	24,1	24,0	37,4	29,7	344,1
OBL. YEN	75,4	50,2	64,8	80,6	26,2	38,4	28,9	25,7	30,3	24,7	32,9	37,2	515,1
OBL. PAESI EMERGENTI	13,0	29,2	18,8	30,2	28,1	29,7	27,7	22,3	47,6	64,6	54,8	41,2	407,3
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	430,8	565,7	636,4	385,2	553,5	393,6	509,6	475,3	816,6	716,2	603,9	544,8	6.631,5
OBL. MISTI	19,2	5,3	5,8	3,8	12,0	11,3	27,2	29,5	22,7	51,1	28,2	126,9	343,1
OBL. FLESSIBILI	61,0	61,7	138,0	106,3	69,0	53,6	115,9	37,1	79,3	60,6	95,1	58,1	935,7
FONDI DI LIQUIDITÀ	663,4	771,8	1.001,4	899,7	769,6	667,2	577,3	399,9	654,1	612,1	1.190,2	999,3	9.206,0
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	642,4	744,9	964,3	860,1	737,1	639,9	554,6	376,6	636,4	584,6	1.097,4	932,3	8.770,6
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	21,0	26,9	37,1	39,7	32,6	27,3	22,7	23,3	17,7	27,4	92,8	66,9	435,4
FLESSIBILI	118,5	69,3	77,0	77,5	56,9	63,5	60,3	143,2	305,9	344,6	261,1	249,9	1.827,7
FONDI HEDGE	13,1	20,6	14,2	37,8	21,4	50,7	52,5	19,0	3,8	142,5	395,2	51,9	822,5
TOTALE	5.264,7	7.997,0	7.142,3	9.100,7	6.298,7	5.203,8	4.893,5	6.498,9	4.953,9	5.769,5	7.299,9	9.254,1	79.677,1

*Serie storiche rettifiche inclusive dei fondi di fondi.

**Dati sui fondi roundtrip: prima del 1/1/2005 riscatti dei soli sottoscrittori "italiani"; dopo il 1/1/2005 riscatti complessivi.

2004 - Numero complessivo dei fondi

Numero complessivo dei fondi
Dati aggregati per categoria

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
AZIONARI	860	850	854	849	837	840	842	842	844	839	819	795
AZ. ITALIA	93	91	92	90	88	89	89	89	88	85	84	82
AZ. AREA EURO	40	40	40	40	40	40	40	40	41	40	38	38
AZ. EUROPA	112	111	111	109	104	105	104	105	106	108	105	102
AZ. AMERICA	92	91	92	92	91	91	91	92	92	92	89	85
AZ. PACIFICO	81	79	80	80	78	78	78	78	78	78	75	72
AZ. PAESI EMERGENTI	52	51	51	50	50	50	50	50	50	50	49	48
AZ. PAESE	21	21	22	23	23	23	23	23	23	25	25	25
AZ. INTERNAZIONALI	143	140	140	139	137	138	139	138	139	136	135	133
AZ. ENERGIA E M.P.	21	21	21	21	21	21	21	21	21	20	19	18
AZ. INDUSTRIA	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	12	11
AZ. BENI CONSUMO	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	28
AZ. SALUTE	28	28	28	28	28	28	28	28	28	27	26	25
AZ. FINANZA	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	26
AZ. INFORMATICA	29	29	29	29	29	29	29	29	29	28	28	27
AZ. SERV. TELECOM.	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	10	10
AZ. SERV. PUBBL. UT.	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	7	5
AZ. ALTRI SETTORI	38	38	38	38	38	38	38	38	38	39	37	37
AZ. ALTRE SPECIAL.	21	21	21	21	21	21	22	22	22	23	23	23
BILANCIATI	190	187	189	188	188	190	191	189	195	194	189	182
BILANCIATI AZIONARI	32	31	31	31	31	31	31	31	32	31	31	30
BILANCIATI	96	94	95	95	94	95	96	95	97	96	94	90
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	62	62	63	62	63	64	64	63	66	67	64	62

(segue)

