

2001

# Fondi comuni di investimento

Guida a dati  
e statistiche

ASSOGESTIONI

## Presentazione

Nel corso dell'anno 2000 l'industria del risparmio gestito in Italia ha proseguito e consolidato la crescita registrata negli anni precedenti e incrementato il collocamento di una più vasta gamma di prodotti e servizi presso i risparmiatori.

Questa edizione della Guida presenta la ricostruzione ragionata di questo processo di sviluppo, evidenziando in modo esteso, come ormai è consuetudine, dati, risultati e tendenze che hanno caratterizzato nel corso dell'anno l'industria e il mercato del risparmio gestito in Italia.

Nella seconda parte della Guida vengono poi proposte al lettore alcune importanti tematiche, che sono oggetto di diffusa attenzione e che vengono espone con l'ausilio di agevoli guide alla teoria.

Nel corso dell'anno le SGR hanno ulteriormente ampliato la gamma dei prodotti offerti alla clientela. Un forte sviluppo ha registrato il collocamento di fondi di diritto estero istituiti dagli intermediari italiani in altri paesi europei; è cresciuto considerevolmente il numero dei fondi di diritto italiano, in particolare di quei prodotti caratterizzati da una marcata specializzazione; sono infine stati immessi sul mercato prodotti del tutto nuovi come i fondi di fondi e i fondi riservati.

I risparmiatori italiani hanno avuto così a disposizione molteplici e efficienti strumenti per investire i propri risparmi.

L'industria ha mostrato notevole capacità innovativa e competitiva nel rispondere alle diversificate attese dei propri clienti.

Assogestioni è l'associazione delle società che svolgono attività di gestione del risparmio. Intende favorire condizioni di funzionalità e efficienza, sotto il profilo operativo e normativo, per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati finanziari in cui essa si realizza. Opera per promuovere la diffusione delle diverse forme di gestione del risparmio e cura la tutela degli interessi collettivi degli associati, svolge attività di consulenza e assistenza tecnica, studio, informazione e divulgazione dell'attività e dei dati sul risparmio gestito. L'obiettivo strategico dell'industria del risparmio gestito e della sua associazione è favorire, nel quadro di un complessivo impegno a difesa del risparmiatore, condizioni di funzionalità e efficienza per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati finanziari in cui essa si realizza.

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

# Indice

- 3** Cap 1 Attività finanziarie delle famiglie italiane e risparmio gestito
- 7** Cap 2 Le società di gestione del risparmio
- 11** Cap 3 Il trend internazionale del risparmio gestito
- 21** Cap 4 Fondi e Sicav gestiti da operatori italiani
- 27** Cap 5 Servizi e costi dei fondi comuni italiani
- 41** Cap 6 Il regime tributario dei fondi comuni
- 49** Cap 7 I sottoscrittori dei fondi comuni italiani
- 61** Cap 8 La classificazione Assogestioni dei fondi comuni e dei fondi pensione
- 69** Cap 9 I benchmark adottati dai fondi comuni aperti di diritto italiano
- 91** Cap 10 Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano
- 101** Cap 11 La valutazione della performance dei prodotti dell'industria del risparmio gestito
- 119** Cap 12 Mappa del sito [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)
- 121** Dati e statistiche

# ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE E RISPARMIO GESTITO

## 1.1 Risparmio gestito in Italia

Nel 2000 i risparmi affidati agli investitori istituzionali rappresentano il 39,9% delle attività finanziarie delle famiglie, in aumento del 2,1% rispetto al 1999.

Nel tempo l'industria del risparmio gestito ha raggiunto traguardi importanti, si ricorda che fino al 1995 i risparmi affidati ai gestori professionali rappresentavano solo l'11% delle attività finanziarie delle famiglie, ma l'ammontare complessivamente gestito dagli investitori istituzionali italiani è ancora distante da quello registrato in mercati finanziari più evoluti quali l'Inghilterra e gli Stati Uniti.

Significative potenzialità, soprattutto nel campo della previdenza integrativa, sono ancora inespresse. Il completamento nel corso del 2000 delle disposizioni legislative e regolamentari necessarie per dare attuazione alle nuove regole fiscali è da considerare un passo non ancora decisivo nel processo di affermazione di un sistema pensionistico a capitalizzazione e di nuovi investitori istituzionali. I prodotti collettivi del risparmio sono pertanto candidati a svolgere nel futuro un ruolo sempre più importante nel processo di crescita del nostro paese. Nella Tab 1.1 sono presentati i dati sul patrimonio dei diversi prodotti promossi e/o gestiti dagli investitori istituzionali. Come si può osservare sono evidenziati sia gli ammontari complessivi dei diversi prodotti sia gli ammontari degli stessi depurati dall'investimento in quote di organismi collettivi.

Le risorse affluite all'interno dei fondi comuni di investimento nel corso del 2000, sia direttamente sia attraverso un servizio di gestione

individuale, hanno portato questa tipologia di prodotto a rappresentare il 23% delle attività finanziarie delle famiglie, valore dell'1% superiore rispetto a quello osservato nel 1999. Nel corso del 2000 si è assistito ad un incremento delle risorse affluite verso i fondi di diritto estero, sia promossi da gruppi italiani sia promossi da gruppi stranieri, mentre, di converso, sono diminuite le risorse affluite verso i prodotti italiani.

Il peso delle gestioni individuali è cresciuto, in valori assoluti, del 5,9%, ma in termini relativi è leggermente diminuito (-0,8%) rappresentando a fine anno il 15,6% delle attività finanziarie delle famiglie. Le quote di gestione attribuibili alle Società di gestione del risparmio si sono incrementate in misura cospicua nel corso dell'anno essendo passate da 99.141 milioni di euro a fine 1999 a 139.399 milioni di euro a fine 2000. È inoltre da rilevare la crescita dell'investimento in fondi comuni all'interno del portafoglio delle gestioni individuali: a fine 2000 le quote di organismi di investimento collettivo rappresentano il 52,5% del portafoglio complessivo, il 6,5% in più rispetto a quanto rilevato nel 1999.

Il peso del settore assicurativo (6,59%), rappresentato dalle riserve tecniche del ramo vita, è cresciuto dello 0,7%, mentre il peso dei fondi pensione, pari al 3,05% delle attività finanziarie delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile.

## 1.2 Tendenze evolutive nel 2000

A prosecuzione di quanto è avvenuto nel corso degli ultimi anni, anche nel 2000 l'investimento in OICR ha continuato a registrare una

crescita netta positiva, a testimonianza della preminente presenza del risparmio gestito nelle preferenze di investimento finanziario dei risparmiatori. I prodotti a disposizione sul mercato sono oramai molteplici si stima infatti che il numero di fondi di diritto italiano ed estero commercializzati in Italia siano più di 3.300. Mentre sul mercato dei fondi istituiti da operatori italiani periodicamente vengono distribuiti dati rappresentativi dell'intero sistema, sui fondi istituiti e promossi da operatori esteri non si hanno ancora a disposizione le medesime informazioni.

435.937 milioni di euro sono le risorse lorde complessivamente versate nel corso dell'anno nei circa 1.400 prodotti di diritto italiano ed estero istituiti dai soli operatori italiani. A tale flusso si sono contrapposti riscatti per 406.330 milioni di euro portando così a 29.607 milioni di euro l'ammontare netto delle risorse affluite nell'intero sistema. Flussi di sistema globalmente positivi risultano tuttavia da differenze nelle preferenze d'acquisto tra i diversi prodotti disponibili. Condizioni di vantaggio fiscale e di più snelle procedure autorizzative vigenti in altri paesi hanno generato un notevole incremento dei fondi armonizzati di diritto lussemburghese e irlandese costituiti all'estero da gestori nazionali ed allocati presso i risparmiatori italiani. La dimensione del fenomeno, che solo in parte corrisponde a un naturale processo di internazionalizzazione dell'attività di gestione, rischia di spostare il baricentro del risparmio gestito dall'Italia all'estero, in assenza di tempestivi provvedimenti.

Anche nel 2000 è infatti proseguito il trasferimento dei risparmi italiani verso i fondi lussemburghesi e irlandesi. A fine anno con 94.794 milioni di euro questi fondi rappresentano il 17% del patrimonio complessivamente gestito, in crescita rispetto all'11% del

1999 e al 6% del 1998. Ponendo l'attenzione sull'andamento dei soli fondi di diritto estero non storici, si osserva che la raccolta netta di questi prodotti è stata positiva per più di 30.524 milioni di euro e rappresenta, da sola, il 103,1% dei flussi netti affluiti all'intero settore. I fondi di diritto italiano, pur avendo raccolto risorse per 335.736 milioni di euro, non sono infatti riusciti a contenere l'ammontare elevato di riscatti; la raccolta netta di questi fondi è stata infatti negativa per 6.766 milioni di euro (o per 3.059 milioni di euro se si considerano anche i flussi destinati verso i fondi di fondi non collegati a OICVM di origine italiana). A differenza di quanto osservato nel corso del 1999, non si è quindi più in presenza di un semplice trasferimento di risorse, già confluite all'interno del sistema fondi, da prodotti italiani verso prodotti esteri, ma si osserva, soprattutto nella raccolta di quegli intermediari che hanno iniziato ad operare sui mercati esteri già nello scorso anno, un vero e proprio afflusso di risparmio "nuovo".

### **1.3** Il processo di asset re-allocation

Continua anche nel corso del 2000 il fenomeno di asset reallocation già evidenziato lo scorso anno, le risorse affluite al sistema sono state infatti principalmente destinate verso prodotti a componente azionaria. Nell'anno i soli fondi azionari hanno raccolto 61.723 milioni di euro e rappresentano a fine dicembre il 37,3% del patrimonio complessivo, circa il 7% in più di quanto rappresentavano a fine 1999. Nonostante il clima di incertezza che ha caratterizzato i mercati borsistici nell'anno trascorso, i sottoscrittori, avvalendosi di una gestione professionale, hanno continuato ad investire nei mercati azionari, soprattutto europei ed americani, confermando, in questo modo, una maturazione e una maggior consa-

pevolezza nelle scelte di investimento effettuate. Positivi per 12.585 milioni di euro sono stati inoltre i flussi destinati verso i fondi di natura più bilanciata (fondi bilanciati in senso stretto, ma anche i fondi obbligazionari misti e flessibili), fondi che hanno raccolto il consenso di quel pubblico di risparmiatori che preferisce delegare al gestore la scelta finale dei mercati e dei settori in cui investire.

Proprio al fine di conferire maggiore visibilità alle diverse asset allocation riscontrabili nei fondi bilanciati, Assogestioni, nell'ottobre 2000, ha introdotto tre nuove categorie caratterizzate da profili di investimento azionario differenti (>50 per i fondi bilanciati azionari, >30 per i fondi bilanciati, e >10 per i fondi bilanciati obbligazionari). I fondi di liquidità hanno anch'essi chiuso il 2000 con un bilancio positivo avendo raccolto complessivamente 591 milioni di euro; dai fondi obbligazionari, invece, sono costantemente defluite risorse per un totale pari a 45.291 milioni di euro. Il 70% dei deflussi è causato dai riscatti effettuati nei fondi obbligazionari area euro a breve termine; unici fondi obbligazionari che hanno registrato nell'anno una raccolta positiva, e pari a 368 milioni di euro, sono stati quelli specializzati nell'area yen.

**Tab1.1: Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali italiani \*\* (mil euro)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO E SICAV</b>	<b>69.086</b>	<b>109.019</b>	<b>202.882</b>	<b>395.561</b>	<b>552.291</b>	<b>577.873</b>
Fondi/SICAV italiani aperti	65.565	102.023	190.279	372.274	475.298	453.224
Fondi comuni mobiliari chiusi	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	697	751
Fondi comuni immobiliare chiusi	n.d.	n.d.	n.d.	459	1.410	1.601
Fondi lussemburghesi storici	3.521	6.996	12.603	19.748	30.385	34.345
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi italiani)	n.d.	n.d.	n.d.	3.080	31.722	60.449
Fondi/SICAV estere (appartenenti a gruppi esteri)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12.779	27.503
Su totale attività delle famiglie (in %)	4,33%	6,23%	9,84%	17,05%	22,00%	23,02%
<b>GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI</b>	<b>99.386</b>	<b>134.580</b>	<b>193.911</b>	<b>280.530</b>	<b>370.292</b>	<b>392.112</b>
Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni	n.d.	129.993	158.995	187.539	199.945	205.777
Banche	70.006	96.821	134.515	191.533	222.390	213.367
Sim	19.640	27.196	59.397	88.997	48.761	39.346
SGR / prima del 1997 Fiduciarie	9.739	10.564	n.d.	n.d.	99.141	139.399
Su totale attività delle famiglie (in %)	6,22%	7,69%	9,40%	12,09%	14,75%	15,62%
Su totale attività delle famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	n.d.	7,42%	7,71%	8,08%	7,97%	7,91%
<b>ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita *</b>	<b>56.248</b>	<b>67.599</b>	<b>85.224</b>	<b>106.098</b>	<b>137.627</b>	<b>165.398</b>
Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni	55.769	67.323	84.430	101.588	123.684	141.348
Su totale attività delle famiglie (in %)	3,52%	3,86%	4,13%	4,57%	5,48%	6,59%
Su totale attività delle famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni	3,49%	3,84%	4,09%	4,38%	4,93%	5,63%
<b>FONDI PENSIONE</b>	<b>52.175</b>	<b>51.081</b>	<b>53.757</b>	<b>56.276</b>	<b>72.944</b>	<b>76.494</b>
Fondi pensione di enti di previdenza e di fondi creditizi	52.175	51.081	53.757	56.276	72.166	74.752
Fondi pensione aperti e negoziali *	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	778	1742
Su totale attività delle famiglie (in %)	3,27%	2,92%	2,61%	2,43%	2,91%	3,05%
<b>TOTALE RISPARMIO GESTITO</b>	<b>177.031</b>	<b>357.417</b>	<b>500.065</b>	<b>740.964</b>	<b>948.864</b>	<b>1.001.492</b>
Su totale attività delle famiglie (in %)	11,08%	20,41%	24,25%	31,94%	37,80%	39,90%
<b>TOTALE ATTIVITÀ FINANZIARIE FAMIGLIE</b>	<b>1.597.232</b>	<b>1.751.155</b>	<b>2.062.168</b>	<b>2.319.973</b>	<b>2.510.243</b>	<b>2.601.669</b>

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia  
 Avvertenze: Il patrimonio gestito dalle Compagnie Assicuratrici si riferisce alle riserve tecniche al netto delle cessioni per riassicurazione.  
 Le attività finanziarie delle famiglie sono al lordo delle passività.

(\*) Dati parzialmente stimati dalla Banca d'Italia e da Assogestioni. (\*\*) Dati rivisti il 6 giugno 2001

# LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

La Sgr, come delineata dal Testo Unico della Finanza del 1998, è la struttura societaria deputata alla gestione per conto terzi di portafogli mobiliari e immobiliari, regolamentata da un complesso di norme volte a tutelare il risparmiatore e a promuovere l'accentramento in un'unica entità aziendale della gestione collettiva dei fondi comuni aperti e chiusi, dei fondi pensione aperti e della gestione di patrimoni su mandato. Il modello così posto in essere consente di razionalizzare i costi tramite le manifeste economie di scala e contemporaneamente permette di rafforzare i presidi a tutela degli investitori nel quadro dei possibili conflitti di interesse che le diverse attività di intermediazione di un gruppo potrebbero generare.

## 2.1 La crescita della competitività

Nel corso dell'anno 2000, sia nell'ambito delle Sgr sia dei gruppi bancari di appartenenza, si sono ulteriormente sviluppate le attività in ogni campo dell'asset management, arrivando così ad offrire alla clientela una gamma molto vasta di prodotti e di servizi. I gruppi bancari costituiscono il contesto principale della marcata revisione degli schemi organizzativi e dell'investimento in formazione del capitale umano, entrambi fattori essenziali per il contenimento dei costi e per l'incremento di produttività e qualità del servizio erogato.

La notevole capacità di innovazione e di aggiornamento dimostrata dall'intero settore ha contribuito ad una forte crescita della efficienza complessiva del mercato e della competitività dell'offerta. L'esplicarsi di tali processi all'interno dell'industria del risparmio gestito

e la dinamica del mercato hanno fatto crescere, complessivamente e contemporaneamente, da un lato i fattori di concorrenzialità e dall'altro la tendenza alla concentrazione, tratti ormai consolidati dell'industria del risparmio gestito in Italia che solo apparentemente sono in contrasto.

## 2.2 La concentrazione

La Tab 2.1 mostra il patrimonio gestito (Italia e totale) e le rispettive quote di mercato per le SGR aggregate per Gruppo di gestione a fine dicembre 2000. I dati evidenziano che crescita della concentrazione delle quote di mercato, soprattutto a seguito dei processi di fusione avvenuti in importanti gruppi bancari. I primi tre Gruppi di gestione rappresentavano alla fine del 2000 più della metà (51,48%) del mercato e i primi dieci raggiungevano il 76,16%.

Tuttavia nel corso del 2000 non tutti i Gruppi hanno manifestato la stessa capacità di incrementare la propria penetrazione sul mercato. A fianco dei tre primi Gruppi di gestione, tutti collegati al sistema bancario, che hanno ulteriormente incrementato la loro quota soprattutto per effetto delle fusioni, altri Gruppi di dimensioni inferiori hanno riscontrato alterne fortune. Sull'opposto estremo dello spettro dimensionale, e in particolare le SGR non collegate e indipendenti dal sistema bancario, si può rilevare una incisiva crescita, in parte attribuibile alla forte specializzazione dei prodotti offerti. Insieme alla concentrazione si è dunque registrata con tutta evidenza nel corso del 2000 anche una sana e evidente concorrenzialità tra i gestori italiani.

**Tab 2.1: Patrimonio gestito e quota di mercato delle Sgr in milioni di euro**

	Patrimonio (Italia)	Patrimonio Totale	quote di mercato %	
<b>1</b>	<b>SANPAOLO IMI SPA</b>	<b>104.430,50</b>	<b>105.814,70</b>	<b>19,10%</b>
	SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR	44.996,00	44.996,00	8,12%
	FONDITALIA	22.424,40	22.424,40	4,05%
	SANPAOLO GESTION INTERNATIONAL S.A.	20.041,20	20.522,90	3,70%
	INTERFUND	8.739,30	8.739,30	1,58%
	BANCO DI NAPOLI A.M. SGR	4.456,50	4.456,50	0,80%
	FIDEURAM FONDI SGR	2.455,50	2.455,50	0,44%
	FIDEURAM FUND	946,8	1.849,20	0,33%
	INTERNATIONAL SECURITIES FUND N. E.	371	371	0,07%
<b>2</b>	<b>BANCA INTESA</b>	<b>104.940,20</b>	<b>104.991,60</b>	<b>18,95%</b>
	INTESA ASSET MANAGEMENT SGR	70.973,60	70.973,60	12,81%
	COMIT ASSET MANAGEMENT SGR *	30.013,80	30.013,80	5,42%
	PRONTOFUND SICAV	3.412,50	3.439,00	0,62%
	EUROBRIDGE SICAV	446,1	471	0,08%
	INTESA EUROGLOBAL SICAV	94,1	94,1	0,02%
<b>3</b>	<b>UNICREDITO ITALIANO</b>	<b>73.527,10</b>	<b>74.423,40</b>	<b>13,43%</b>
	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT S.A.	19.528,80	19.936,90	3,60%
	GESTICREDIT SGR	15.763,00	15.763,00	2,84%
	ROLOFOND SGR	13.853,30	13.853,30	2,50%
	FONDINVEST RISPARMIO	10.218,70	10.218,70	1,84%
	GESTIVENETO SGR	9.851,50	9.851,50	1,78%
	ROLO INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	3.020,50	3.508,70	0,63%
	CAPITALITALIA S.A.	1.291,40	1.291,40	0,23%
	GESTIVENETO LUXEMBOURG SA **	0	0	0,00%
<b>4</b>	<b>ARCA</b>	<b>35.932,10</b>	<b>35.932,10</b>	<b>6,48%</b>
	ARCA SGR	35.932,10	35.932,10	6,48%
<b>5</b>	<b>BIPOP-CARIRE</b>	<b>25.914,40</b>	<b>25.926,50</b>	<b>4,68%</b>
	CISALPINA GESTIONI SGR	19.944,50	19.944,50	3,60%
	AZIMUT GESTIONE FONDI	5.790,70	5.790,70	1,05%
	AZ FUND MANAGEMENT S.A.	179,2	191,4	0,03%
<b>6</b>	<b>BANCA DI ROMA</b>	<b>24.909,10</b>	<b>24.909,10</b>	<b>4,50%</b>
	ROMAGEST SGR	23.902,40	23.902,40	4,31%
	ROMINVEST INTERNATIONAL FUND	908,1	908,1	0,16%
	MC GESTIONI	98,6	98,6	0,02%
<b>7</b>	<b>MONTE DEI PASCHI DI SIENA</b>	<b>24.116,60</b>	<b>24.122,80</b>	<b>4,35%</b>
	DUCATO GESTIONI	19.592,20	19.592,20	3,54%
	GIGEST SGR	2.267,80	2.267,80	0,41%
	SPAZIO FINANZA SGR	1.029,00	1.029,00	0,19%
	MONTE SICAV	718,8	724,9	0,13%
	ARLECCHINO INVESTMENT PLC SICAV	508,9	508,9	0,09%
<b>8</b>	<b>BANCA NAZIONALE DEL LAVORO</b>	<b>19.839,50</b>	<b>19.839,50</b>	<b>3,58%</b>
	BNL GESTIONI SGR	16.788,70	16.788,70	3,03%