(segue)

	gen 2004	feb 2004	mar 2004	apr 2004	mag 2004	giu 2004	lug 2004	ago 2004	set 2004	ott 2004	nov 2004	dic 2004
OBLIGAZIONARI	608	603	607	603	616	617	621	622	621	627	621	600
OBL. EURO GOV. BREVE T.	100	99	99	98	98	98	98	100	102	102	102	97
OBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	144	143	144	143	143	143	144	144	142	140	139	134
OBL. EURO CORP. INV.GRADE	25	25	26	26	27	27	28	28	28	29	29	29
OBL. EURO HIGH YIELD	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
OBL. DOLLARO GOV. BREVET.	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	10
OBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T	34	33	33	33	33	33	32	32	32	32	31	29
OBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	2	2	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2
OBL. DOLLARO HIGH YIELD	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
OBL. INT'L GOV.	76	74	73	71	70	72	71	71	71	72	69	71
OBL. INT'L CORP. INV.GRADE	7	7	7	7	7	7	7	7	7	9	9	9
OBL. INT'L HIGH YIELD	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10	10
OBL. YEN	17	17	17	17	17	17	16	16	16	16	15	12
OBL. PAESI EMERGENTI	30	30	31	31	31	31	31	31	31	31	30	26
OBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	61	61	61	60	69	68	71	71	71	73	76	73
OBL. MISTI	64	64	65	64	68	66	65	66	64	65	65	66
OBL. FLESSIBILI	21	21	21	23	23	24	25	25	26	27	26	24
FONDI DI LIQUIDITÀ	57	57	58	58	59	60	61	61	61	60	59	57
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	54	54	55	55	56	56	56	56	56	55	54	53
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	4
FLESSIBILI	96	96	97	97	98	99	104	104	105	111	107	111
FONDI HEDGE	89	93	97	104	108	113	126	128	131	137	140	142
TOTALE	1.900	1.886	1.902	1.899	1.906	1.919	1.945	1.946	1.957	1.968	1.935	1.887

1984-2004 Patrimonio dei fondi italiani e esteri

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Patrimonio Totale *
Dati aggregati per tipologia fondo

	ITALIANI				ROUNDRIP**				TIPOLOGIA GIURIDICA			TOTALE	
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Riservati		Hedge
dicembre 1984	597,0			597,0	597,0	2.186,2		2.186,2	2.186,2	2.783,2			2.783,2
dicembre 1985	10.216,6			10.216,6	10.216,6	3.902,3		3.902,3	3.902,3	14.118,9			14.118,9
dicembre 1986	33.609,5			33.609,5	33.609,5	5.511,1		5.511,1	5.511,1	39.120,6			39.120,6
dicembre 1987	30.702,8			30.702,8	30.702,8	4.535,0		4.535,0	4.535,0	35.237,8			35.237,8
dicembre 1988	26.630,1			26.630,1	26.630,1	4.465,3		4.465,3	4.465,3	31.095,4			31.095,4
dicembre 1989	25.393,2			25.393,2	25.393,2	4.420,4		4.420,4	4.420,4	29.813,6			29.813,6
dicembre 1990	24.470,8			24.470,8	24.470,8	3.186,5		3.186,5	3.186,5	27.657,3			27.657,3
dicembre 1991	29.025,4			29.025,4	29.025,4	2.837,9		2.837,9	2.837,9	31.863,3			31.863,3
dicembre 1992	31.326,7			31.326,7	31.326,7	2.562,1		2.562,1	2.562,1	33.888,8			33.888,8
dicembre 1993	56.858,3			56.858,3	56.858,3	2.676,3		2.676,3	2.676,3	59.534,6			59.534,6
dicembre 1994	67.225,6			67.225,6	67.225,6	2.768,5		2.768,5	2.768,5	69.994,1			69.994,1
dicembre 1995	65.482,1			65.482,1	65.482,1	3.521,0		3.521,0	3.521,0	69.003,1			69.003,1
dicembre 1996	101.719,8			101.719,8	101.719,8	6.995,9		6.995,9	6.995,9	108.715,7			108.715,7
dicembre 1997	189.739,3			189.739,3	189.739,3	12.602,6		12.602,6	12.602,6	202.341,9			202.341,9
dicembre 1998	372.273,9			372.273,9	372.273,9	22.827,9		22.827,9	22.827,9	395.101,8			395.101,8
dicembre 1999	472.343,5	2.954,7		475.298,2	475.298,2	62.107,2		62.107,2	62.107,2	534.450,7	2.954,7		537.405,4
dicembre 2000	454.866,3	3.373,3		458.239,7	452.808,1	97.374,0		97.374,0	97.374,0	552.240,3	3.373,3		555.613,6
dicembre 2001	411.152,9	4.698,9	760,9	416.612,7	406.654,1	107.778,5		107.778,5	107.778,5	518.931,5	4.698,9	760,9	524.391,3
dicembre 2002	366.842,5	5.254,2	2.138,8	374.235,5	364.078,4	100.385,1	612,1	100.997,2	100.385,1	467.227,6	5.254,2	2.750,9	475.232,7
dicembre 2003	386.567,5	5.405,2	5.269,3	397.242,0	382.728,8	123.102,5	2.319,8	125.422,2	123.102,5	509.670,0	5.405,2	7.589,1	522.664,2
dicembre 2004	370.668,5	7.470,6	10.732,2	388.871,3	363.282,4	145.205,7	3.342,6	148.548,4	145.205,7	515.874,2	7.470,6	14.074,8	537.419,7