	BNL GLOBAL FUNDS PLC	3.050,80	3.050,80	0,55%
9	DEUTSCHE BANK	18.042,00	17.855,00	3,22%
	FINANZA & FUTURO FONDI SGR	9.274,80	9.274,80	1,67%
	DEUTSCHE BANK FONDI SGR	8.580,30	8.580,30	1,55%
	DWS INVESTMENT S.A.	187	187	0,03%
10	EPTACONSORS	14.134,10	14.134,10	2,55%
	EPTAFUND SGR	14.134,10	14.134,10	2,55%
11	BANCA POPOLARE DI VERONA -SGSP	10.900,60	10.900,60	1,97%
	GESTIELLE ASSET MANAGEMENT SGR	10.900,60	10.900,60	1,97%
12	RAS	10.359,60	10.359,60	1,87%
	RAS ASSET MANAGEMENT SGR	10.018,50	10.018,50	1,81%
	RAS LUX FUND	341,1	341,1	0,06%
13	BANCA POPOLARE DI MILANO	9.987,80	9.987,80	1,80%
	BIPIEMME GESTION I SGR	9.987,80	9.987,80	1,80%
14	BANCA LOMBARDA	8.762,70	8.762,70	1,58%
	CAPITALGEST SGR	8.762,70	8.762,70	1,58%
15	MEDIOLANUM	8.497,00	8.667,30	1,56%
	MEDIOLANUM INTERNATIONAL FUND LTD	2.699,40	2.699,40	0,49%
	MEDIOLANUM GESTIONE FONDI	5.797,60	5.967,90	1,08%
16	CREDITO EMILIANO	8.391,40	8.391,40	1,51%
	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	8.391,40	8.391,40	1,51%
17	LE ASSICURAZIONI GENERALI	7.771,90	7.774,90	1,40%
	FONDI ALLEANZA	3.809,00	3.809,00	0,69%
	PRIMEGEST	2.970,20	2.970,20	0,54%
	PRIME LUX INVESTMENT MANAGEMENT S.A.	618,1	621	0,11%
	PRIME MERRILL FUNDS	374,7	374,7	0,07%
18	BANCA POPOLARE DI LODI	7.694,30	7.694,30	1,39%
	BIPIELLE FONDIRI SGR ***	4.439,50	4.439,50	0,80%
	GRIFOGEST SGR	2.245,10	2.245,10	0,41%
	ROYAL & SUN ALLIANCE SGR	739,8	739,8	0,13%
	ITALFORTUNE INTERNATIONAL FUND	269,9	269,9	0,05%
19	ICCREA	6.669,80	6.669,80	1,20%
	AUREO GESTION I SGR	6.669,80	6.669,80	1,20%
20	BANCA POPOLARE DI NOVARA	5.587,70	5.594,00	1,01%
	SOGEPO	4.800,80	4.800,80	0,87%
	NOVARA ACQUILONE SICAV	786,9	793,2	0,14%
21	ING	4.742,30	4.742,30	0,86%
	ING INVESTMENT MANAG. ITALIA SGR	4.742,30	4.742,30	0,86%
22	BANCA SELLA	4.290,10	4.357,40	0,79%
	GESTNORD FONDI SGR	3.931,70	3.931,70	0,71%
	SELLA GLOBAL STRATEGY SICAV	339,9	384,3	0,07%
	SELLA SICAV LUX	18,5	41,4	0,01%
23	ERSEL	3.662,40	3.832,10	0,69%
	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR SPA	2.908,90	2.908,90	0,52%
	ERSEL GESTION INTERNATIONAL S.A.	753,5	923,2	0,17%
24	ZURIGO ASSICURAZIONI	2.586,40	2.586,40	0,47%

## Capitolo 2

	ZURICH INVESTMENTS SGR	2.586,40	2.586,40	0,47%
25	FINANZIARIA INDOSUEZ	1.169,80	1.169,80	0,21%
	FIDAGEST SGR	1.169,80	1.169,80	0,21%
26	SYMPHONIA	927,2	927,2	0,17%
	SYMPHONIA SICAV	927,2	927,2	0,17%
27	BANCO DI SARDEGNA	697,2	697,2	0,13%
	B.S. GESTIFOND SGR	697,2	697,2	0,13%
28	ANIMA	616,7	616,7	0,11%
	ANIMA SGR	616,7	616,7	0,11%
29	INTERMOBILIARE	575,1	575,1	0,10%
	BIM INTERMOBILIARE SGR	575,1	575,1	0,10%
30	SAI ASSICURAZIONI	459,2	459,2	0,08%
	SAI INVESTIMENTI	459,2	459,2	0,08%
31	CREDITO SVIZZERO	434,1	434,1	0,08%
	CREDIT SUISSE ASSET MANAG. FUNDS	434,1	434,1	0,08%
32	KAIROS PARTNERS	238,2	238,2	0,04%
	KAIROS PARTNERS SGR SPA	238,2	238,2	0,04%
33	BANCA LEONARDO	205	205	0,04%
	LEONARDO SGR	205	205	0,04%
34	EUROCONSULT	160,1	160,1	0,03%
	EUROCONSULT SGR	160,1	160,1	0,03%
35	LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	146,1	146,1	0,03%
	EFFE GESTIONI SGR	146,1	146,1	0,03%
36	PFM	113,3	113,3	0,02%
	ZENIT SGR	113,3	113,3	0,02%
37	ALPI	42,4	42,4	0,01%
	ALPI FONDI	42,4	42,4	0,01%
38	REALI SIM	35	35	0,01%
	GESTI-RE SGR	35	35	0,01%
39	EPSILON	26,2	26,2	0,00%
	EPSILON ASSOCIATI SGR	26,2	26,2	0,00%
40	CONSULTINVEST	10,3	10,3	0,00%
	CONSULTINVEST A.M. SPA SGR	10,3	10,3	0,00%
41	ALBERTINI	-	-	-
	AD SICAV****	-	-	-
	<b>TOTALE</b>	<b>551.545,20</b>	<b>554.125,00</b>	<b>100,00%</b>

\* Comprensivo di Comit Gestioni SGR

\*\* Società non più operativa

\*\*\* Comprensivo dei fBipielle Asset Management SGR

\*\*\*\* Dati non disponibili

## IL TREND INTERNAZIONALE DEL RISPARMIO GESTITO

La regolamentazione legale, fiscale, il regime previdenziale, la situazione economica e lo sviluppo dei mercati finanziari di ogni singolo paese influenzano il numero e la tipologia di prodotti presenti sui diversi mercati nazionali nonché la competitività tra gli stessi.

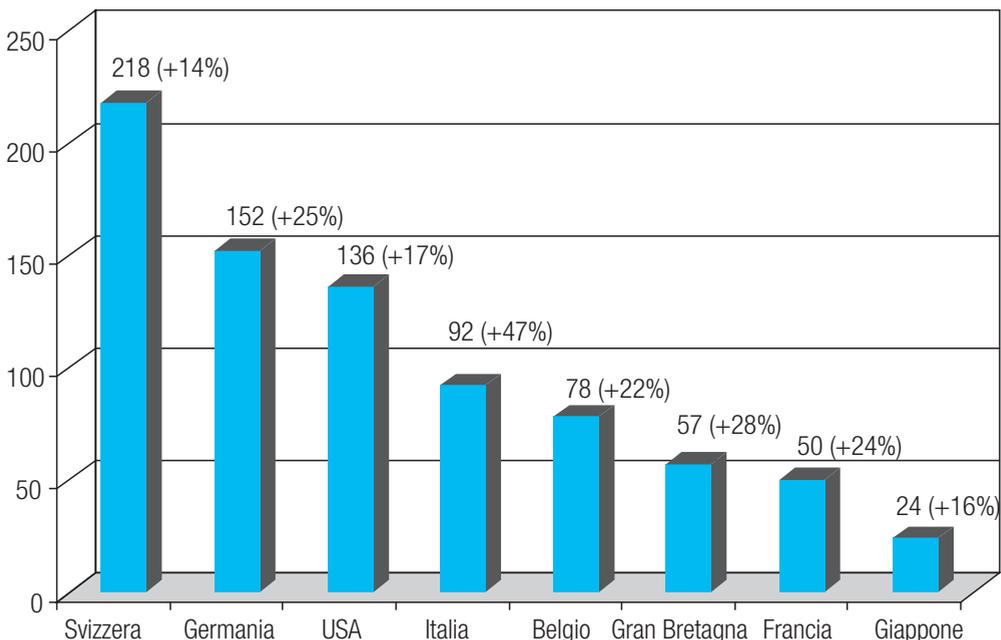
L'evolversi della cultura finanziaria tra i risparmiatori europei e l'integrazione dei mercati finanziari incrementano la complessità delle analisi inerenti ai processi di allocazione del risparmio e degli investimenti nei diversi paesi europei.

Per confrontare, come è necessario, tra loro prodotti le cui politiche di investimento sono regolamentate su basi comuni, le informazio-

ni di seguito presentate tengono conto dell'andamento dei soli fondi armonizzati europei, cioè quei fondi conformi alla direttiva europea 85/611 chiamati Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM o UCITS). Vengono di conseguenza esclusi quei fondi che, sebbene istituiti nei singoli Paesi d'origine, non sono conformi alle direttive comunitarie. Nel caso dell'Italia appartengono a questa fattispecie i fondi riservati e i fondi di fondi, che pure vengono considerati nel successivo capitolo.

I dati presentati derivano dalla rielaborazione di quelli raccolti dalla Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEF-

**Fig 3.1: Fondi promossi in Lussemburgo - Patrimonio (mld euro) e crescita %**



SI) e dalla dall'Investment Company Institute (ICI) e hanno l'obiettivo di fornire una visione generale dell'evoluzione dell'industria, in termini di prodotti offerti e ammontare raccolto. La situazione europea viene poi confrontata con quella statunitense.

È utile sottolineare che il confronto dei dati per paese di domicilio determina una sottostima dell'ammontare delle risorse gestite da quelle nazioni in cui gli operatori domestici istituiscono all'estero nuovi prodotti; gli ammontari raccolti vengono infatti rilevati da quei paesi in cui questi prodotti vengono domiciliati (principalmente Lussemburgo e l'Irlanda). Per il solo Lussemburgo la Fig 3.1 mostra il patrimonio e la crescita nel 2000 dei fondi promossi dai promotori dei diversi paesi.

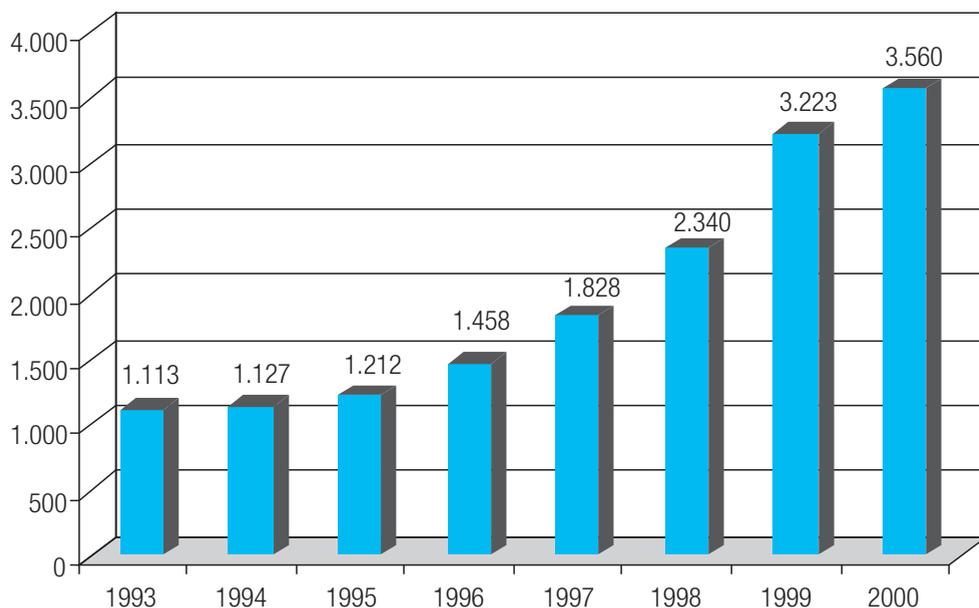
Il caso italiano, sebbene non l'unico, né è un esempio. Rispetto al 1999 il patrimonio investito in fondi promossi in Lussemburgo e in Irlanda da operatori italiani è cresciuto del

52,6% passano da 62.107 milioni di euro a 94.794 milioni di euro e rappresenta a fine 2000 il 20,9% del patrimonio complessivo dei fondi di diritto italiano.

### 3.1 Le tendenze del risparmio gestito in Europa

Gli investimenti effettuati nei fondi comuni armonizzati in Europa sono cresciuti del 10% nel corso del 2000 assestandosi a fine anno a 3.560 milioni di euro (Fig 3.2). Nel corso degli ultimi 5 anni l'industria dei fondi europei ha registrato un tasso medio di crescita del 24% e questo ha accresciuto il ruolo che questi prodotti hanno all'interno delle attività finanziare detenute dalla popolazione europea. L'Associazione Europea dei fondi, stima infatti in 11.900 euro l'ammontare medio investito nei fondi, ammontare in crescita rispetto ai 4.100 euro detenuti a fine 1995.

Fig 3.2: Patrimonio dei fondi in Europa (mld euro)



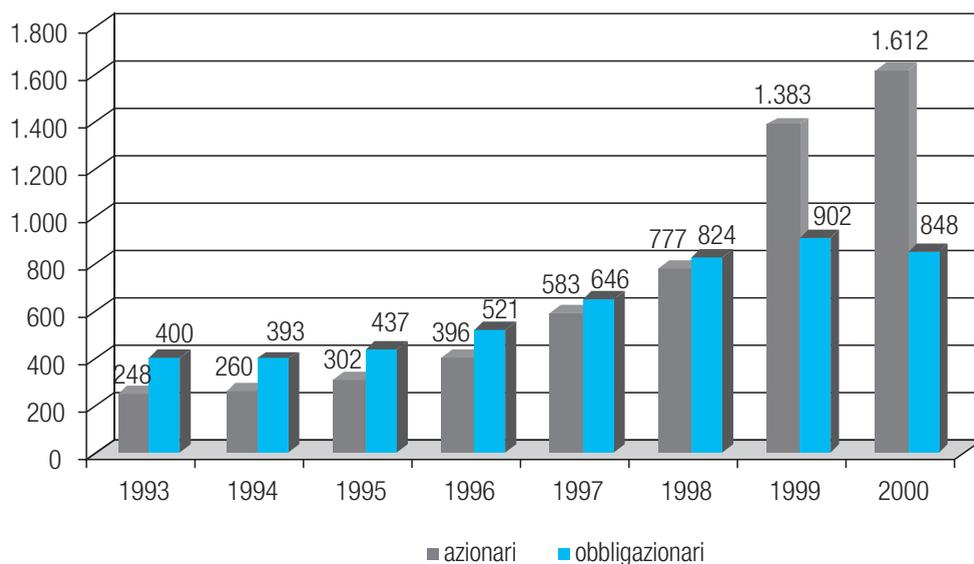
A fine dicembre 2000 erano operativi in Europa 25.396 fondi che gestivano un patrimonio di 3.560 milioni di euro.

A fine anno il 46,3% delle risorse confluite all'intero sistema erano investite in fondi azionari, il 24,4% in fondi obbligazionari, il 17,1% in fondi bilanciati e il 12,2% in fondi monetari (Fig 3.3 e Fig 3.4).

Rispetto al 1999 il patrimonio dei fondi azio-

nari e bilanciati è cresciuto rispettivamente del 3,7% e dell'1,6%, quello dei fondi monetari è rimasto pressoché invariato, mentre quello dei fondi obbligazionari è diminuito del 4%. L'incremento registrato nei fondi azionari deriva principalmente dalle risorse affluite verso questi fondi (Tab 3.1) sulla scia di quanto avvenne nel 1999 a seguito dell'andamento favorevole del mercato azionario.

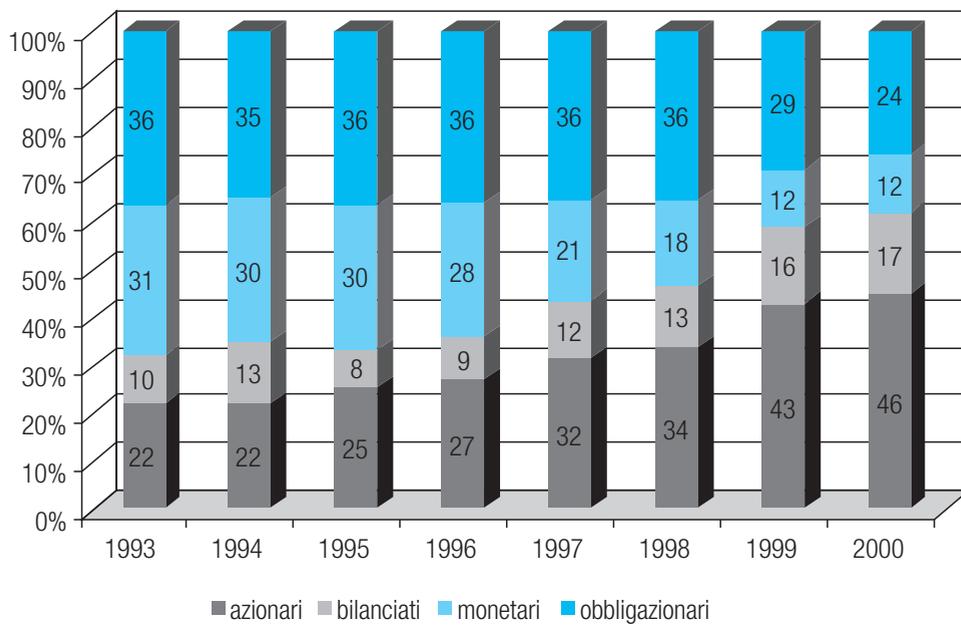
**Fig 3.3: Evoluzione del patrimonio dei fondi azionari e obbligazionari (mld euro)**



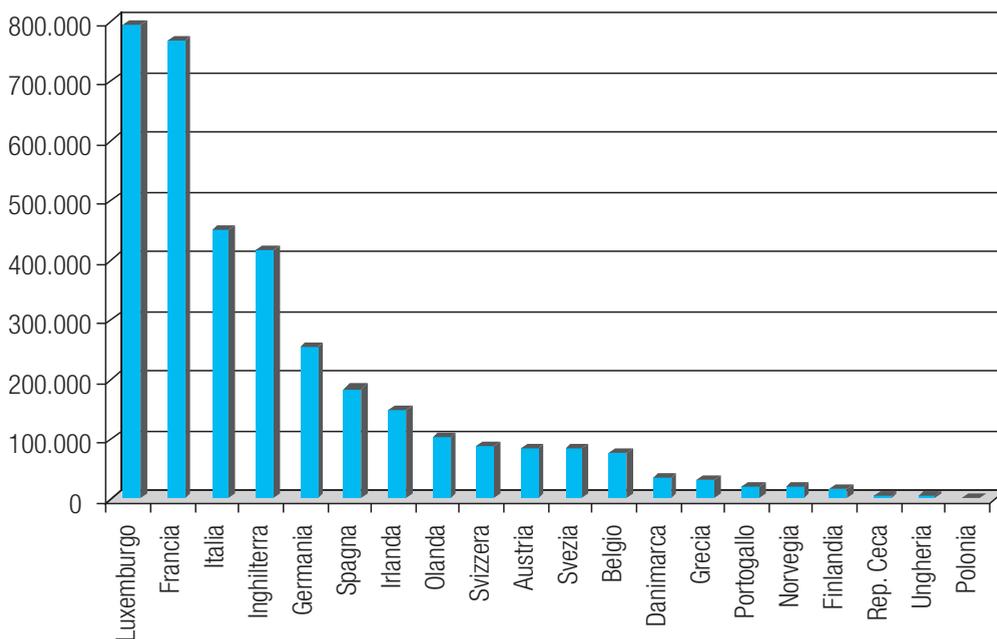
**Tab 3.1: Raccolta netta in milioni di euro**

	Fondi azionari		Fondi obbligazionari	
	2000	Var. sul 1999	2000	Var. sul 1999
Finlandia	2.507	+ 1.184	229	-245
Germania	43.182	+ 23.836	-7.974	-9.813
Inghilterra	25.918	+ 13.393	4.548	-4.715
Italia	39.418	+ 7.314	-52.368	-54.825
Spagna	6.562	+ 1.169	-13.718	+ 908
In % sul patrimonio complessivo	46,3%	42,6%	24,4%	28,4%

**Fig 3.4: Ripartizione del patrimonio gestito per tipologia**



**Fig 3.5: Patrimonio gestito nei diversi paesi europei (mil euro)**



### 3.2 Il risparmio gestito nei diversi paesi europei

La Fig 3.5 rappresenta l'ammontare investito nei fondi suddivisi per paese di domicilio. Come si può notare l'Italia si colloca al terzo posto come massa di ammontare gestito, o al secondo, dopo la Francia, se si ricorda che il Lussemburgo offre solamente la sede amministrativa ai fondi, mentre la gestione vera e propria e il collocamento avviene nei diversi paesi dell'Unione Europea.

Approfondendo le caratteristiche dei volumi gestiti si osserva che mediamente ogni singolo fondo europeo gestisce circa 140 milioni di euro, valore leggermente in diminuzione rispetto a quanto osservato a fine 1999 a seguito dell'incremento del numero di prodotti offerti (+16,3%) non compensato dall'inc-

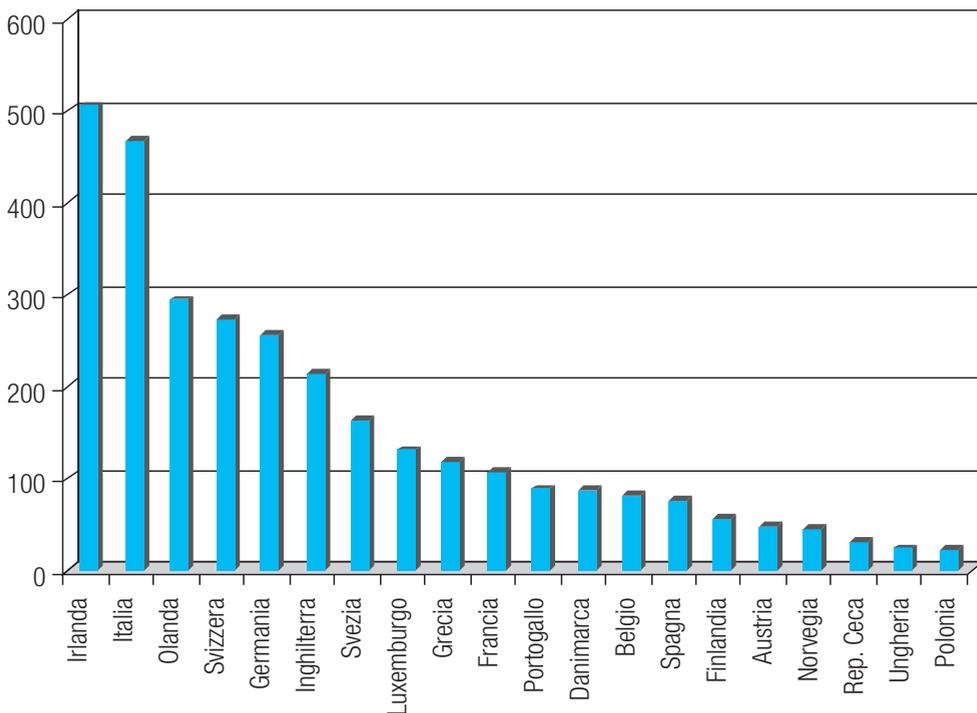
remento del volume delle masse amministrato (+10%). I volumi gestiti dalle singole realtà nazionali non sono però omogenei: vanno da un importo minimo di 22 milioni di euro per la Polonia ad uno massimo di 504 milioni di euro per l'Irlanda (Fig 3.6).

### 3.3 Le tipologie di fondi

La tendenza registrata nel corso del 1999 verso lo spostamento delle risorse nei fondi con profili di rischio/rendimento elevati viene confermata anche nel 2000.

Il peso dei fondi azionari e bilanciati sul totale dell'ammontare gestito è cresciuto mediamente del 5%. In particolare in Italia il solo peso dei fondi azionari è cresciuto del 5%, in Germania del 4,5%, in Francia del 4,8%, in Lussemburgo del 3,6% mentre in Inghilterra

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



tale peso è diminuito del 4,6%. Sebbene quattro fra questi cinque Paesi hanno registrato percentuali di crescita simili, non si osserva ancora un'allocazione delle risorse analoga tra i diversi prodotti, sebbene le differenze stanno diminuendo nel tempo (Tab 3.2)

Analizzando singolarmente i diversi Paesi si osserva (Fig 3.7) una ancor più marcata ripartizione nelle risorse destinate verso i fondi azionari rispetto a quelle destinate nei fondi obbligazionari, bilanciati e monetari, soprattutto in quelle realtà in cui lo strumento fondo comune è relativamente recente.

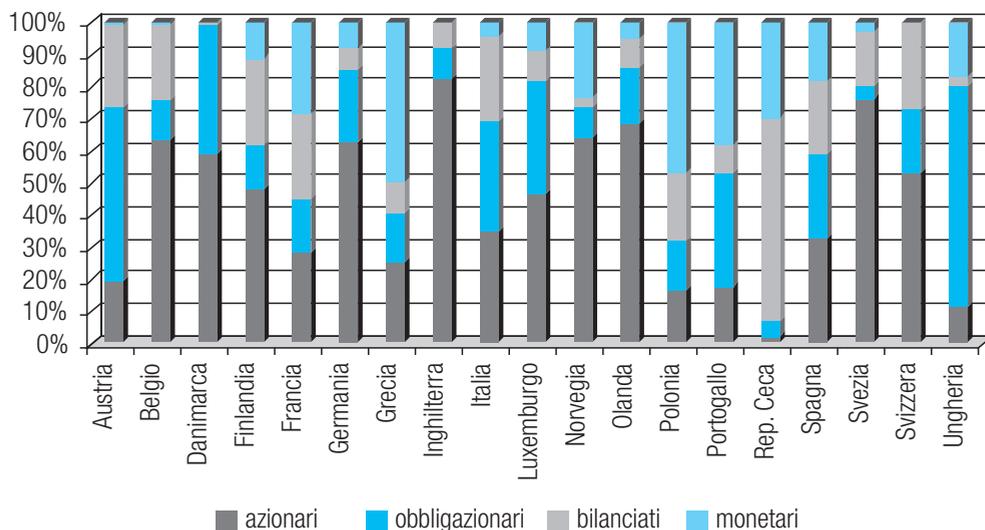
## 3.4 Il risparmio gestito in Europa e negli Stati Uniti

Alla fine di dicembre 2000 i risparmi affidati ai fondi comuni negli Stati Uniti ammontano a 7.490 mld di euro, il doppio di quelli complessivamente affidati nell'industria dei fondi europei (Fig 3.8). Rispetto al 1999 il patrimonio complessivamente gestito dai fondi statunitensi è cresciuto del 28% contro, si ricorda, una crescita del 10% di quello dei fondi europei. Risultati opposti si osservano invece confrontando il numero di prodotti offerti dalle due

**Tab 3.2: Suddivisione del patrimonio per categorie - anno 2000 e anno 1995**

	Equity		Bond		Balanced		Money market	
	2000	1995	2000	1995	2000	1995	2000	1995
Francia	28,3%	9%	16,9%	28%	26,3%	12%	28,5%	50%
Germania	61,0%	24%	22,5%	55%	6,0%	2%	8,4%	20%
Inghilterra	76,4%	90%	8,7%	4%	7,5%	6%	0,3%	0%
Italia	34,6%	27%	34,6%	39%	25,8%	12%	5,0%	22%
Lussemburgo	44,2%	15%	33,3%	53%	8,5%	4%	8,9%	27%

**Fig 3.7: Ripartizione del patrimonio per tipologia**

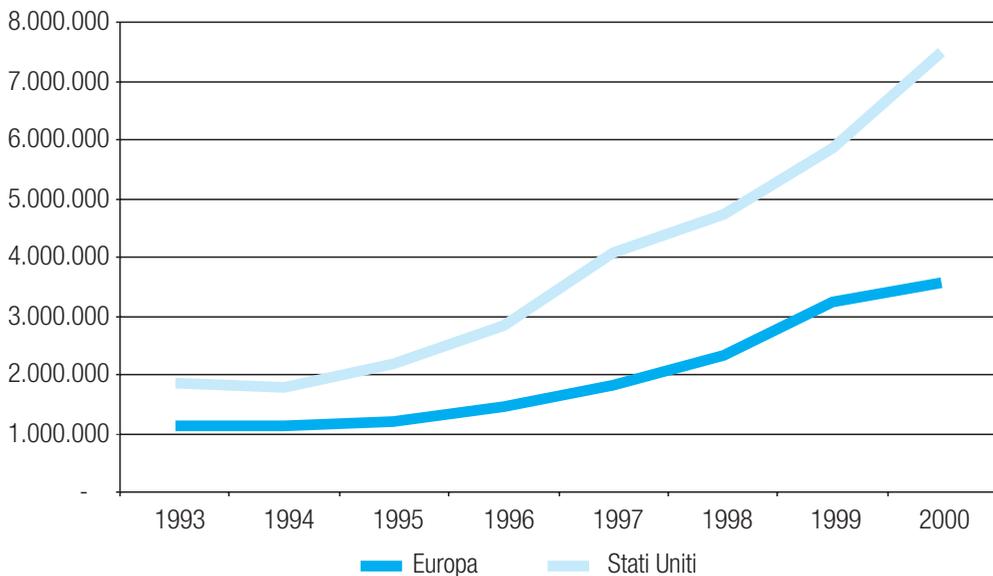


industrie: l'Europa, con 25.396 fondi, offre un numero di fondi tre volte superiore a quello complessivamente presente negli Stati Uniti pari a 7.481 unità. Nell'ultimo anno l'Europa ha offerto 3.573 nuovi fondi (+16,3% rispetto a fine '99), mentre negli Stati Uniti tali prodotti sono stati 690 (+ 9,2% rispetto a fine '99). Data la numerosità di prodotti offerti e i volumi amministrati, anche gli ammontari medi in gestione sono differenti: i fondi statunitensi gestiscono mediamente fondi con risorse 6 volte superiori rispetto a quelle dei fondi europei. A fine 2000 il patrimonio medio di un fondo statunitense si assesta a 917 milioni di euro, in crescita del 17% rispetto al 1999, mentre quello di un fondo europeo è pari a 140 milioni di euro. Si ricorda che le singole realtà nazionali evidenziano tra loro valori molto differenti, dove per esempio l'Irlanda e l'Italia gestiscono mediamente 504 e 465 milioni di euro (Fig 3.9). Rispetto al passato, non si osservano più sostanziali differenze tra la propensione al rischio degli investitori europei rispetto a quelli statunitensi

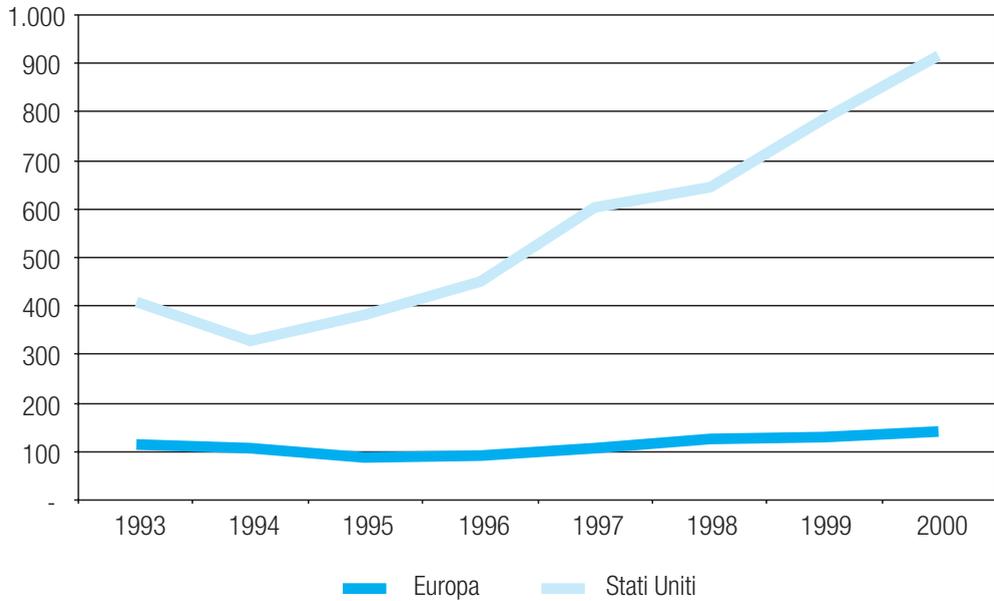
(Fig 3.10 e Fig 3.11). L'elevata propensione dei primi verso investimenti con caratteristiche di rischio - rendimento più basse è infatti diminuita nel corso degli anni. Si ricorda che in Europa nel 1995 l'investimento nei fondi caratterizzati da una componente azionaria, quali i fondi azionari e i fondi bilanciati, rappresentavano il 33% del patrimonio complessivamente investito, mentre a fine 2000 questi rappresentano il 63,4%. Nei fondi statunitensi, invece, tale valore è oggi pari al 61,9%.

L'allocazione delle risorse avvenuta nel corso del 2000 negli Stati Uniti ha lasciato sostanzialmente invariato l'investimento in fondi azionari, mentre ha determinato un aumento del peso dei fondi monetari (+2% rispetto al 1999) a discapito di quello dei fondi obbligazionari. In Europa, invece, nonostante l'incertezza dei mercati finanziari registrata negli ultimi mesi dell'anno, è continuato a crescere il peso dei fondi azionari e dei fondi bilanciati sul totale del patrimonio gestito, mentre, di converso, è diminuito il peso dei fondi obbligazionari.

**Fig 3.8: Evoluzione del patrimonio in Europa e negli Stati Uniti (mil euro)**



**Fig 3.9: Evoluzione del patrimonio medio in Europa e negli Stati Uniti (mil euro)**



**Fig 3.10: Patrimonio e categorie di investimento negli Stati Uniti (mil euro)**

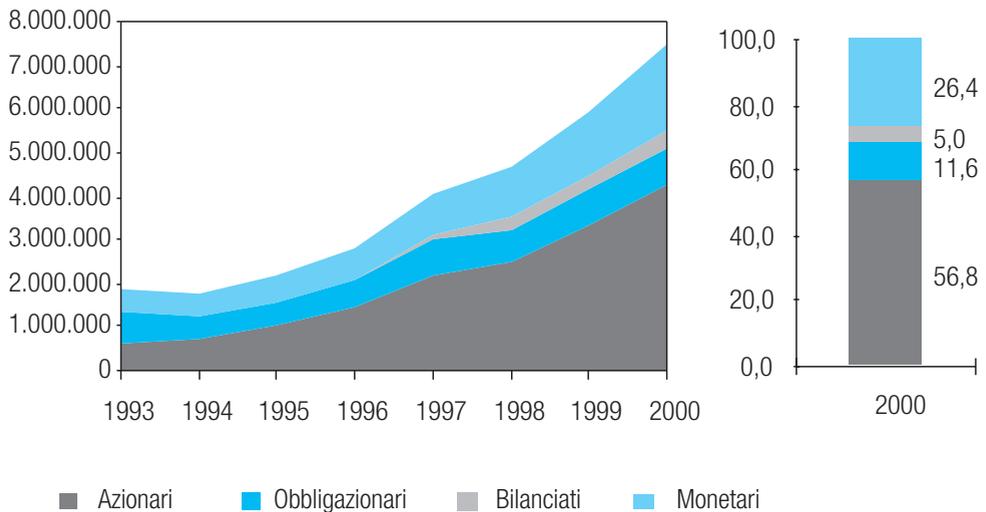
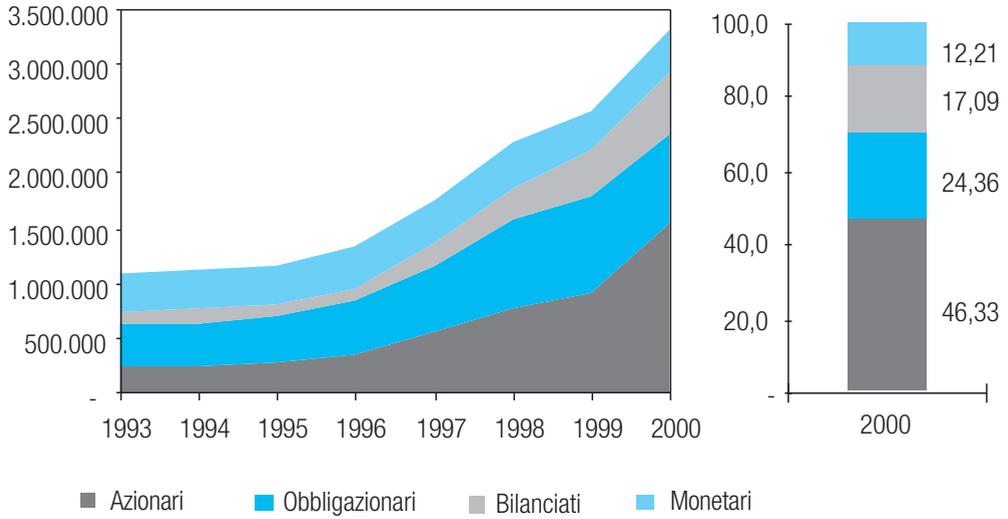


Fig 3.11: Patrimonio e categorie di investimento in Europa (mil euro)





## FONDI E SICAV GESTITI DA OPERATORI ITALIANI

### 4.1 Prosegue la crescita

Nel corso dell'anno 2000 è proseguita in Italia la crescita dell'industria del risparmio gestito, dopo lo sviluppo eccezionale già registrato nel periodo 1997/99.

Nel corso dell'anno 2000 infatti le risorse lorde complessivamente versate nei circa 1.400 prodotti di diritto italiano ed estero istituiti dagli operatori italiani sono ammontate a 435.937 milioni di euro. A tale flusso si sono contrapposti riscatti per 406.330 milioni di euro, portando così a 29.607 milioni di euro l'ammontare netto delle risorse affluite nell'intero sistema. Il dato molto elevato di raccolta lorda non è meno significativo di quello della raccolta netta in quanto indice di una vitalità dell'industria che provvede a ribilanciare i portafogli degli investi-

tori secondo le condizioni di mercato.

In Tab 4.1 si evidenzia l'evoluzione, mese per mese, della raccolta delle diverse classi di prodotti e in Tab 4.2 quella relativa al patrimonio complessivamente gestito.

Da tempo in Italia si è affermata nei risparmiatori la tendenza all'acquisto di titoli esteri, stimolata dalla globalizzazione dei mercati e dalla integrazione europea che, con l'introduzione della moneta unica, ha eliminato il rischio di cambio tra i paesi membri dell'Unione Europea. Contemporaneamente molti operatori nazionali, considerando i vantaggi fiscali e la snellezza delle procedure autorizzative vigenti in altri paesi, hanno costituito all'estero fondi armonizzati di diritto lussemburghese e irlandese e ne hanno incrementato il collocamento presso i risparmiatori italiani.