*Serie storiche rettificate in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali. I dati sui fondi Roundrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR e non solo alle quote detenute dagli investitori "italiani".

**Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta Netta*
Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	ITALIANI				ROUNDRIP**				TIPOLOGIA GIURIDICA				TOTALE
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	di cui ammontizzati	Aperti	Hedge	Totale	di cui ammontizzati	Aperti	Riservati	Hedge	
1984	557,3			557,3	557,3	nd		nd	nd	557,3			557,3
1985	8.250,4			8.250,4	8.250,4	nd		nd	nd	8.250,4			8.250,4
1986	19.390,4			19.390,4	19.390,4	nd		nd	nd	19.390,4			19.390,4
1987	17,0			17,0	17,0	nd		nd	nd	17,0			17,0
1988	-6.691,2			-6.691,2	-6.691,2	nd		nd	nd	-6.691,2			-6.691,2
1989	-3.437,5			-3.437,5	-3.437,5	-622,8		-622,8	-622,8	-4.060,3			-4.060,3
1990	438,5			438,5	438,5	-690,5		-690,5	-690,5	-252,0			-252,0
1991	2.742,9			2.742,9	2.742,9	-536,1		-536,1	-536,1	2.206,8			2.206,8
1992	382,7			382,7	382,7	-523,7		-523,7	-523,7	-141,0			-141,0
1993	17.280,6			17.280,6	17.280,6	-608,9		-608,9	-608,9	16.671,7			16.671,7
1994	13.120,6			13.120,6	13.120,6	-178,7		-178,7	-178,7	12.941,9			12.941,9
1995	-5.415,1			-5.415,1	-5.415,1	936,9		936,9	936,9	-4.478,2			-4.478,2
1996	29.967,4			29.967,4	29.967,4	3.137,5		3.137,5	3.137,5	33.104,9			33.104,9
1997	73.894,1			73.894,1	73.894,1	4.401,2		4.401,2	4.401,2	78.295,4			78.295,4
1998	161.534,2			161.534,2	161.534,2	5.530,2		5.530,2	5.530,2	167.064,7			167.064,7
1999	58.260,6	2.837,0		61.097,6	61.097,6	26.918,2		26.918,2	26.918,2	85.178,8	2.837,0		88.015,8
2000	-1.472,9	288,8		-1.184,2	-6.837,9	36.108,2		36.108,2	36.108,2	34.635,2	288,8		34.924,0
2001	-17.874,3	1.170,2	756,1	-15.948,0	-20.855,5	18.116,9		18.116,9	18.116,9	242,5	1.170,2	756,1	2.168,9
2002	-12.819,2	441,3	1.395,1	-10.982,9	-12.245,5	4.370,5	178,4	4.548,9	4.370,5	-8.448,8	441,3	1.573,5	-6.434,0
2003	7.703,6	-33,2	3.028,2	10.698,7	6.764,1	15.581,4	501,3	16.082,7	15.581,4	23.285,0	-33,2	3.529,5	26.781,4
2004	-26.271,2	1.766,0	5.097,9	-19.407,3	-29.746,4	13.951,8	822,3	14.774,0	13.951,8	-12.319,4	1.766,0	5.920,1	-4.633,2

*Serie storiche rettificate in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali. I dati sui fondi Roundrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva.

**Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

1984-2004 Raccolta lorda dei fondi italiani e esteri

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Raccolta lorda*
Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	ITALIANI				ROUNDRIP**				TIPOLOGIA GIURIDICA				TOTALE
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Riservati	Hedge	
1984	560,0			560,0	560,0	nd		nd	nd	560,0			560,0
1985	8.630,5			8.630,5	8.630,5	nd		nd	nd	8.630,5			8.630,5
1986	23.927,4			23.927,4	23.927,4	nd		nd	nd	23.927,4			23.927,4
1987	9.075,2			9.075,2	9.075,2	nd		nd	nd	9.075,2			9.075,2
1988	3.217,0			3.217,0	3.217,0	nd		nd	nd	3.217,0			3.217,0
1989	5.136,2			5.136,2	5.136,2	383,7		383,7	383,7	5.519,9			5.519,9
1990	7.813,0			7.813,0	7.813,0	334,1		334,1	334,1	8.147,1			8.147,1
1991	11.238,1			11.238,1	11.238,1	359,5		359,5	359,5	11.597,6			11.597,6
1992	13.707,8			13.707,8	13.707,8	201,9		201,9	201,9	13.909,7			13.909,7
1993	34.940,9			34.940,9	34.940,9	425,6		425,6	425,6	35.366,5			35.366,5
1994	43.817,2			43.817,2	43.817,2	510,8		510,8	510,8	44.328,0			44.328,0
1995	24.181,5			24.181,5	24.181,5	2.028,1		2.028,1	2.028,1	26.209,6			26.209,6
1996	63.822,4			63.822,4	63.822,4	5.785,9		5.785,9	5.785,9	69.608,3			69.608,3
1997	147.884,8			147.884,8	147.884,8	9.855,0		9.855,0	9.855,0	157.739,8			157.739,8
1998	325.409,5			325.409,5	325.409,5	16.229,1		16.229,1	16.229,1	341.638,6			341.638,6
1999	359.764,8	2.904,1		362.668,9	362.668,9	28.389,0		28.389,0	28.389,0	388.153,8	2.904,1		391.057,9
2000	339.702,4	1.535,4		341.237,9	335.342,6	100.264,4		100.264,4	100.264,4	439.966,8	1.535,4		441.502,3
2001	219.249,3	2.834,3	781,3	222.864,9	214.806,8	97.191,1		97.191,1	97.191,1	316.440,4	2.834,3	781,3	320.056,1
2002	191.441,2	2.960,5	1.529,8	195.931,6	190.471,0	87.109,3	281,6	87.390,9	87.109,3	278.550,5	2.960,5	1.811,5	283.322,5
2003	212.068,1	2.537,4	3.497,8	218.103,3	210.223,6	91.378,0	690,4	92.068,4	91.378,0	303.446,1	2.537,4	4.188,2	310.171,7
2004	164.011,5	3.640,4	5.971,2	173.623,1	157.936,6	92.806,3	1.644,8	94.451,1	92.806,3	256.817,8	3.640,4	7.616,0	268.074,3

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali. I dati sui fondi Roundrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva.