Tab 4.1: Evoluzione della raccolta netta nel 2000 (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	tot-2000
fondi italiani	-3.834	-688	1.640	852	-673	-1.632	-947	255	-511	-461	17	-468	-6.449
fondi lux storici	793	990	996	698	595	354	338	272	34	123	332	7	5.532
fondi esteri (ita)	1.700	2.930	3.375	2.522	2.646	3.390	2.890	2.388	2.809	2.297	2.135	1.443	30.524
<b>totale</b>	<b>-1.342</b>	<b>3.232</b>	<b>6.011</b>	<b>4.073</b>	<b>2.568</b>	<b>2.112</b>	<b>2.281</b>	<b>2.915</b>	<b>2.332</b>	<b>1.960</b>	<b>2.484</b>	<b>982</b>	<b>29.607</b>

Tab 4.2: Evoluzione del patrimonio nel 2000 (mil euro)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic
fondi italiani	467.157	486.788	488.173	485.091	473.676	474.312	473.651	486.094	475.022	477.748	461.909	453.224
fondi lux storici	30.683	32.432	34.124	34.759	34.603	34.858	34.968	36.076	35.332	35.831	35.038	34.345
fondi esteri (ita)	33.851	38.208	42.229	44.764	46.210	49.365	52.683	57.094	58.449	61.166	61.362	60.449
<b>totale</b>	<b>531.691</b>	<b>557.427</b>	<b>564.526</b>	<b>564.614</b>	<b>554.489</b>	<b>558.535</b>	<b>561.301</b>	<b>579.263</b>	<b>568.802</b>	<b>574.745</b>	<b>558.310</b>	<b>548.018</b>

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

	patrimonio-fine 2000	% sul patrimonio tot	raccolta netta nell'anno	% sulla raccolta tot dell'anno
fondi italiani	453.224	82,70	-6.449	-21,78
fondi esteri (ita)	34.345	6,27	30.524	103,10
fondi lux storici	60.449	11,03	5.532	18,68
<b>totale</b>	<b>548.018</b>	<b>100,00</b>	<b>29.607</b>	<b>100,00</b>

La Tab 4.3 e la Fig 4.1 illustrano i pesi relativi determinati tra i diversi prodotti dal trasferimento dei risparmi italiani verso i fondi lussemburghesi e irlandesi. A fine anno questi rappresentano il 17% del patrimonio complessivamente gestito, in crescita rispetto all'11% del 1999 e al 6% del 1998. Per quanto riguarda l'andamento dei soli fondi di diritto estero non storici, si può osservare che la raccolta netta di questi prodotti è stata positiva per più di 30.524 milioni di euro e rappresenta, da sola, il

103% dei flussi netti affluiti all'intero settore. Il trasferimento di risorse dai prodotti di diritto italiano a quelli di diritto estero promossi dagli operatori nazionali era già stato significativo nel 1999. Nel 2000 tuttavia non si può parlare solo di trasferimento, perché si registra un afflusso di risparmio direttamente verso i fondi di diritto estero, specie se di intermediari che operano da più tempo sui mercati esteri. La Fig 4.2 mostra la consistenza dei flussi mensili riferiti all'insieme del sistema fondi.

**Fig 4.1: Raccolta netta nel 2000 degli OICR di operatori italiani (mil euro)**

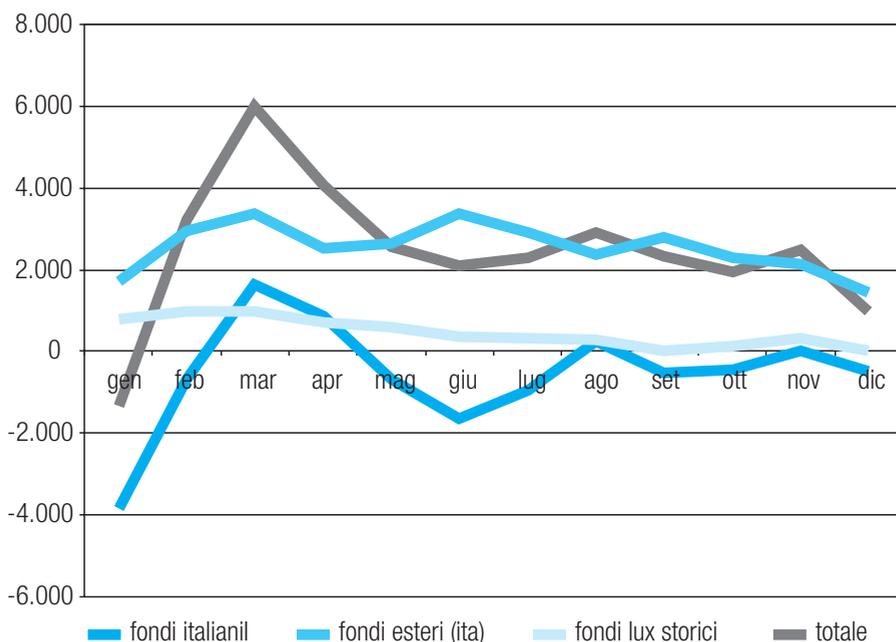
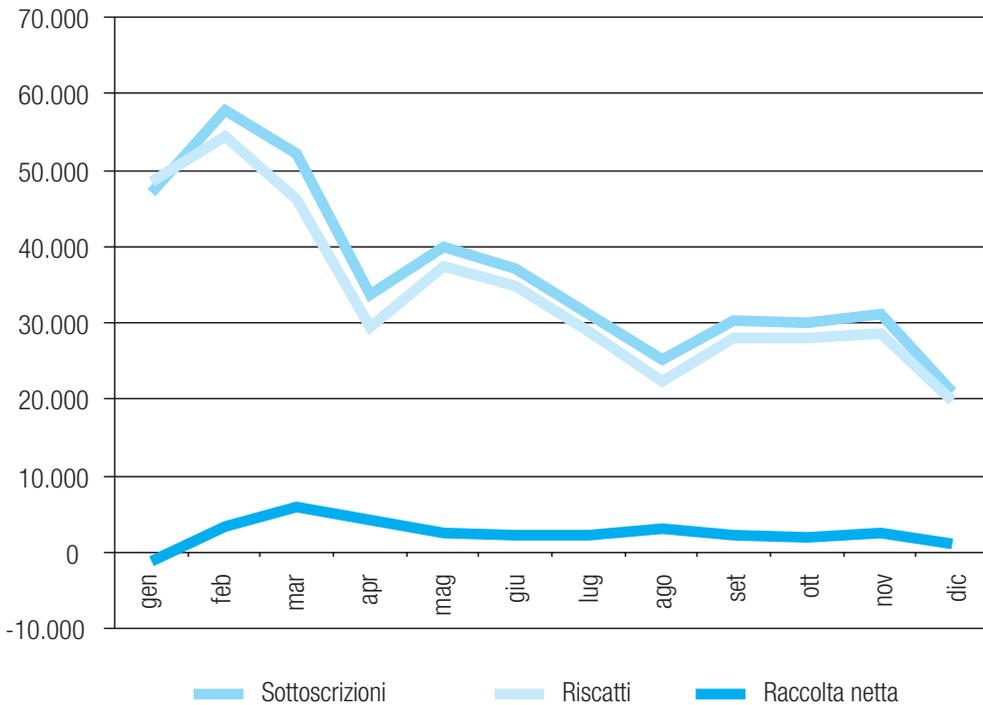


Fig 4.2: I flussi di raccolta e riscatti degli OICR di operatori italiani (mil euro)



## 4.2 Asset allocation

Si è confermata nel corso del 2000 la tendenza dei risparmiatori a diversificare i propri investimenti in prodotti a maggior contenuto azionario. Tale processo aveva già caratterizzato in modo rilevante il precedente anno, rendendo esplicita una accresciuta consapevolezza

za nella gestione del rischio finanziario da parte di una quota crescente della popolazione italiana. Durante tutto l'anno si è registrato un marcato spostamento del risparmio dai fondi obbligazionari a quelli azionari.

Le risorse affluite al sistema sono state infatti principalmente destinate verso prodotti a componente azionaria. La Tab 4.4 evidenzia

Tab 4.4: Raccolta netta nell'anno 2000 per tipologia (in mil euro)

	italiani	lux. storici	esteri (italiani)	totale
azionari	39.530	4.698	17.494	61.723
bilanciati	17.251		6.618	23.869
obbligazionari	-68.985	834	6.555	-61.596
di liquidità	1.042	-	-451	591
Flessibili	4.713	-	308	5.021
totale fondi	-6.449	5.532	30.524	29.607

**Tab 4.5: Asset allocation**

	gennaio 2000	dicembre 2000
azionari	33,66%	37,25%
bilanciati	20,92%	23,22%
obbligazionari	45,42%	39,53%

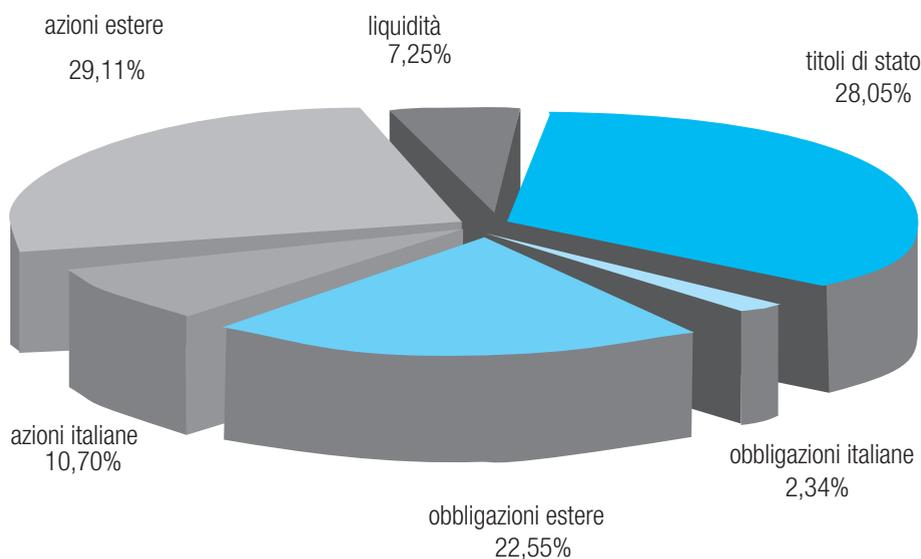
che nell'anno trascorso i soli fondi azionari hanno raccolto 61.723 milioni di euro (contro un deflusso di 61.596 milioni di euro dai fondi obbligazionari) e rappresentavano a fine dicembre il 37,3% del patrimonio complessivo, circa il 7% in più del precedente anno 1999. La Tab 4.5 invece fornisce una ulteriore informazione sull'asset allocation, così come è stata determinata dalle scelte effettuate dai risparmiatori. La tabella evidenzia la variazione del peso delle diverse categorie rispetto al patrimonio netto complessivo di tutti i fondi gestiti da operatori italiani avvenuta nel corso dell'intero anno.

Volendo mettere in rilievo proprio l'evol-

zione della predisposizione per prodotti a maggiore contenuto azionario e dunque una più elevata disponibilità all'assunzione del rischio da parte dei risparmiatori, nella tabella, per definire il valore delle componenti azionaria e obbligazionaria, le categorie Assogestioni sono state riconsiderate in modo tale che i fondi bilanciati comprendano le categorie bilanciati, obbligazionari misti e flessibili. Analogamente i fondi obbligazionari ricomprendono le categorie obbligazionari, con esclusione degli obbligazionari misti, e di liquidità.

La Fig 4.3 illustra invece la composizione del patrimonio gestito determinata dai gestori.

**Fig 4.3: Composizione del patrimonio dei fondi italiani (al 31 dicembre 2000)**



### 4.3 I nuovi fondi

Un fenomeno caratteristico dell'anno 2000 è stato il significativo aumento del numero dei fondi offerti: i fondi di diritto italiano sono passati da 823 a 1015, cui si aggiungono ormai più di 300 fondi di diritto estero. Questa crescita è da attribuire principalmente all'istituzione, da parte di molte società di gestione, di fondi caratterizzati da una spiccata specializzazione in particolari settori dell'economia. Nel corso dell'anno si è assistito alla nascita di un elevato numero di prodotti specializzati in diversi settori genericamente raggruppati nelle parole "new economy" quali le telecomunicazioni, il software, le biotecnologie. Tutti questi fondi si sono collocati all'interno della categoria "Azionari internazionali Nuove Tecnologie e Telecomunicazioni" istituita dall'Assogestioni nello scorso aprile. Non sono però mancati anche fondi specializzati in settori più tradizionali (materie prime, energia, servizi, beni di consumo) oppure in particolari strumenti finanziari come le obbligazioni societarie, ritornate alla ribalta sull'onda lunga del calo generalizzato degli interessi sui titoli di Stato.

A prescindere dal settore nel quale investono, tutti questi prodotti rappresentano certamente una novità nel panorama italiano: la loro nascita e il loro sviluppo infatti esercitano un benefico effetto sia sul livello di avanzamento e di sofisticazione del mercato sia sulla capacità del sistema italiano dei fondi di rispondere alle esigenze di un risparmiatore medio

sempre più informato ed intenzionato a cogliere le migliori opportunità di investimento ovunque queste si presentino, anche nel settore immobiliare.

Un interessante corollario dell'incremento della gamma dei prodotti offerti, ora descritta, è sicuramente rappresentato dalla progressiva diminuzione del patrimonio netto medio dei fondi di diritto italiano passato dai 577 milioni di euro di fine '99 ai 451 milioni di fine dicembre 2000.

L'introduzione di tipologie di fondi del tutto nuove nel panorama italiano quali i fondi di fondi e i fondi riservati ad investitori qualificati è sicuramente stato un altro fatto di rilievo accaduto nell'industria del risparmio gestito nel corso dell'ultimo anno.

Tali innovazioni seguono all'ampliamento della gamma delle varianti tipologiche del fondo comune introdotto dal decreto del Ministero del Tesoro del maggio 1999 e dal provvedimento della Banca d'Italia del settembre dello stesso anno. A questo proposito si osservi che l'ampliamento dell'offerta, fino a coprire tutti i modelli strutturali previsti dal legislatore, è in pieno svolgimento.

Va evidenziato che la commercializzazione di queste nuove tipologie di prodotto è stata accolta positivamente da parte di una clientela sempre più esperta ed esigente.

La raccolta netta dei fondi di fondi e dei fondi riservati nel corso dell'anno 2000 ha di gran lunga superato ogni più rosea aspettativa attestandosi intorno ai 5.600 milioni di euro, come si osserva in Tab 4.6.

**Tab 4.6: Raccolta e patrimonio dei fondi di fondi e fondi riservati (mil euro)**

	numero	raccolta netta nel 2000	patrimonio a fine 2000
Fondi di fondi	7 (28 comparti)	5.265	5.016
Fondi riservati	16	317	3.293

### 4.4 Il sistema di distribuzione

Per quanto riguarda il sistema di distribuzione può essere analizzato il solo comparto dei fondi italiani, di cui si dispone dei dati.

Nel corso del 2000 la raccolta netta ha registrato valori negativi, ma diverso è il contributo dei canali distributivi. In Tab 4.7 si eviden-

zia che le reti hanno registrato complessivamente un risultato complessivo positivo che tuttavia non ha potuto bilanciare quelli negativi degli altri canali. Dall confronto proposto in tabella con il precedente anno 1999 risulta evidente che le reti distributive hanno incrementato anche in termini assoluti il flusso di risorse nette apportate al sistema.

**Tab 4.7: Raccolta netta dei fondi italiani per canale distributivo (mil euro)**

canale	2000		1999	
	raccolta netta	% sul totale	raccolta netta	% sul totale
Banca	-5.476	-80,9%	40.293	69,2%
Diretto	-7	-0,1%	479	0,8%
Misto	-7.194	-106,3%	14.231	24,4%
Rete	5.911	+87,3%	3.247	5,6%
totale	-6.767	-100,0%	58.250	100,0%

## SERVIZI E COSTI DEI FONDI COMUNI ITALIANI

L'offerta di fondi comuni di investimento di diritto italiano si è ampliata nel corso del 2000 in seguito al provvedimento 20 settembre 1999 della Banca d'Italia che ha introdotto la possibilità per le SGR italiane di istituire, accanto ai fondi comuni armonizzati, prodotti non armonizzati quali i fondi di fondi e i fondi riservati. Di seguito verranno evidenziati i dati sui costi e sui servizi offerti dalle diverse tipologie di fondi desunti, per i fondi armonizzati e per i fondi di fondi, dai prospetti informativi in vigore al 31 dicembre 2000 e, per i fondi riservati, dal regolamento di gestione. Come di consueto i dati presentati non si riferiscono ad un campione bensì a tutta la popolazione di fondi esistenti a fine anno e cioè a 1.012 prodotti. Per sottolineare l'evoluzione che la struttura dei costi ha avuto nel tempo si sono confrontati i dati del 2000 con quelli rilevati precedentemente per gli anni 1998 e 1996. Occorre precisare che a seguito della variazione della classificazione dei fondi comuni i confronti temporali tra le diverse categorie non sono sempre possibili.

Gli ammontari indicati nelle statistiche di segui-

to presentate sono, per esigenze di omogeneità, espressi in euro; i dati riportati sono stati calcolati rapportando il fenomeno sia al numero complessivo di prodotti esistenti (medie aritmetiche), sia al peso che i diversi prodotti hanno all'interno dell'industria (medie ponderate).

### 5.1 Le modalità di sottoscrizione e di riscatto dei fondi armonizzati italiani

L'investimento in fondi comuni può essere effettuato tramite la sottoscrizione di quote in un'unica soluzione (PIC) o mediante piani di investimento programmati (PAC). Alla fine del 2000 l'88,5% dei fondi italiani (pari al 93,6% del patrimonio complessivo) consente al risparmiatore la sottoscrizione attraverso entrambe le modalità. Un solo fondo, invece, prevede quale unica modalità di sottoscrizione l'adesione a piani di investimento programmati. Nel prospetto informativo viene evidenziato l'ammontare richiesto per la sottoscrizione in un'unica soluzione. Come si può osservare dalla Tab 5.1

**Tab 5.1: Versamento iniziale**

Classi di importi (in unità di euro)	1996	1998	2000	2000
	% sul totale	% sul totale	% sul totale	% sul patrim
≤500	25,0	36,5	41,6	49,4
501-1.500	22,0	26,1	30,4	32,8
1.501-2.500	41,0	32,5	17,7	13,5
2.501-5.000	9,5	2,3	8,2	2,6
5.001-130.000	1,5	1,7	1,5	1,4
>130.000	1,1	0,9	0,6	0,2
	100,0	100,0	100,0	100,0

la soglia minima di ingresso sta diminuendo nel tempo. Nel 1996, ad esempio, solo il 25% dei fondi richiedeva importi minimi di sottoscrizione inferiori a 500 euro, mentre a fine 2000 li richiede il 41,6% dei fondi (pari al 49,4% del patrimonio complessivo). La percentuale di fondi che richiede un versamento iniziale inferiore a 1.500 euro è passata dal 47% del 1996 al 72% del 2000 (pari all'82,2% del patrimonio gestito). Complessivamente, i fondi che richiedono un versamento iniziale inferiore a 5.000 euro rappresentano a fine 2000 il 97,9% del totale (98,3% del patrimonio gestito). Tutto ciò conferma come lo stru-

mento “fondi comuni” stia diventando sempre di più uno strumento facilmente accessibile alla generalità dei risparmiatori, che possono così beneficiare di una gestione professionale del risparmio anche disponendo di importi modesti.

La riduzione della soglia di ingresso nei fondi comuni italiani appare ancora più evidente suddividendo i fondi in relazione alle loro politiche gestionali identificabili dalle categorie Assogestioni.

Si precisa che le analisi successive non tengono in considerazione quei fondi che richiedono versamenti minimi iniziali superiori a 25.000

**Tab 5.2: Versamento iniziale minimo dei fondi comuni per categoria (unità di euro)**

categoria	1996 media aritmetica	1998 media aritmetica	2000 media aritmetica	2000 media ponderata
AZIONARI	2.159	1.632	1.277	1.221
AZ. ITALIA	-	-	1.555	1.156
AZ. AREA EURO	-	-	1.137	916
AZ. EUROPA	2.236	1.673	1.287	1.019
AZ. AMERICA	2.112	1.596	1.200	971
AZ. PACIFICO	2.092	1.632	1.185	1.016
AZ. PAESI EMERGENTI	1.988	1.549	1.010	887
AZ. INTERNAZIONALI TS	-	-	1.476	1.040
AZ. INTERNAZIONALI NTT	-	-	1.160	1.015
AZ. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.916	1.064	1.112	906
BILANCIATI	1.921	1.632	1.484	1.004
BILANCIATI AZIONARI	-	-	1.563	884
BILANCIATI	-	-	1.519	1.040
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-	-	1.270	934
OBBLIGAZIONARI	1.952	1.658	1.269	1.035
OBBL. MISTI	-	-	1.302	1.588
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	-	-	1.149	916
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-	-	1.261	850
OBBL. AREA EUROPA	-	-	1.890	1.131
OBBL. AREA DOLLARO	1.379	1.203	988	939
OBBL. AREA YEN	-	-	929	1.264
OBBL. PAESI EMERGENTI	-	-	890	743
OBBL. INTERNAZIONALI	2.014	1.895	1.471	1.062
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.203	1.234	1.348	659
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-	-	1.375	1.102
FLESSIBILI	-	-	1.449	1.009

euro, che rappresentano l'1% dell'industria. Dalla Tab 5.2 emerge quanto segue: per i fondi azionari è richiesto un investimento iniziale medio di 1.277 euro, valore di 355 euro inferiore rispetto all'importo medio richiesto nel 1998; per i fondi obbligazionari vengono richiesti 1.269 euro, valore di 389 euro inferiore rispetto all'importo medio richiesto nel 1998. A differenza di quanto riscontrato a fine 1998 e in linea con quanto osservato nel 1996 la soglia di ingresso per un fondo azionario risulta mediamente più alta di quella richiesta per un fondo obbligazionario.

A fine 2000 853 fondi comuni italiani, pari all'88,5% del totale e al 93,6% del patrimonio complessivo, prevedono la modalità di adesione mediante piani di accumulo. La sottoscrizione di fondi attraverso l'adesione a piani di accumulo (PAC) consiste normalmente nella sottoscrizione di quote a scadenze predefinite (mensili, trimestrali, semestrali, annuali) sulla base di un ammontare predeterminato. All'inizio del piano viene normalmente richiesto un versamento iniziale di ammontare superiore a quello che verrà poi richiesto per i versamenti periodici. Alcune società permettono al sottoscrittore di personalizzare il piano in modo che gli importi dei versamenti, la periodicità degli stessi e la durata complessiva dell'investimento siano conformi alle esigenze dell'investitore.

Diverse società consentono la sottoscrizione di quote di fondi obbligazionari anche mediante un collegamento funzionale tra il fondo e il conto corrente di corrispondenza. In questo modo il sottoscrittore ottiene una gestione più efficiente della sua liquidità. L'abbinamento tra il conto corrente e il fondo, infatti, dà mandato alla banca di investire l'eccedenza di liquidità, rispetto ad una soglia individuata dal sottoscrittore, in un fondo comune e, analogamente, di riscattare quote del fondo in caso di defi-

cit di liquidità, quando cioè essa è al di sotto della soglia individuata.

Il fondo comune è sia uno strumento facilmente accessibile, sia uno strumento facilmente liquidabile. Infatti, il sottoscrittore che voglia rientrare in possesso di tutto o parte del capitale investito deve chiedere alla società di gestione, direttamente o tramite gli intermediari preposti al collocamento delle quote, il rimborso di un determinato capitale o di un determinato numero di quote. La richiesta di rimborso può essere fatta in qualsiasi giorno lavorativo della settimana, senza dover fornire alcun preavviso. Il valore della quota del fondo sulla base della quale viene effettuato il rimborso è quello calcolato il giorno di ricevimento della domanda da parte della SGR. La SGR ha, per legge, non più di 15 giorni di tempo per liquidare al risparmiatore quanto gli spetta. Generalmente la restituzione del capitale avviene in tempi più brevi.

Il rimborso delle quote può avvenire sia in un'unica soluzione (totale o parziale) sia tramite piani programmati di disinvestimento. Così come si è osservato per la sottoscrizione attraverso piani di accumulo, anche in questo caso si è riscontrato un aumento del numero di fondi che offrono la possibilità di riscattare quote attraverso dei piani di disinvestimento. A fine 2000 tale possibilità è prevista da 810 fondi, pari all'84% del totale (87% del patrimonio gestito), mentre a fine 1998 era prevista dal 78% dei fondi allora esistenti.

## 5.2 I costi dei fondi armonizzati italiani

Occorre distinguere tra oneri direttamente a carico del sottoscrittore e oneri addebitati automaticamente al fondo. I costi più visibili al sottoscrittore, infatti, sono rappresentati dalle commissioni di entrata e di uscita, che

incidono direttamente sull'ammontare complessivamente versato o riscattato. Altri costi (provvigione di gestione, di incentivo, compenso alla banca depositaria ecc.), invece, sono a carico del fondo e della società di gestione. Essi sono meno visibili al sottoscrittore in quanto vengono calcolati (in genere quotidianamente) sul patrimonio del fondo e il valore della quota, pubblicato dalla stampa, viene evidenziato al netto di tali oneri.

### 5.3 Costi di entrata e di uscita

I costi di entrata e di uscita sono gli eventuali oneri che il sottoscrittore sostiene all'atto della sottoscrizione o del rimborso delle quote. Si tratta perciò di costi non ricorrenti. L'investitore ne corrisponde il valore in momenti precisi: le commissioni di entrata vengono infatti prelevate nel momento dell'acquisto delle quote; quelle di uscita nel momento del disinvestimento delle stesse. La combinazione di queste due principali tipologie di commissioni dà luogo a diversi regimi commissionali:

- No Load (NL): fondi che non prevedono l'applicazione di alcuna commissione, né all'entrata, né all'uscita;
- Commissione di entrata (CE): fondi che applicano commissioni le cui aliquote, espresse in percentuale, decrescono al crescere del capitale investito;
- Commissione a tunnel (CT): fondi che applicano commissioni di uscita le cui ali-

quote percentuali decrescono all'aumentare del tempo di possesso delle quote fino ad azzerarsi;

- Commissioni a scelta (CS): fondi che permettono al sottoscrittore di scegliere, tra le alternative proposte, la tipologia di costo da farsi applicare. Ad esempio rientra in questa tipologia la scelta tra una commissione di entrata o di uscita fissa, tra una commissione di entrata o di uscita decrescente, tra un importo fisso all'entrata o all'uscita.
- Altre tipologie (AC): tutti quei fondi in cui il regime adottato non è riconducibile alle casistiche sopra evidenziate. I costi applicati si caratterizzano per il fatto di essere tipici dell'una o dell'altra società di gestione. A titolo di esempio vengono ricompresi in questa categoria fondi che richiedono una commissione di entrata espressa come percentuale fissa sul capitale investito, oppure una commissione costante espressa in termini monetari indipendentemente dal capitale investito.

Si può notare una generale tendenza al cambiamento delle politiche di prezzo (Tab 5.3): nel corso degli anni è diminuita la percentuale di fondi che richiede commissioni di entrata (dal 58,7% del 1996 al 38,2% del 2000), mentre è aumentata quella che richiede commissioni a tunnel (dal 9,3% del 1996 al 12,3% del 2000) e a scelta (dal 5,5% del 1996 al 9,5% del 2000). Il regime dei fondi no load, invece, stabile dopo una crescita iniziale, viene utiliz-

**Tab 5.3: Costi di entrata e di uscita**

tipologia	1996	1998	2000	2000
	% su tot	% su tot	% su tot	% su patr.
NL	20,5	34	33,4	43,5
CE	58,7	42,3	38,2	36,9
CT	9,3	9,3	12,3	10,8
CS	5,5	9,4	9,5	5,5
AC	6,0	5,0	6,5	3,3

Tab 5.4: Regime commissionale e categorie di fondi

tipologia	azionari		bilanciati		obbligazionari		liquidità		flessibili	
	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr
NL	23,0	26,2	35,4	55,3	40,3	47,8	77,1	93,1	39,4	25,3
CE	47,9	53,5	40,2	30,0	30,8	30,0	0	0	30,3	43,7
CT	12,4	12,2	15,9	9,1	12,9	11,6	2,9	0,0	6,1	14,7
CS	10,6	4,8	6,1	3,4	9,5	7,2	2,9	1,0	12,1	10,4
AC	6,1	3,3	2,4	2,2	6,6	3,4	17,2	5,9	12,1	6,0
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

zato a fine 2000 dal 33,4% dei fondi esistenti, che rappresentano il 43,5% del patrimonio gestito.

I costi di entrata e di uscita variano in relazione alle politiche di investimento dei fondi. La Tab 5.4 evidenzia i regimi commissionali prevalentemente adottati dai fondi italiani distinti in macro-categorie. In termini di patrimonio gestito il 53,5% dei fondi azionari e il 43,7% dei fondi flessibili richiedono delle commissioni di entrata; invece il 93,1% dei fondi di liquidità, il 47,8% dei fondi obbligazionari e il 55,3% dei fondi bilanciati non richiedono alcuna commissione.

Le commissioni di entrata vengono prelevate al momento dell'acquisto di quote del fondo e prevedono aliquote percentuali decrescenti all'aumentare dell'investimento effettuato. Le diverse classi di investimento e le relative aliquote percentuali sono definite da una struttura a scaglioni.

Le singole società definiscono sia il numero di scaglioni sia le relative aliquote.

A fine 2000 il numero di scaglioni mediamente previsto è 6, con un minimo di 2 e un massimo di 10, in linea con quello registrato nel 1998, tranne per il numero massimo di scaglioni previsti che in quell'anno erano 13. È possibile stimare il costo che un investitore sostiene in media nella sottoscrizione di quote di fondi. Per desumere tale valore si possono seguire due metodologie alternative:

1. per semplicità si può ipotizzare che le

commissioni applicate siano quelle definite nel primo scaglione, indipendentemente dai limiti di investimento minimi e massimi previsti per lo stesso;

2. alternativamente, disponendo delle diverse aliquote commissionali previste per ciascuna classe di importi, si può approssimare il reale costo dell'investimento.

Con riferimento alla prima alternativa si è scelto di analizzare esclusivamente le commissioni massime richieste per la sottoscrizione di quote di fondi comuni, cioè quelle relative al primo scaglione, che nel 79,1% dei casi è rappresentato da un investimento inferiore a 25.000 euro. La Tab 5.5 mostra in dettaglio le aliquote mediamente previste suddivise in base alla categoria Assogestioni; il confronto temporale per ogni singola categoria non è sempre stato possibile in seguito alla variazione della classificazione intervenuta nel 1999.

Risulta chiaro che le commissioni di ingresso variano in base alla tipologia di fondo prescelto: esse sono mediamente più elevate per i fondi azionari (3,39%), più basse per i fondi bilanciati (3,13%) e ancora inferiori per i fondi obbligazionari (1,94%). Rispetto al 1996 esse si sono ridotte per i fondi azionari dello 0,67%, per i fondi bilanciati dello 0,44% e per i fondi obbligazionari dello 0,3%.

Seguendo, invece, la seconda metodologia si è determinato il costo che un sottoscrittore mediamente sostiene investendo importi pre-stabiliti (es. 1.000 euro, 5.000 euro...)

Tab 5.5: Aliquota media delle commissioni di entrata applicate nel 1° scaglione

categorie	1996 % su tot	1998 % su tot	2000 % su tot	2000 % su patr
AZIONARI	4,06	3,89	3,39	3,36
AZ. ITALIA	-	-	3,30	3,49
AZ. AREA EURO	-	-	3,33	3,99
AZ. EUROPA	4,25	4,12	3,64	3,31
AZ. AMERICA	4,29	4,04	3,59	3,36
AZ. PACIFICO	4,30	4,09	3,57	3,52
AZ. PAESI EMERGENTI	3,58	3,56	3,02	2,88
AZ. INTERNAZIONALI TS	-	-	3,28	3,21
AZ. INTERNAZIONALI NTT	-	-	3,28	3,96
AZ. ALTRE SPECIAL.	3,67	3,43	3,33	2,82
BILANCIATI	3,57	2,51	3,13	2,64
BILANCIATI AZIONARI	-	-	4,38	2,59
BILANCIATI	-	-	3,21	2,69
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-	-	1,75	2,23
OBBLIGAZIONARI	2,24	2,15	1,94	1,75
OBBL. MISTI	-	-	1,77	1,84
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	-	-	2,01	1,61
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-	-	1,78	1,63
OBBL. AREA EUROPA	-	-	2,09	2,04
OBBL. AREA DOLLARO	1,75	1,85	1,67	1,69
OBBL. PAESI EMERGENTI	-	-	1,64	1,70
OBBL. INTERNAZIONALI	-	-	2,08	1,79
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3,13	2,35	2,53	2,27
FONDI DI LIQUIDITÀ	-	-	-	-
FLESSIBILI	-	-	2,88	2,78

Per rendere l'analisi più realistica sono stati considerati solamente quei fondi che richiedono importi minimi di sottoscrizione coerenti con gli ammontari individuati. Si è applicata quindi la commissione richiesta per quell'ammontare di investimento; tale commissione non è necessariamente quella prevista per il primo scaglione. Nella Tab 5.6 viene illustrato, per ogni importo investito in ogni macrocategoria, il numero di fondi in cui è possibile investire, la commissione pagata e l'aliquota percentuale mediamente richiesta per quel dato investimento.

Escludendo l'investimento di 1.000 euro, si può osservare che le commissioni richieste

decregono al crescere dell'ammontare investito e che le stesse sono inferiori rispetto a quelle riscontrate seguendo la prima metodologia. Risulta confermato, poi, come esse siano mediamente più elevate per i fondi azionari e flessibili e più contenute per i fondi obbligazionari e bilanciati. L'aumento della commissione percentuale media tra l'investimento di 1.000 euro e quello di 5.000 euro è dovuto alla più elevata commissione richiesta da quei fondi che prevedono quale investimento minimo iniziale importi compresi tra 1.001 e 5.000 euro, per i quali tale ammontare rientra nel primo scaglione. Riguardo alle commissioni di uscita, le commissioni a tunnel sono adotta-

**Tab 5.6: Commissione di entrata media**

	IMPORTO SOTTOSCRITTO (IN EURO)				
	1.000	5.000	25.000	100.000	250.000
<b>AZIONARI</b>					
n° fondi	114	208	208	208	208
commissione pagata (in euro)	30	166	765	2.086	3.760
aliquota % media	3,04	3,32	3,06	2,09	1,50
<b>BILANCIATI</b>					
n° fondi	14	33	33	33	33
commissione pagata (in euro)	23	150	640	1.718	3.034
aliquota % media	2,32	3,00	2,56	1,72	1,21
<b>OBBLIGAZIONARI</b>					
n° fondi	59	116	117	117	117
commissione pagata (in euro)	17	94	401	1.040	1.856
aliquota % media	1,75	1,88	1,61	1,04	0,74
<b>FLESSIBILI</b>					
n° fondi	5	10	10	10	10
commissione pagata (in euro)	30	144	663	1750	3.313
aliquota % media	2,95	2,88	2,65	1,75	1,33

te dal 12,3% dei fondi italiani. Esse prevedono aliquote percentuali decrescenti all'aumentare del tempo di permanenza nel fondo fino al loro azzeramento. Come risulta dalla Tab 5.7 le commissioni mediamente richieste decrescono in media di circa 0,5 punti per ogni anno di permanenza nel fondo. Tali commissioni sono mediamente più basse delle corrispondenti calcolate a fine 1998.

## 5.4 Agevolazioni

La maggior parte delle società di gestione dei fondi comuni italiani prevede, per determinate categorie di soggetti, delle agevolazioni

finanziarie che normalmente consistono nell'esenzione delle commissioni di sottoscrizione e/o di rimborso, e dei diritti fissi. Tali agevolazioni sono previste, a fine 2000, dal 57,5% del totale dei fondi italiani.

Nel prospetto informativo quale risulta dal regolamento Consob in materia di emittenti (adottato con delibera Consob n.11971 del 14 maggio 1999) non è più necessario elencare tassativamente le agevolazioni esistenti e le categorie di sottoscrittori che ne beneficiano (a differenza di quanto disposto dalla precedente disciplina), bensì è sufficiente indicare se tali agevolazioni sono previste, precisandone la misura massima e, se del caso, i destina-

**Tab 5.7: Commissioni di uscita a tunnel (aliquote % medie)**

permanenza	1998	2000	2000
	% su tot	% su tot	% su patr
1 anno	2,71	2,69	2,70
2 anni	2,11	1,87	1,91
3 anni	1,42	1,25	1,30
4 anni	1,21	1,16	1,30
5 anni	0,50	0,50	0,50
6 anni	0	0,50	0,50

ri cui le stesse sono riservate. A fine 2000 si è riscontrato che il 43,4% dei fondi prevede agevolazioni nel caso in cui i fondi vengono sottoscritti da investitori qualificati, mentre il 14,1% dei fondi prevede agevolazioni a favore di tipologie di soggetti definiti (amministratori, soci, dipendenti...)

Altre agevolazioni finanziarie, non riservate a particolari soggetti, possono essere previste in fase di sottoscrizione o di rimborso. Le più comuni sono il beneficio di accumulo, la dichiarazione di intenti, il beneficio di reinvestimento. A fine 2000 più dell'80% dei fondi prevede queste agevolazioni:

- il beneficio di accumulo prevede che, nel caso in cui vengono sottoscritte in più fasi quote dello stesso fondo, venga applicata l'aliquota non dell'ultimo investimento bensì quella corrispondente all'importo dell'investimento complessivo (al lordo delle commissioni di sottoscrizione e al netto di eventuali disinvestimenti);
- nella dichiarazione di intenti il sottoscrittore si impegna ad effettuare, entro un determinato arco di tempo, sottoscrizioni per un importo predeterminato attraverso versamenti successivi in un'unica soluzione; in questo caso, fin dal primo versamento, verrà applicata l'aliquota corrispondente all'importo globale indicato;
- il beneficio di reinvestimento riguarda il sottoscrittore che chiede il rimborso di parte delle quote sottoscritte; se entro un determinato periodo di tempo successivo alla richiesta di rimborso l'investitore reinveste nello stesso fondo e con le stesse modalità, sulla nuova sottoscrizione beneficia di riduzioni commissionali.

La maggior parte delle SGR stabilisce inoltre delle condizioni commissionali particolari nel caso di passaggio (switch) tra fondi e cioè quando il sottoscrittore decide di spostare le

risorse inizialmente investite in un fondo verso altre tipologie di fondi offerti dalla società di gestione. Le condizioni economiche alle quali avviene il passaggio dipendono principalmente dal regime commissionale di ingresso e di uscita dei fondi oggetto dello spostamento delle quote. In linea generale l'operazione di passaggio è strutturata in modo tale da non permettere al sottoscrittore di eludere il pagamento delle commissioni, siano esse di entrata o di uscita. In alcuni casi vengono invece indicati il numero di passaggi gratuiti che un sottoscrittore può effettuare nel corso dell'anno.

### 5.5 Costi di gestione dei fondi armonizzati italiani

Tra i principali oneri a carico del fondo rientra il compenso spettante alla SGR per lo svolgimento dell'attività di gestione. Esso è calcolato quotidianamente sul patrimonio netto del fondo e prelevato dalle disponibilità dello stesso ad intervalli periodici (mensili, trimestrali). A fine 2000 la commissione media di gestione applicata dai 964 fondi di diritto italiano armonizzati è pari all'1,4% (o pari all'1,3% se ponderata in relazione al patrimonio di ogni singolo prodotto).

La commissione di gestione varia in funzione del grado di complessità della gestione e in funzione della struttura commissionale richiesta al momento della sottoscrizione e/o del riscatto delle quote. La Tab 5.8 mostra per gli anni 1996, 1998 e 2000 le commissioni di gestione medie per ogni singola categoria. Le commissioni applicate dai fondi con componente azionaria sono più elevate rispetto a quelle applicate dai fondi obbligazionari e dai fondi di liquidità. Analizzando specificatamente le singole categorie si può osservare che le commissioni di gestione sono più elevate per quei prodotti caratterizzati da politiche di

Tab 5.8: Commissioni medie di gestione

categoria	1996 media aritmetica	1998 media aritmetica	1998 media ponderata	2000 media aritmetica	2000 media ponderata
AZIONARI	1,62	1,67	1,61	1,74	1,73
AZ. ITALIA	-	-	-	1,63	1,67
AZ. AREA EURO	-	-	-	1,56	1,63
AZ. EUROPA	-	-	-	1,71	1,73
AZ. AMERICA	1,64	1,69	1,66	1,72	1,78
AZ. PACIFICO	1,58	1,68	1,59	1,71	1,73
AZ. PAESI EMERGENTI	1,81	1,86	1,77	1,91	1,90
AZ. INTERNAZIONALI TS	-	-	-	1,69	1,72
AZ. INTERNAZIONALI NTT	-	-	-	1,86	1,76
AZ. ALTRE SPECIAL.	1,73	1,75	1,79	1,85	1,80
BILANCIATI	1,37	1,42	1,38	1,50	1,53
BILANCIATI AZIONARI				1,82	1,87
BILANCIATI				1,47	1,52
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI				1,44	1,47
OBBLIGAZIONARI + LIQUIDITÀ	1,01	1,01	1,00	1,03	0,95
OBBL. MISTI	-	-	-	1,11	1,01
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	-	-	-	0,82	0,79
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-	-	-	1,03	1,00
OBBL. AREA EUROPA	-	-	-	1,10	1,11
OBBL. AREA DOLLARO	1,05	1,15	1,10	1,10	1,12
OBBL. AREA YEN	-	-	-	1,30	1,28
OBBL. PAESI EMERGENTI	-	-	-	1,41	1,29
OBBL. INTERNAZIONALI	1,15	1,15	1,06	1,13	1,10
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1,47	1,20	1,01	1,18	1,16
FONDI DI LIQUIDITÀ	-	-	-	0,67	0,64
FLESSIBILI	-	-	-	1,71	1,74

gestione più specializzate (come possono essere quelli ricompresi nei fondi Azionari Internazionali Nuove Tecnologie e Telecomunicazioni e nei fondi Azionari Altre Specializzazioni), mentre le più basse si riscontrano nei prodotti specializzati sul mercato monetario, generalmente ricompresi tra i Fondi di Liquidità. Se si confrontano nel tempo le commissioni si può notare un generale incremento delle stesse. La variazione delle politiche di prezzo adottate dalle società di gestione ha probabilmente determinato l'aumento dell'importo medio delle commissioni di gestione applicate: l'aumento dell'offerta di

fondi di tipo "no load" ha modificato la fonte commissionale con cui viene remunerata la struttura distributiva (dalla commissione di entrata alla commissione di gestione).

L'entità della commissione di gestione dipende, come si è in precedenza accennato, anche dalla struttura commissionale richiesta al momento della sottoscrizione e/o del riscatto. Come risulta evidente dalla Tab 5.9 i fondi che applicano un regime commissionale del tipo no load richiedono una commissione di gestione mediamente più alta di quella richiesta da fondi che applicano commissioni di entrata.