**Fino al 1999 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani - Riscatti*
Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	ITALIANI				ROUNDTRIP**				TIPOLOGIA GIURIDICA			TOTALE	
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Riservati	Hedge	
1984	2,7			2,7	2,7	nd	nd	nd	nd	2,7			2,7
1985	379,6			379,6	379,6	nd	nd	nd	nd	379,6			379,6
1986	4.537,1			4.537,1	4.537,1	nd	nd	nd	nd	4.537,1			4.537,1
1987	9.058,1			9.058,1	9.058,1	nd	nd	nd	nd	9.058,1			9.058,1
1988	9.908,2			9.908,2	9.908,2	nd	nd	nd	nd	9.908,2			9.908,2
1989	8.573,7			8.573,7	8.573,7	1.006,6		1.006,6	1.006,6	9.580,3			9.580,3
1990	7.375,0			7.375,0	7.375,0	1.024,7		1.024,7	1.024,7	8.399,7			8.399,7
1991	8.495,2			8.495,2	8.495,2	895,5		895,5	895,5	9.390,7			9.390,7
1992	13.325,1			13.325,1	13.325,1	725,6		725,6	725,6	14.050,7			14.050,7
1993	17.660,2			17.660,2	17.660,2	1.034,5		1.034,5	1.034,5	18.694,7			18.694,7
1994	30.696,6			30.696,6	30.696,6	689,5		689,5	689,5	31.386,1			31.386,1
1995	29.596,6			29.596,6	29.596,6	1.091,3		1.091,3	1.091,3	30.687,9			30.687,9
1996	33.855,2			33.855,2	33.855,2	2.648,4		2.648,4	2.648,4	36.503,6			36.503,6
1997	73.990,7			73.990,7	73.990,7	5.453,8		5.453,8	5.453,8	79.444,5			79.444,5
1998	163.875,3			163.875,3	163.875,3	10.698,9		10.698,9	10.698,9	174.574,2			174.574,2
1999	301.504,2	67,1		301.571,3	301.571,3	22.294,0		22.294,0	22.294,0	323.798,2	67,1		323.865,3
2000	341.175,4	1.246,7		342.422,0	342.180,5	64.156,2		64.156,2	64.156,2	405.331,6	1.246,7		406.578,3
2001	237.123,6	1.664,1	25,2	238.812,9	235.662,2	79.074,2		79.074,2	79.074,2	316.197,8	1.664,1	25,2	317.887,1
2002	204.260,4	2.519,3	134,8	206.914,5	202.716,4	82.738,8	103,2	82.842,1	82.738,8	286.999,3	2.519,3	238,0	289.756,6
2003	204.364,5	2.570,6	469,6	207.404,6	203.459,5	75.796,6	189,1	75.985,7	75.796,6	280.161,0	2.570,6	658,7	283.390,3
2004	190.282,7	1.874,4	873,4	193.030,4	187.683,0	78.854,6	822,5	79.677,1	78.854,6	269.137,2	1.874,4	1.695,9	272.707,5

*Serie storiche rettificata in seguito all'inclusione dei fondi di fondi nei totali. I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono ai riscatti dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 ai riscatti complessivi.

**Fino al 1999 dati dei fondi cd "lussemburghesi storici".

1984-2004 Numero dei fondi italiani e esteri

Fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani Numero Fondi - Dati aggregati per tipologia fondo													
	ITALIANI				ROUNDTRIP				TIPOLOGIA GIURIDICA				N° SOCIETÀ
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Hedge	Totale	di cui armonizzati	Aperti	Riservati	Hedge	
dicembre 1984	10			10	10	nd		nd	nd	10			6
dicembre 1985	41			41	41	nd		nd	nd	41			25
dicembre 1986	60			60	60	nd		nd	nd	60			34
dicembre 1987	72			72	72	nd		nd	nd	72			38
dicembre 1988	115			115	115	nd		nd	nd	115			50
dicembre 1989	149			149	149	nd		nd	nd	149			56
dicembre 1990	183			183	183	nd		nd	nd	183			58
dicembre 1991	221			221	221	nd		nd	nd	221			53
dicembre 1992	255			255	255	nd		nd	nd	255			55
dicembre 1993	292			292	292	nd		nd	nd	292			51
dicembre 1994	354			354	354	nd		nd	nd	354			53
dicembre 1995	457			457	457	nd		nd	nd	457			54
dicembre 1996	531			531	531	nd		nd	nd	531			54
dicembre 1997	626			626	626	nd		nd	nd	626			53
dicembre 1998	703			703	703	nd		nd	nd	703			59
dicembre 1999	815	8		823	823	nd		nd	nd	815	8		55
dicembre 2000	998	17		1.015	982	377		377	377	1.375	17		80
dicembre 2001	1.167	19	20	1.206	1.073	568		568	568	1.735	19	20	108
dicembre 2002	1.193	24	45	1.262	1.088	583	5	588	583	1.776	24	50	114
dicembre 2003	1.167	28	72	1.267	1.030	599	13	612	599	1.766	28	85	119
dicembre 2004	1.110	46	122	1.278	988	589	20	609	589	1.699	46	142	118

Progetto grafico della copertina: Esseblu
Impaginazione: C&G Comunicazione
Finito di stampare in marzo 2005
Officina Grafica La Commerciale
Milano