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

Tipologia costi media 2000	Azionari		Bilanciati		Obbligazionari		Flessibili		Liquidità	
	arit.	pond.	arit.	pond.	arit.	pond.	arit.	pond.	arit.	pond.
NL	1,83	1,85	1,62	1,63	1,01	0,94	1,62	1,68	0,66	0,65
CE	1,64	1,64	1,37	1,35	1,05	0,98	1,74	1,67	-	-
CT	1,85	1,83	1,64	1,59	1,16	1,12	2,00	2,00	-	-
CS	1,83	1,80	1,43	1,45	1,21	1,09	1,90	1,85	0,72	0,72

Tra gli altri costi direttamente a carico del fondo, e indirettamente a carico del sottoscrittore, rientra la commissione di incentivo (o di performance). Questa viene addebitata direttamente al fondo qualora il rendimento raggiunto in un certo periodo di tempo risulti superiore al rendimento ottenuto da uno o più parametri di riferimento (benchmark). Alla fine del 2000 il 63,7% del totale dei fondi italiani armonizzati, che rappresentano il 69,6% del patrimonio complessivamente gestito, richiedono una commissione di performance. Alla fine del 1998 questa commissione era richiesta dal 50,8% dei fondi, che rappresentavano il 34,8% del patrimonio complessivo.

I parametri di riferimento sulla cui base viene calcolata tale commissione sono diversi:

- il benchmark del fondo indicato nella Parte I punto 3 del prospetto informativo è utilizzato da quasi il 30% dei fondi che applicano commissioni di incentivo; in termini di patrimonio gestito, tali fondi rappresentano il 32% del patrimonio complessivamente gestito dai fondi italiani e il 47% del patrimonio complessivamente gestito dai fondi che applicano tali commissioni. Il benchmark assume perciò una duplice funzione: precisa il profilo di rischio/rendimento del fondo e diventa un parametro sulla cui base determinare la commissione di incentivo;
- molti fondi (all'incirca il 41,5% del totale, pari al 33,1% del patrimonio gestito) utilizzano come parametro una combinazione di indici di mercato forniti dai diversi provider;

- gli indici Fideuram sono utilizzati dal 15% dei fondi che applicano commissioni d'incentivo, che rappresentano il 13% del patrimonio complessivamente detenuto dai fondi che applicano questa commissione;
- gli indici dei prezzi al consumo calcolati dall'ISTAT vengono utilizzati dal 13,5% del totale dei fondi che rappresentano il 6,9% del patrimonio;

La Tab 5.10 mostra come sia aumentato, nel tempo, il numero di fondi che applicano questa commissione e, soprattutto, come essa sia prevalentemente richiesta da fondi caratterizzati da politiche di rischio/rendimento più complesse. È interessante osservare, ad esempio, come tale commissione sia richiesta da oltre il 72% dei fondi azionari e solamente dal 54,5% dei fondi obbligazionari. Inoltre è opportuno evidenziare come quasi il 76% dei fondi flessibili (oltre l'83% del patrimonio complessivamente gestito dalla categoria) applichi commissioni di incentivo.

## 5.6 Compenso della banca depositaria dei fondi armonizzati italiani

Un ulteriore onere a carico del fondo è rappresentato dal compenso alla banca depositaria. A quest'ultima è affidata infatti la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo. Inoltre essa dà esecuzione alle istruzioni del gestore e ne controlla la legittimità dell'operato. A differenza della commissione di

Tab 5.10: Commissioni di incentivo % calcolate sui totali per categoria di appartenenza

categorie	1998	1998	2000	2000
	% sul totale	1% su patrim	% sul totale	% su patrim
AZIONARI	58,6	49,3	72,1	78,3
AZ. ITALIA	-	-	77,2	76,0
AZ. AREA EURO	-	-	66,7	68,1
AZ. EUROPA	70,27	52,85	79,3	82,1
AZ. AMERICA	66,67	52,41	77,5	79,3
AZ. PACIFICO	71,88	65,72	73,9	76,8
AZ. PAESI EMERGENTI	73,68	54,39	71,4	86,4
AZ. INTERNAZIONALI TS	-	-	67,1	74,7
AZ. INTERNAZIONALI NTT	-	-	72,0	77,7
AZ. ALTRE SPECIAL.	44,44	34,70	69,4	78,3
BILANCIATI	43,5	39,7	72,0	79,4
BILANCIATI AZIONARI	-	-	75,0	97,6
BILANCIATI	-	-	70,5	77,5
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-	-	76,9	80,7
OBBLIGAZIONARI	41,9	30,4	54,5	64,1
OBBL. MISTI	-	-	52,0	81,1
OBBL. AREA EURO A BREVE TERMINE	-	-	39,5	49,5
OBBL. AREA EURO A M/L TERMINE	-	-	57,3	68,8
OBBL. AREA EUROPA	-	-	64,7	72,9
OBBL. AREA DOLLARO	38,89	38,14	55,2	74,3
OBBL. AREA YEN	-	-	57,1	92,0
OBBL. PAESI EMERGENTI	-	-	61,1	67,2
OBBL. INTERNAZIONALI	56,00	51,04	66,1	72,6
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	46,15	24,59	56,1	19,3
FLESSIBILI	-	-	75,8	83,7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-	-	28,6	20,7

gestione, le modalità di calcolo del compenso non sono univoche. Dall'analisi dei "Documenti sui soggetti che partecipano all'operazione" sono risultate, infatti, le seguenti modalità:

- Compenso determinato come percentuale fissa calcolata sul valore del fondo (AM)
- Regime commissionale a scaglioni, con ali-

quote percentuali decrescenti al crescere del valore complessivo del fondo (SC)

- Compenso minimo ed importo a scaglioni con commissioni decrescenti al crescere del valore complessivo del fondo (CSC)
- Altre modalità di calcolo (AC)

La Tab 5.11 mostra le modalità di calcolo maggiormente utilizzate dai fondi italiani.

Tab 5.11: Modalità di calcolo del compenso della banca depositaria

modalità	1998 % su tot	2000 % su tot
AM	62,9	69
SC	31,3	25,5
CSC	1,7	0
AC	4,10	5,5
	100	100

L'aliquota percentuale fissa mediamente richiesta dalla banca depositaria per il servizio offerto è pari allo 0,12%.

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

Oltre ai costi evidenziati, sul fondo gravano:

- Gli oneri di intermediazione inerenti la compravendita dei valori mobiliari
- Le spese di pubblicazione sui quotidiani del valore unitario del fondo
- I costi della stampa dei documenti periodici destinati al pubblico, purché tali oneri non attengano a propaganda e pubblicità o comunque al collocamento delle quote
- Le spese di revisione e di certificazione dei rendiconti del fondo
- Gli oneri fiscali di pertinenza del fondo
- I prestiti assunti ai sensi dell'art. 4 della Legge 77/83
- Le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo

Sono invece a carico della società di gestione:

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

### 5.8 I fondi di fondi

I fondi di fondi sono fondi non armonizzati aperti di diritto italiano che investono esclusivamente in parti di altri Oicr armonizzati. Questa tipologia di fondi è stata introdotta dal provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999; al 31 dicembre 2000 solo 7 società di gestione li avevano istituiti, per un totale di 32 comparti. Dall'analisi dei prospetti informativi degli stessi sono state riscontrate sia delle analogie sia delle differenze rispetto ai fondi italiani.

### 5.9 Modalità di sottoscrizione e di riscatto

I fondi di fondi, come i fondi italiani armonizzati, possono essere sottoscritti sia in un'unica soluzione, sia mediante piani di investimento programmati (PAC). La sottoscrizione mediante PAC è prevista dal 46,9% dei fondi di fondi rappresentanti il 31,9% del patrimonio complessivamente gestito da questi fondi. Riguardo alla modalità di sottoscrizione attraverso versamenti in un'unica soluzione, la soglia di ingresso mediamente richiesta dai fondi di fondi è decisamente più elevata rispetto ai fondi italiani armonizzati. Infatti l'importo mediamente richiesto è pari a 23.531 euro, con un versamento minimo di 500 euro e massimo di 100.000 euro. La soglia di ingresso è mediamente più elevata per i fondi

**Tab 5.12: Fondi di fondi: versamento iniziale (in unità di euro)**

CLASSI DI IMPORTI)	2000 % sul totale	2000 % sul patrim.
500	31,3	16,4
501-2500	15,6	15,5
2501-25000	37,5	5,6
>25000	15,6	62,5
	100,00	100,00

**Tab 5.13: Fondi di fondi: versamenti iniziali per macrocategoria (unità di euro)**

Macrocategoria	Min	Max	Media Aritmetica	Media Ponderata
AZIONARI	500	100.000	28.700	83.684
BILANCIATI	500	100.000	28.533	68.899
OBBLIGAZIONARI	1.000	25.000	12.000	2.008
FLESSIBILI	500	500	500	500

di fondi azionari e bilanciati e più contenuta per i fondi obbligazionari e flessibili (Tab 5.12 e Tab 5.13).

Anche per i fondi di fondi è possibile il disinvestimento attraverso piani di rimborso programmati. In particolare offrono tale servizio gli stessi fondi che permettono l'adesione mediante PAC, cioè il 46,9% del totale (il 31,9% del patrimonio gestito dalla categoria).

### 5.10 Costi di entrata e di uscita dei fondi di fondi

Dall'analisi dei prospetti informativi dei fondi di fondi emergono delle significative differenze riguardo ai regimi commissionali prevalentemente adottati.

A differenza dei fondi italiani, infatti, nessuno dei fondi di fondi analizzati presenta una struttura commissionale a tunnel, né commis-

sioni a scelta.

La tipologia maggiormente utilizzata è, in termini di patrimonio gestito, la commissione di entrata a percentuale fissa (62,5%) che costituisce, per i fondi italiani, uno dei regimi residuali compreso nella voce "Altre tipologie". La Tab 5.14 evidenzia i regimi commissionali riscontrati per i fondi di fondi.

La Tab 5.15, invece, mostra i regimi commissionali adottati dai fondi di fondi distinti in macrocategorie.

Il regime commissionale maggiormente adottato da quelli azionari (in termini percentuali rispetto al patrimonio gestito) è la commissione di entrata a percentuale fissa (83,1%); per i fondi obbligazionari è la commissione di entrata a scaglioni, applicata dal 66,7% dei fondi di fondi obbligazionari che rappresentavano il 95,4% del patrimonio gestito dalla categoria.

**Tab 5.14: Fondi di fondi: costi di entrata e di uscita**

tipologia	% su tot	% su patr.
no load	25,0	13,1
commissione di entrata a scaglioni	46,9	21,0
commissione di entrata a % fissa	15,6	62,5
commissione di entrata e di uscita	12,5	3,4
	100,0	100,0

**Tab 5.15: Fondi di fondi: regime commissionale per macrocategorie di fondi**

tipologia	azionari		bilanciati		obbligazionari		flessibili	
	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr	% su tot	% su patr
no load	40	13,1	26,7	16,1	0,0	0,0	0	0
commissione di entrata a scaglioni	30	1,1	40,0	12,5	66,7	95,4	100,0	100,0
commissione di entrata a % fissa	20	83,1	20,0	67,3	0,0	0,0	0	0
commissione di entrata e uscita	10	2,8	13,3	4,2	33,3	4,6	0	0
	100	100	100	100	100	100	100,0	100,0

È interessante notare, invece, come nessuno dei fondi di fondi obbligazionari applica il regime no load, che è il regime maggiormente praticato dai fondi italiani armonizzati obbligazionari. Quasi il 50% dei fondi di fondi prevede delle agevolazioni commissionali a favore di determinate categorie di soggetti (investitori qualificati, amministratori, sindaci, soci...)

### 5.11 Costi di gestione dei fondi di fondi

Tendenzialmente sui fondi di fondi non vengono fatti gravare diritti e spese relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote degli oicvm collegati acquisiti, né viene considerata ai fini del computo delle commissioni di gestione la parte del fondo di fondi rappresentata da investimenti in questi fondi comuni.

La commissione di gestione mediamente prevista dai fondi di fondi è pari all'1,06%; in termini ponderati essa è pari allo 0,95%.

A differenza dei fondi italiani, essa risulta mediamente più elevata per i fondi obbligazionari (1,08% media aritmetica, 0,9% media ponderata) e più contenuta per i fondi azionari (1,07% media aritmetica, 0,9% media ponderata). La commissione di incentivo è richiesta solo dal 6,3% dei fondi di fondi (corrispondenti ad un patrimonio complessivo del 7,5%).

### 5.12 Compenso alla banca depositaria dei fondi di fondi

Per i fondi di fondi osservati le modalità di calcolo del compenso alla banca depositaria si riducono a due: percentuale fissa calcolata sul valore del fondo (AM) e regime commissionale a scaglioni (SC). La prima modalità è prevista dal 75% dei fondi di fondi (29,5% del patrimonio gestito); la seconda dal 25% (70,5% del patrimonio gestito).

### 5.13 I fondi riservati

I fondi riservati sono fondi non armonizzati aperti di diritto italiano riservati a determinate categorie di operatori definiti dalla società di gestione nel regolamento del fondo. Anch'essi sono di recente istituzione; al 31 dicembre 2000 due sole società di gestione hanno istituito 16 fondi.

Considerato i soggetti a cui sono riservati questi fondi, essi prevedono quale unica modalità di sottoscrizione il versamento in un'unica soluzione. Non sono quindi previste sottoscrizioni o disinvestimenti tramite piani di programmati. Essendo riservati ad investitori qualificati gli importi medi di sottoscrizione sono molto elevati. La soglia media di ingresso è pari a 1.093.750 euro con un minimo di 1.000.000 di euro e un massimo di 2.500.000 di euro. Tutti i fondi riservati applicano un regime commissionale di tipo no-load. La commissione di gestione media è pari allo 0,13% (0,2% per i fondi azionari e bilanciati, 0,1% per i fondi obbligazionari e di liquidità). La commissione di incentivo è, infine, richiesta da 15 fondi su 16 rappresentanti l'87,4% del patrimonio complessivo.

## IL REGIME TRIBUTARIO DEI FONDI COMUNI

Il decreto legislativo 21 novembre 1997, n.461, in materia di riordino della disciplina tributaria dei redditi di capitale e dei redditi diversi, ha apportato profonde modifiche al regime tributario dei fondi comuni di investimento.

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

L'amministrazione finanziaria ha altresì fornito importanti precisazioni riguardanti il regime dei fondi e delle SICAV ai fini delle imposte indirette (imposta di successione e IVA). Si illustra di seguito il regime tributario previsto per i fondi comuni di investimento e le SICAV esaminando prima i profili legati all'applicazione delle imposte dirette e, successivamente, gli aspetti più rilevanti riguardanti le imposte indirette (6.6 e 6.7). Infine, il regime tributario previsto per le imposte dirette è riepilogato in apposite tabelle di pronta consultazione.

### **6.1.1** Fondi e SICAV italiani, fondi lussemburghesi storici: regime impositivo

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

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

Per raggiungere tale obiettivo, il legislatore ha riconosciuto ai fondi la natura di soggetti *lordisti* al momento della percezione delle plusvalenze e di taluni redditi di capitale. Infatti, tutte le plusvalenze sono conseguite dal fondo senza applicazione dell'imposta sui capital gain. Inoltre, non subiscono ritenute né imposte sostitutive i proventi derivanti dalle obbligazioni cui si applica il decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 (obbligazioni emesse da società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani, da banche, da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizioni di legge e da enti territoriali, obbligazioni dello Stato italiano, titoli di enti ed organismi sovranazionali - quali ad esempio BEI, BERS, CECA, EURATOM - emessi in Italia o all'estero, obbligazioni estere aventi una scadenza non inferiore a 18 mesi); i proventi delle operazioni di prestito di titoli e di pronti contro termine; i proventi degli OICVM esteri armonizzati; i dividendi relativi ad azioni italiane o estere (indipendentemente dalla percentuale di partecipazione detenuta dal fondo); gli interessi sui conti correnti bancari la cui giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo gestito. Riguardo a questi ultimi proventi, va ricordato che, se la giacenza media supera il 5% dell'attivo gestito, si applica la ritenuta del 27% e, conseguentemente, gli interessi sono detratti dal risultato della gestione soggetto ad imposta sostitutiva con l'aliquota del 12,50 %.

Per le altre fattispecie di reddito di capitale, diverse da quelle appena individuate, il fondo continua a subire le ritenute alla fonte e non assume, quindi, la qualifica di *lordista*.

La disposizione di deroga al regime delle ritenute alla fonte non poteva, infatti, operare per quei prodotti finanziari i cui proventi:

- a) continuano ad essere soggetti a ritenute operate in forma indifferenziata da parte del soggetto emittente (è il caso ad esempio degli interessi dei titoli obbligazionari emessi da società non quotate, dei proventi delle cambiali finanziarie, ecc.);
- b) sono soggetti a ritenuta con aliquota del 27% (es. obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi, titoli atipici, ecc.), aliquota superiore a quella fissata per l'imposta sostitutiva subita dal fondo sul risultato della gestione (12,50%).

Per evitare una doppia imposizione dei proventi (una volta sotto forma di ritenuta ed una volta sotto forma di imposta sostitutiva sul risultato della gestione) è previsto - come già precisato a proposito degli interessi su conti correnti - che i proventi soggetti a una ritenuta a titolo d'imposta (nella misura del 12,50 % oppure del 27%) non concorrono a formare il risultato della gestione da sottoporre a imposta sostitutiva del 12,50%.

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

La riforma della tassazione delle attività finanziarie ha introdotto un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 12,50% applicata sul risultato della gestione conseguito dal fondo di anno in anno. Particolari disposizioni prevedono, per i fondi comuni che investono in partecipazioni qualificate e che sono sottoscritti da meno di 100 partecipanti, l'applicazione del-

l'imposta sostitutiva nella misura del 27 % sul risultato della gestione riferibile alle predette partecipazioni; tuttavia l'imposta sostitutiva si applica sempre nella misura del 12,5% se le quote, anche se il numero dei partecipanti è inferiore a 100, sono detenute per oltre il 50% da *investitori qualificati* diversi dalle persone fisiche (banche, sim, fondi pensione).

L'imposta sostitutiva si paga sul risultato della gestione maturato in capo al fondo. La base imponibile (il risultato della gestione) è costituita dalla differenza tra il patrimonio netto del fondo rilevato dal prospetto relativo all'ultimo giorno dell'anno (aumentato dell'imposta sostitutiva accantonata, dei proventi 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).

Per determinare correttamente il valore unitario delle quote, la SGR calcola quotidianamente il risultato della gestione, e applica la relativa imposta. Nella sostanza, ogni giorno dovrà essere verificato l'incremento del patrimonio del fondo derivante dalle diverse componenti reddituali; su tale incremento dovrà essere applicata l'imposta sostitutiva che è contestualmente accantonata in apposita voce del passivo. In questo modo il valore della quota, che è pubblicato sui giornali, esprime un valore al netto delle imposte (*ndr per facilitare il confronto con fondi lordisti di altre giurisdizioni, Assogestioni propone un modello per il calcolo della quota lorda esposto in dettaglio al Capitolo 10*), pagate interamente dal fondo, con la conseguenza che il sottoscrittore non esercente attività d'impresa commerciale (es. la persona fisica, l'associazione non riconosciuta, la fondazione) non è tenuto ad alcun obbligo nei confronti del Fisco.

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

Se, per effetto delle operazioni di gestione, il risultato del fondo è negativo, e cioè si è verificato un decremento del valore del patrimonio rispetto a quello rilevato all'inizio del periodo d'imposta, tale risultato negativo - anch'esso determinato con la stessa periodicità con cui si procede al calcolo del valore della quota - fa sorgere in capo al fondo il diritto di portare in diminuzione il risultato medesimo dai risultati positivi successivamente conseguiti; in altri termini, sorge in capo al fondo un diritto a pagare in futuro meno imposte sui successivi incrementi patrimoniali. Tale diritto è nella sostanza un risparmio di imposta pari al 12,50 % del risultato negativo di gestione.

Ciò comporta, da un punto di vista operativo, che, a fronte del risultato negativo via via conseguito, la SGR accredita giornalmente al fondo un importo pari al 12,50 % del risultato negativo. Tale somma rappresenta di volta in volta un minor debito d'imposta del fondo comune, che decrementa il debito dell'imposta sostitutiva accantonata nel passivo del fondo (o aumenta il valore dell'attivo) e quindi determina un maggior valore della quota per il risparmiatore.

Se per effetto del perdurare dei risultati negativi via via conseguiti il credito d'imposta dovesse superare l'ammontare del debito d'imposta, la sommatoria dei successivi crediti d'imposta (che maturano in ragione dei risultati negativi) rappresenta un credito nei confronti dell'Erario.

Se, poi, al termine dell'esercizio il fondo evidenzia un risultato annuo della gestione nega-

tivo (e quindi una posizione di credito di imposte nei confronti dell'Erario), la SGR potrà utilizzare il relativo risparmio d'imposta (12,50% del risultato negativo maturato) in diminuzione, senza limiti temporali, dalle imposte dovute sul risultato di gestione positivo conseguito dal fondo nei successivi esercizi. In alternativa, se la SGR gestisce più fondi comuni, questa potrà accreditare il fondo creditore d'imposta di una somma pari all'ammontare del credito maturato; in tale ultima ipotesi l'importo da accreditare al fondo *minusvalente* dovrà essere prelevato dall'imposta sostitutiva dovuta da uno o più fondi *plusvalenti* gestiti dalla medesima SGR che hanno registrato rendimenti positivi e quindi debiti di imposta; la SGR dovrà quindi versare all'Erario, a partire dal 16 febbraio dell'anno successivo (in unica soluzione o ratealmente), soltanto la differenza tra l'ammontare delle imposte complessivamente dovute dai fondi *plusvalenti* che hanno conseguito un risultato positivo e l'ammontare delle imposte accreditate ai fondi *minusvalenti* che hanno conseguito un risultato negativo.

### **6.1.3** Il regime fiscale dei partecipanti

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

Quelli conseguiti dai soggetti non esercenti attività d'impresa commerciale (persone fisiche, enti non commerciali, fondazioni) sono esclusi da imposizione (perché il fondo ha già pagato tutte le imposte) mentre i proventi conseguiti dagli imprenditori (società commerciali, imprenditori individuali) sono imponibili soltanto al momento della loro

percezione. Tuttavia, in tale ultimo caso, per evitare una doppia imposizione dei proventi è riconosciuto un credito d'imposta che è pari al 15 % o al 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto ad imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%.

Il credito d'imposta concorre a formare la base imponibile dell'imposta personale (IRPEF o IRPEG) ed è successivamente detratto dall'imposta dovuta; il credito d'imposta, invece, non rileva ai fini IRAP.

Particolari disposizioni regolano l'individuazione della nozione di provento derivante dalla partecipazione a fondi comuni di investimento (cfr. art. 42, comma 4-bis, del TUIR). In sintesi, il provento è dato dalla differenza tra i valori delle quote rilevati (sui giornali) alla data dell'investimento e a quella del disinvestimento.

Eventuali commissioni pagate dai sottoscrittori (es. commissioni di sottoscrizione o rimborso) costituiscono redditi diversi di natura finanziaria e possono essere dedotte dalle plusvalenze realizzate dal contribuente per effetto del rimborso o della cessione di altre attività finanziarie eventualmente detenute (es. obbligazioni, azioni). Tale deduzione è consentita in dichiarazione dei redditi (semprechè sia compilato l'apposito quadro della dichiarazione ai fini dell'imposta sostitutiva sui capital gains) oppure presso l'intermediario finanziario che regola le operazioni di cessione o rimborso dei titoli, ma a condizione che il contribuente abbia optato per il regime del risparmio amministrato.

Se invece le quote o azioni sono oggetto di una gestione individuale di patrimoni per la quale trovano applicazione le disposizioni sul risparmio gestito, la deduzione delle minusvalenze è effettuata dal gestore semprechè vi siano redditi che concorrono a for-

mare il risultato della gestione.

Il regime tributario delle SICAV e dei fondi comuni c.d. "lussemburghesi storici", sia sotto il profilo della tassazione del fondo sia dei proventi percepiti dai partecipanti, è identico a quello previsto per i fondi comuni aperti.

### 6.2 Fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso

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

### 6.3 Proventi conseguiti da soggetti non residenti

La legge prevede specifiche disposizioni per i proventi conseguiti da soggetti non residenti che acquistano quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto italiano. Queste disposizioni però riguardano soltanto i soggetti che non risiedono in paesi o territori a regime fiscale privilegiato e a condizione che detti paesi attuino uno scambio di informazioni con l'Amministrazione finanziaria italiana (paesi appartenenti alla *white list*).

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

- a) conseguono dal fondo i proventi al netto dell'imposta sostitutiva dovuta dal fondo e ricevono una somma corrispondente al 15 % dei proventi erogati dal fondo (o dalla SICAV) che ha pagato l'imposta sostitutiva;

- b) sottoscrivono fondi italiani specificamente dedicati a soggetti non residenti che non sono sottoposti ad imposta sostitutiva sul risultato della gestione.

## 6.4 Fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero

Per quanto riguarda il regime tributario dei proventi delle quote di fondi (o SICAV) esteri commercializzati nel territorio dello Stato, è previsto che sui proventi si applichi una ritenuta del 12,50% al momento della percezione. La ritenuta è applicata dall'intermediario residente incaricato del pagamento dei proventi medesimi, oppure del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni collocate in Italia.

Per i fondi armonizzati (e cioè conformi alle direttive CEE) collocati in Italia la ritenuta è a titolo d'imposta se i proventi non sono relativi a quote o azioni appartenenti ad imprese commerciali (es. persone fisiche ed enti non commerciali) mentre è a titolo d'acconto in tutti gli altri casi (es. per le società di capitali).

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

Per equiparare l'imposizione dei proventi dei fondi comunitari (che avviene applicando la ritenuta del 12,50% soltanto al momento della percezione) con quella dei proventi dei fondi italiani (che avviene di anno in anno in ragione del 12,50% del risultato positivo della gestione), è previsto che, se i proventi sono conseguiti decorsi dodici mesi dalla data di sottoscrizione o di acquisto delle quote, trova applicazione l'*equalizzatore* che il Ministero delle Finanze ha fissato con apposito decreto

(decreto del 4 agosto 2000). Tale correttivo si rende applicabile ai proventi di capitale percepiti a partire dal 1° gennaio 2001.

L'*equalizzatore*, come chiarito dal Ministero delle finanze, non si applica ai proventi percepiti nell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale e, in nessun caso, ai proventi distribuiti in costanza di partecipazione al fondo. Qualora i proventi dei fondi esteri siano conseguiti direttamente all'estero senza, quindi, applicazione della ritenuta, essi devono essere sempre indicati dal contribuente nella dichiarazione annuale dei redditi e scontano le imposte secondo i regimi propri. In particolare, per quanto concerne i proventi percepiti al di fuori dell'esercizio di un'attività d'impresa commerciale:

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

## 6.5 Fondi comuni di investimento immobiliare

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

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

### 6.6 L'imposta di successione e donazione

---

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

Per determinare la parte di valore sulla quale è dovuta l'imposta di successione, gli eredi possono richiedere alla società di gestione o alla SICAV un'apposita certificazione dalla quale risulti la porzione di valore della quota che non è soggetta ad imposta.

Per quanto riguarda invece l'imposta sulle donazioni non sono previste riduzioni di base imponibile. Pertanto la donazione di quote di fondi comuni di investimento è assoggettata ad imposta sulle donazioni per l'intero valore delle quote.

Si ricorda che sia in caso di successione sia in

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

### 6.7 Gli adempimenti IVA previsti per le imprese

---

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

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

**Tab 6.1: Oicvm Italiani**

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

(\*) Se le quote di OICVM sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti; per evitare la doppia imposizione personale sui proventi (che potrebbe avvenire perché il fondo eroga proventi al netto delle ritenute e delle imposte subite) è riconosciuto un credito d'imposta del 15% o del 36,98% a seconda della parte di provento riferibile al risultato della gestione soggetto a imposta sostitutiva nella misura del 12,50% o del 27%. Il credito d'imposta concorre alla formazione della base imponibile ed è scomputato dall'imposta personale dovuta; il credito d'imposta non rileva ai fini IRAP.

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

Caratteristiche	Fondi comuni	Le SICAV
Posizione del risparmiatore Trattamento fiscale	Titolare della quota Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del collocamento in Italia preleva una ritenuta del 12,50 % sui proventi periodici e sui redditi di capitale compresi nella differenza tra il prezzo di riscatto (o vendita) ed il prezzo di sottoscrizione (o acquisto)(*). Le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono deducibili dalle plusvalenze realizzate su altre attività finanziarie detenute dal contribuente con le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).	Azionista Come i fondi
Indicazione del provento nel modello UNICO	No, ma soltanto se il provento è stato assoggettato a ritenuta, altrimenti deve essere inserito nella dichiarazione dei redditi nel quadro RM.	No

(\*) La ritenuta è a titolo d'acconto per i proventi delle quote o azioni relative all'attività d'impresa commerciale; è a titolo d'imposta in ogni altro caso. In quest'ultimo caso sui proventi diversi da quelli periodici, se conseguiti decorsi 12 mesi dalla data di sottoscrizione o acquisto della quota, trova applicazione il correttivo dell'*equalizzatore*.

**Tab 6.3: OICVM non conformi alle direttive comunitarie collocati in Italia (con prospetto)**

Caratteristiche	Fondi comuni	Le SICAV
Posizione del risparmiatore Trattamento fiscale	Titolare della quota Le imposte sono pagate dal sottoscrittore al momento della percezione del provento. Il soggetto incaricato del collocamento in Italia preleva una ritenuta del 12,50 % sui proventi periodici e sui redditi di capitale compresi nella differenza tra il prezzo di riscatto (o vendita) ed il prezzo di sottoscrizione (o acquisto)(*). Le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono deducibili dalle plusvalenze realizzate su altre attività finanziarie detenute dal contribuente con le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito)	Azionista Come i fondi
Indicazione del provento nel modello UNICO	Si, nel quadro RI	Si

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

**Tab 6.4: Fondi comuni di investimento immobiliare**

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

(\*) Se le quote del fondo sono sottoscritte nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, i proventi sono soggetti ad imposta nell'esercizio in cui vengono percepiti; per evitare la doppia imposizione personale sui proventi (che potrebbe avvenire perché il fondo eroga proventi al netto delle ritenute e delle imposte subite) è riconosciuto un credito d'imposta del 20 %. Il credito d'imposta concorre alla formazione della base imponibile ed è scomputato dall'imposta personale dovuta; il credito d'imposta non rileva ai fini IRAP.

## I SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI ITALIANI

L'indagine Assogestioni, giunta oramai al suo quarto anno, mostra le caratteristiche degli investitori che detengono quote di fondi comuni aperti di diritto italiano a fine 1999, in particolare le caratteristiche dei sottoscrittori che hanno investito direttamente in quote di fondi comuni, mentre non vengono evidenziate le caratteristiche di coloro che hanno investito in fondi attraverso le gestioni patrimoniali. Per sottolineare l'evoluzione e le variazioni occorse tra la rilevazione di fine 1998 e quella attuale è stato definito un campione chiuso composto da 27 società per il 1998 e da 26

società per il 1999 a causa di una incorporazione verificatasi nel 1998. La numerosità delle osservazioni disponibili per le diverse variabili (numero di osservazioni disponibili su numero di sottoscrittori complessivo) quali quelle relative al sesso, all'età e alla residenza è superiore al 90%; unica eccezione è data dalla variabile professione che è disponibile solamente per il 19,8% dei sottoscrittori analizzati. Si ricorda che la classificazione dei fondi comuni è variata nel 1999 a seguito dell'introduzione dell'euro; per un confronto temporale i dati del 1998 sono stati riclassificati.

**Tab 7.1: Schema delle caratteristiche del campione chiuso**

Numero di sottoscrittori:	1998	1999
di cui persone fisiche	5.973.495	6.747.097
di cui persone giuridiche	n.s.	n.s.
Patrimonio:		
Patrimonio analizzato (mil. euro)	277.177	356.450
delle persone fisiche	223.467	266.486
delle persone giuridiche	53.650	91.964
In % sul patrimonio complessivo	74%	75%
Numero di società di gestione:	27	26
Valori medi delle persone fisiche che detengono quote di fondi comuni:		
Età media	51	52
Numero medio di fondi detenuti	2.0	2.2
Investimento medio	38.519 euro	39.471 euro
% Patrimonio detenuto in:		
Fondi Azionari	19,17 %	28,58 %
Fondi Bilanciati	21,56 %	28,22 %
Fondi Obbligazionari	42,39 %	24,72 %
Fondi Obbligazionari a B/T	16,88 %	18,48 %

Per fornire un quadro temporalmente più ampio sull'evoluzione delle caratteristiche dei sottoscrittori vengono inoltre allegare alcune tavole storiche riassuntive del comportamento tenuto dagli investitori negli ultimi quattro anni (dal 1996 al 1999). In questo caso, i dati presentati si riferiscono ad un campione aperto costituito ogni anno sulla base del numero di Società che hanno partecipato all'indagine.

### 7.1 Chi sono i sottoscrittori?

Sono gli uomini i principali sottoscrittori di fondi comuni, a loro nome è intestato, o cointestato, il 59,5% dei conti aperti presso le società di gestione. La percentuale di donne che investe nei fondi è sostanzialmente stabile, rispetto all'anno precedente, ma, se confrontata con i dati del 1997, è in aumento di circa il 3,5% sia in termini di numerosità sia in termini di ammontare investito.

Gli uomini oltre ad essere i più numerosi sono anche quelli che detengono il 63,4% del patrimonio analizzato.

Verificando gli importi mediamente investiti si osserva che il 30,6% delle donne analizzate contro il 28% degli uomini detiene investimenti ricompresi tra i 5.000 e le 15.000 euro. Differenze meno significative si osservano per

tutte le altre classi di investimento.

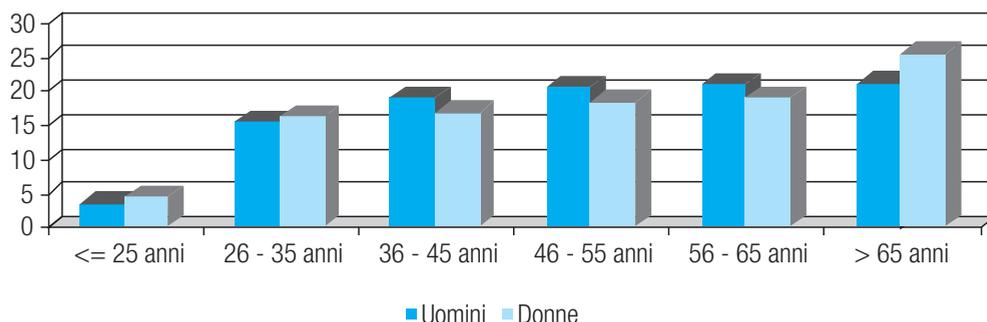
Per quanto riguarda il numero di fondi, invece, entrambe le tipologie detengono principalmente un unico fondo, ma con percentuali differenti: 58,7% uomini contro il 62,3% donne. Nonostante la diversa numerosità di investitori uomini e donne all'interno del campione si può desumere che non esistono differenze sostanziali nel comportamento tra i due sessi se si considerando esclusivamente le variabili relative all'ammontare investito e al numero di fondi detenuto.

Diversità si osservano invece suddividendo i sottoscrittori per regioni geografiche. Analizzando la presenza femminile all'interno del territorio italiano si verifica una maggior presenza di investitori donne nell'area Nord-Ovest, con percentuali superiori del 7-10% rispetto alla presenza delle stesse in alcune regioni del Centro e del Sud.

Rispetto al 1998, la regione che ha visto incrementare in misura maggiore il peso assunto da questi sottoscrittori è il Trentino Alto Adige (dal 37% al 39,3 %).

I fondi prescelti da queste due tipologie di investitori sono invece differenti, ma le distinzioni diminuiscono gradatamente negli anni. Si osserva sempre una maggior propensione degli uomini verso l'acquisto di fondi aziona-

Fig 7.1: Ripartizione dei sottoscrittori per età e per sesso



ri: il 41% degli stessi investe in fondi azionari il 41% delle risorse destinate verso i fondi comuni, mentre il 44,6% delle donne investe nei fondi obbligazionari il 46,3% delle proprie risorse. I fondi bilanciati vengono prescelti principalmente dalle donne che investono negli stessi il 30,1% del loro patrimonio; gli uomini ne detengono ammontari comunque simili (27,1% delle loro risorse).

**7.2 Dove risiedono i sottoscrittori?**

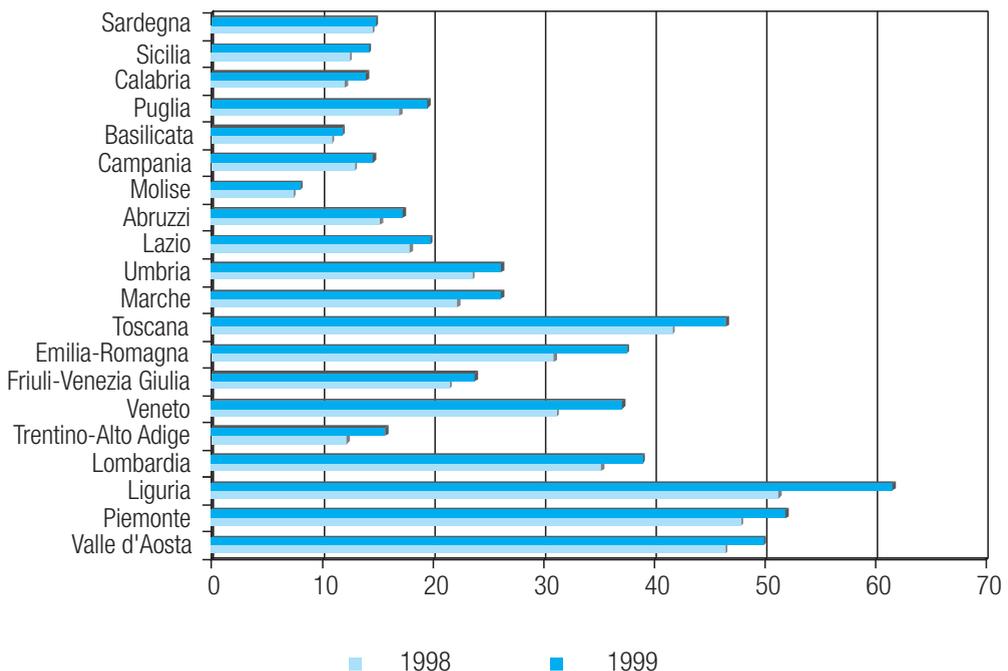
Il numero di sottoscrittori continua a crescere ogni anno sebbene non agli stessi ritmi registrati nelle rilevazioni precedenti. A fine 1999, ipotizzando che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare, quasi una famiglia su tre detiene un investimento in fondi comuni. A fine 1998 un investimento in fondi comuni era effettuato da una famiglia su quattro.

A livello territoriale non si osserva però una penetrazione del prodotto fondo omogenea: nelle regioni del Nord-Ovest il tasso medio di penetrazione è il 45,6% (il record lo detiene la Liguria con il 61,6%), nelle regioni del Nord-Est tale tasso è il 33,9%, nel Centro è del 29,9%, mentre nelle regioni del Sud è del 16% e nelle Isole è intorno al 14,5%.

I valori più bassi registrati in alcune regioni possono trovare spiegazione nell'assenza dall'indagine di alcune società la cui clientela obiettivo era situata proprio in queste regioni e nella diversa distribuzione delle variabili reddito/risparmio all'interno del territorio italiano.

Se si analizzano i sottoscrittori sulla base del patrimonio da questi detenuto si osserva, come negli anni precedenti, che i sottoscrittori residenti in Lombardia e nel Piemonte detengono il 40% del patrimonio complessi-

**Fig 7.2: Famiglie che detengono quote di fondi comuni (dati in percentuale)**



vo; valore comunque leggermente in diminuzione, soprattutto per la regione Lombardia, rispetto a quello fatto registrare negli anni precedenti. Gli investitori residenti in Lazio, Emilia-Romagna, Veneto, Toscana, Liguria detengono invece ammontari tra il 6 e il 9%; mentre valori inferiori al 6% si riscontrano nelle rimanenti regioni.

### 7.3 Che età hanno i sottoscrittori?

I sottoscrittori dei fondi comuni hanno un'età media abbastanza elevata e sempre in continua crescita rispetto alla rilevazioni precedenti. La classe più numerosa è quella degli investitori con più di 65 anni che rappresenta da sola il 22,5% dei sottoscrittori complessivi. L'ammontare investito nei fondi è correlato all'età dei sottoscrittori: per i sottoscrittori appartenenti alla fascia giovanile (dai 26 fino a 35 anni) predominano gli investimenti inferiori a 15.000 euro, per quelli più maturi gli stessi sono tra i 15.001 e i 25.000 euro, mentre per gli investitori più anziani gli importi

investiti si collocano nelle fasce più elevate (superiore ai 25.001 euro). Così come per gli importi investiti anche la diversificazione in fondi aumenta al crescere dell'età ad eccezione della classe dei sottoscrittori ultra 65-enni le cui preferenze sono molto simili a quella dei giovani: l'investimento in un unico fondo comune è compiuto dal 62% degli stessi. Anche la tipologia di fondi detenuti è influenzata dall'età dei sottoscrittori. L'investimento nei fondi azionari aumenta fino a quando il risparmiatore ha meno di 45 anni, complementare a questo investimento è quello effettuato nei fondi bilanciati e obbligazionari. Rispetto al 1998 si verifica una riallocazione degli investimenti da parte delle diverse classi d'età verso i fondi azionari e bilanciati a discapito dei fondi obbligazionari che investono principalmente nei mercati europei.

Dall'analisi territoriale si osservano ulteriori differenze. Nelle regioni del Nord-Ovest predominano i sottoscrittori più anziani, circa il 25% degli investitori ha più di 65 anni, mentre nelle regioni del Centro e del Sud, sono

Fig 7.3: Investimento in fondi comuni per età (dati in percentuale)

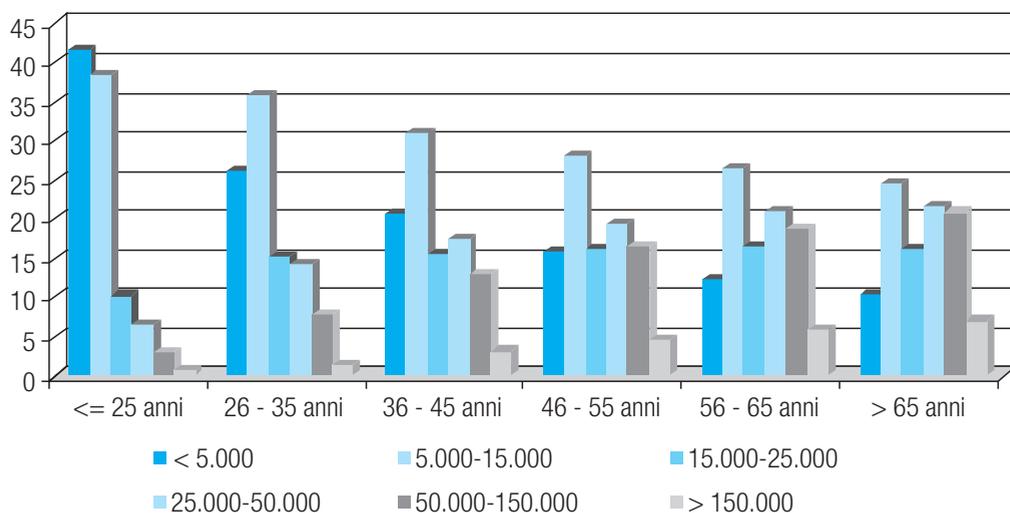
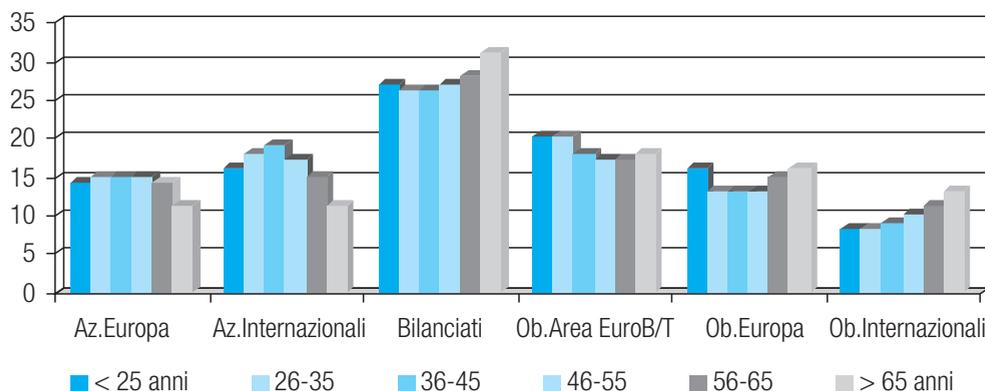


Fig 7.4: Caratteristiche degli investimenti prescelti (dati in percentuale)



maggiormente presenti individui di età compresa tra i 36 e i 45 anni; anche in queste regioni si osserva un incremento del numero di individui di età più elevata.

#### 7.4 Che attività svolgono i sottoscrittori?

Le professioni principali esercitate dai sottoscrittori di quote di fondi comuni d'investimento sono rappresentate dagli impiegati

(38%) e dai pensionati (32,4%).

Queste categorie rappresentano da sole più del 65% del patrimonio complessivamente analizzato per questa variabile che, si ricorda, rispecchia solo le caratteristiche del 19,8% degli individui totali.

Osservando la tipologia di fondi prescelti e il patrimonio in essi destinato si possono suddividere i sottoscrittori in investitori più o meno propensi al rischio/rendimento (Tab 7.2). Rispetto al 1998 si nota che il ribilanciamento

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

	Fondi azionari		Fondi obbligazionari	
	Tipologia scelta	Patrimonio detenuto	Tipologia scelta	Patrimonio detenuto
Investitori più propensi al rischio/rendimento				
Libero professionista	66,64	62,53	33,36	37,47
Dirigente	65,26	58,21	34,74	41,79
Investitori meno propensi al rischio/rendimento				
Impiegato	55,28	45,44	44,72	54,56
Operaio	54,28	42,70	45,72	57,30
Docente/Insegnante	53,51	43,21	46,49	56,79
Agricoltore	50,38	41,00	49,62	59,00
Disoccupato	49,01	43,92	50,99	56,08
Pensionato	42,99	30,64	57,01	69,36

dei portafogli individuali verso investimenti caratterizzati da fattori rischi/rendimenti più elevati ha interessato tutte le categorie di lavoratori. Si è assistito ad un generale incremento degli ammontari investiti nei fondi azionari: nel 1998 i sottoscrittori più propensi al rischio investivano negli stessi tra il 30-40% del proprio portafoglio, mentre a fine 1999 gli stessi ne detenevano tra il 50 e il 60% del loro portafoglio.

Anche tra gli investitori meno propensi al rischio si osserva un incremento dell'ammontare investito in fondi azionari: mediamente del 19% per classe degli impiegati e degli operai e solo del 5% per i pensionati.

### 7.5 Qual è l'importo detenuto dai sottoscrittori?

A fine '99 la classe di sottoscrittori più numerosa è quella che investe in fondi comuni importi inferiori a 15.000 euro; questa classe rappresenta però solo il 7,9% del patrimonio complessivamente investito in fondi. È invece il 4% di sottoscrittori, rappresentanti gli investitori con investimenti superiori a 150.000 euro, a rappresentare il 36,5% del patrimonio.

La suddivisione dei sottoscrittori evidenziata non si discosta da quella rilevata nell'anno precedente, ad eccezione di un leggero incremento del peso dei sottoscrittori che investono più di 150.000 euro in Valle d'Aosta, in Piemonte, in Campania e all'Estero.

Si può inoltre evidenziare che:

- il 25,3% dei sottoscrittori residenti in Toscana e il 22,1% di quelli del Veneto detengono fondi per importi inferiori a 5.000 euro (la media nazionale in questa classe di reddito è pari al 17,4%);
- il 18,6% dei sottoscrittori residenti in Campania e il 24% di quelli residenti all'Estero detengono fondi per importi compresi tra i 50.000 e i 150.000 euro (la media nazionale in questa classe di investimento è pari al 15,2%).

La tipologia dei fondi detenuti dai sottoscrittori varia in relazione all'importo investito. Ad eccezione dei risparmiatori con investimenti inferiori ai 5.000 euro si osserva una crescita degli investimenti in fondi azionari e una diversificazione internazionale crescente all'aumentare dell'importo investito in fondi comuni. Rispetto alle altre classi, i piccoli investitori sono caratterizzati dalla più

**Fig 7.5: Sottoscrittori per classi di importo detenuto (dati in percentuale)**

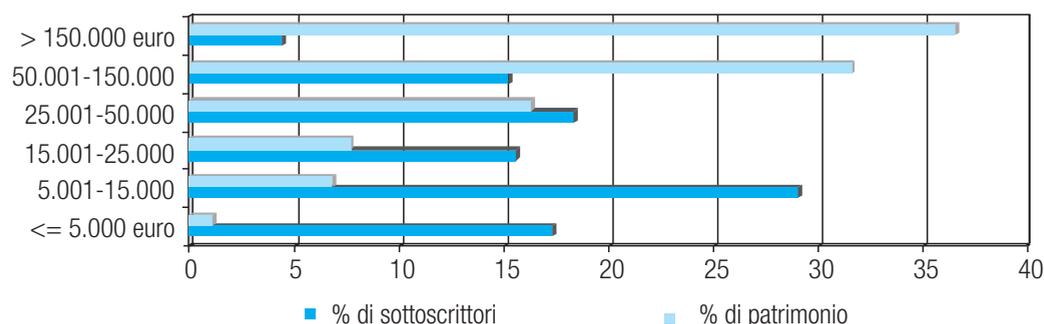
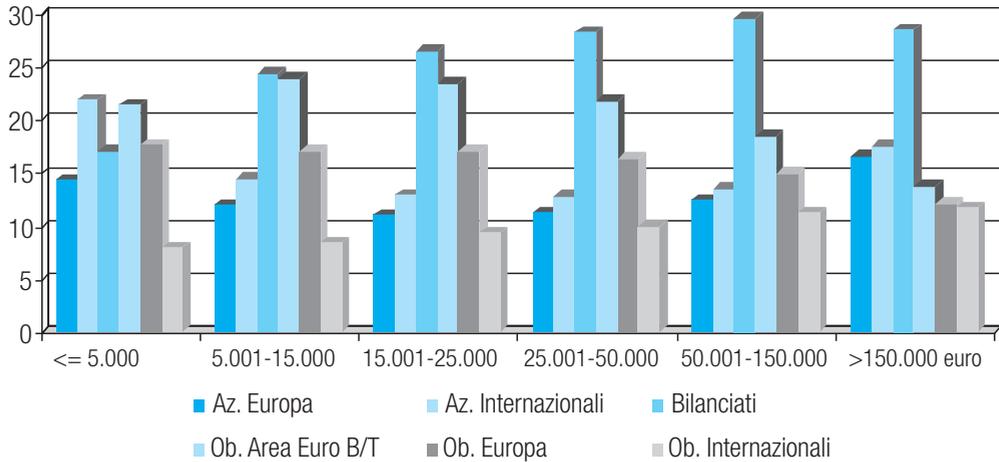


Fig 7.6 : Importo detenuto e scelte di investimento effettuate (dati in percentuale)



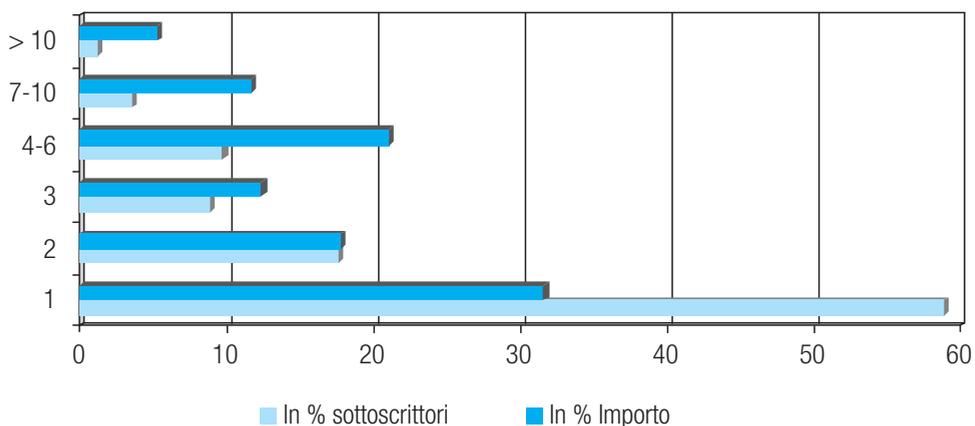
elevata quota destinata a fondi che investono i mercati specializzati e da una minor quota verso i prodotti “bilanciati”.

**7.6** Quanti fondi detengono i sottoscrittori?

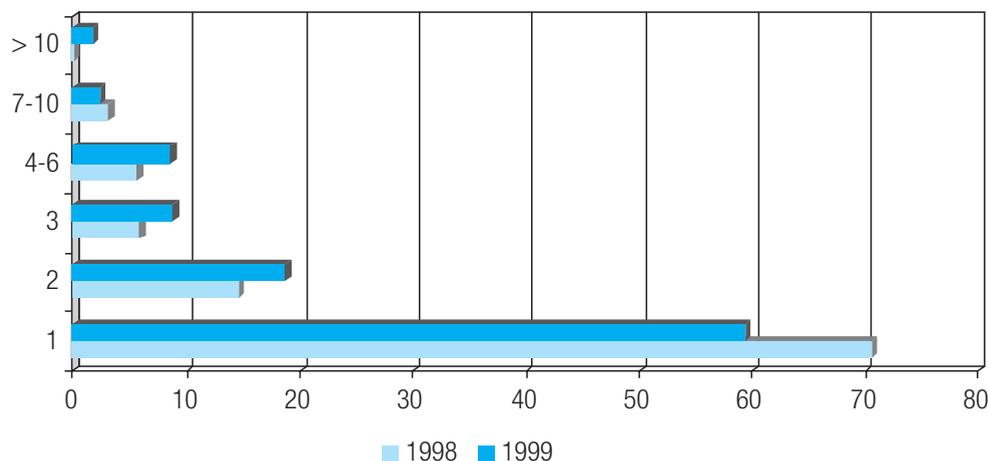
A fine 1999 il numero di fondi detenuto da ogni sottoscrittore è indicato in fig 7.7.

Permane ancora un’elevata incidenza nell’investimento in un unico fondo comune, più del 69% dei sottoscrittori entrati nel 1999 ha infatti acquistato, nell’ambito della stessa società di gestione, un unico fondo comune. Gli stessi sottoscrittori, però, negli anni successivi diversificano i propri investimenti acquistando altre tipologie di fondi: il grafico seguente mostra infatti questa situazione per i

Fig 7.7 : Numero di fondi e ammontare investito a fine 1999 (dati in percentuale)



**Fig 7.8 : Numero di fondi detenuti da sottoscrittori entrati nel 1998 (dati in percentuale)**



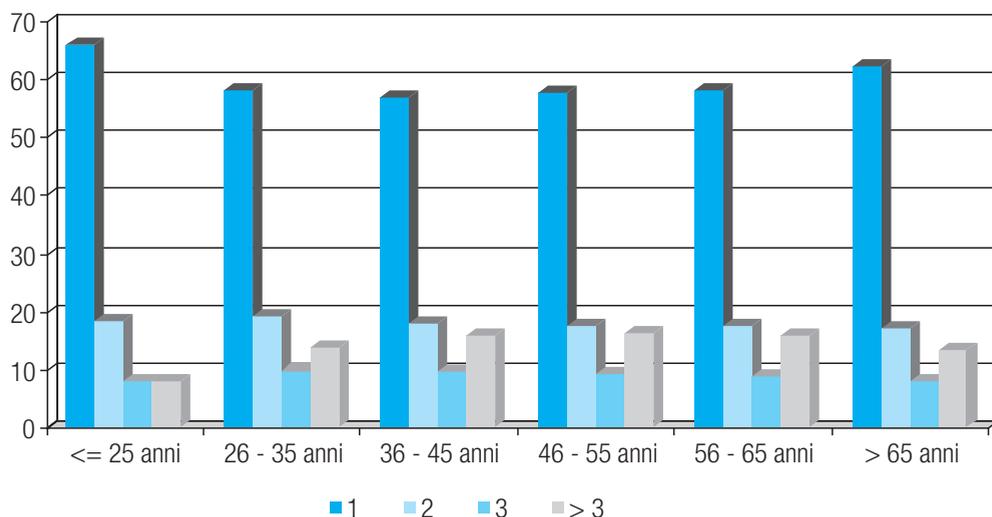
sottoscrittori che hanno effettuato la loro prima sottoscrizione nel 1998.

La scelta della sottoscrizione di un unico fondo dipende inoltre dall'ammontare complessivamente investito in questo tipo di prodotto. L'importo inizialmente sottoscritto da chi è

entrato nel 1999 è per il 56% dei casi inferiore a 15.000 euro; si può quindi desumere che per importi di questo genere non è sentita l'esigenza di diversificare l'ammontare investito in più fondi.

Anche l'età dei sottoscrittori sembra influire

**Fig 7.9: Numero di fondi detenuti in base all'età (dati in percentuale)**



sul numero di fondi. Mentre i giovani e gli anziani detengono principalmente un unico fondo, le fasce d'età intermedie diversificano maggiormente i loro investimenti.

Rispetto al 1998 si osserva una variazione nelle preferenze degli investitori di età inferiore ai 25 anni, è infatti aumentato del 3% il numero di sottoscrittori che detengono due fondi e il numero di sottoscrittori che detengono tre fondi.

Per le altre classi di età le scelte sono rimaste pressochè immutate.

### 7.7 Come vengono sottoscritti i fondi?

La sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento può avvenire attraverso un versamento in unica soluzione o tramite dei piani programmati di accumulo, detti anche PAC.

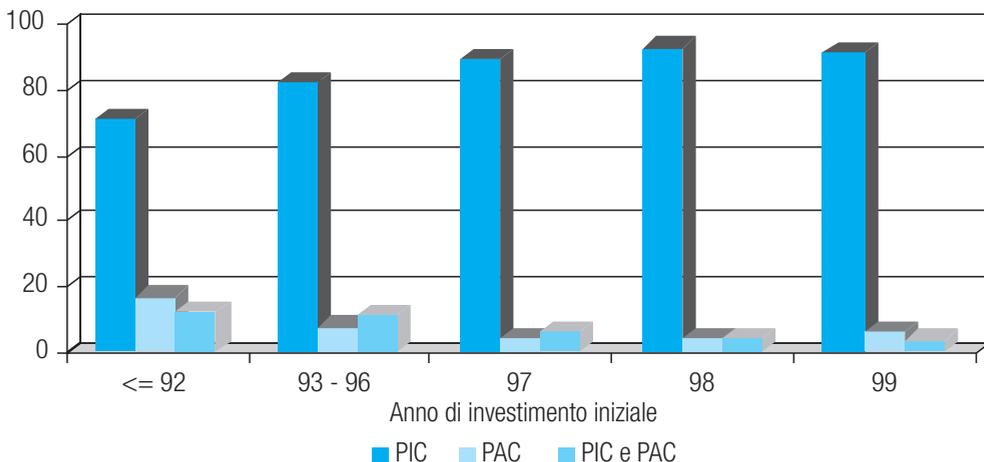
La prima modalità è quella preferita inizial-

mente dal 90,7% dei nuovi investitori. Si osserva comunque che il peso dei sottoscrittori che sono entrati inizialmente in un fondo comune con versamenti rateali (solamente PAC o in contemporanea ad investimenti in un'unica soluzione) aumenta nel tempo.

Le caratteristiche proprie dell'investimento tramite piani di accumulo permettono inoltre di individuare nei giovani la tipologia di clientela primaria a cui è destinato principalmente questo servizio.

I dati confermano infatti che il 13,2% degli individui di età inferiore ai 35 anni acquista un fondo tramite sottoscrizione di piani di accumulo, mentre l'8,1% lo acquista tramite versamenti secondo una modalità mista (sia in un'unica soluzione sia in piani di accumulo); al contrario i sottoscrittori di età superiore ai 46 anni sottoscrivono quasi esclusivamente (90%) con versamenti in un'unica soluzione.

Fig 7.10: Modalità di sottoscrizione in relazione all'anno di investimento iniziale (dati in percentuale)

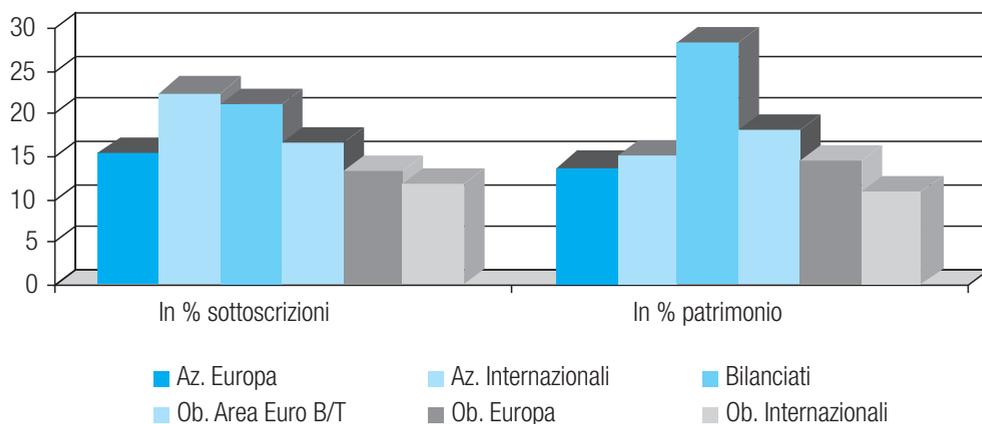


## 7:8 Che tipo di fondi vengono sottoscritti?

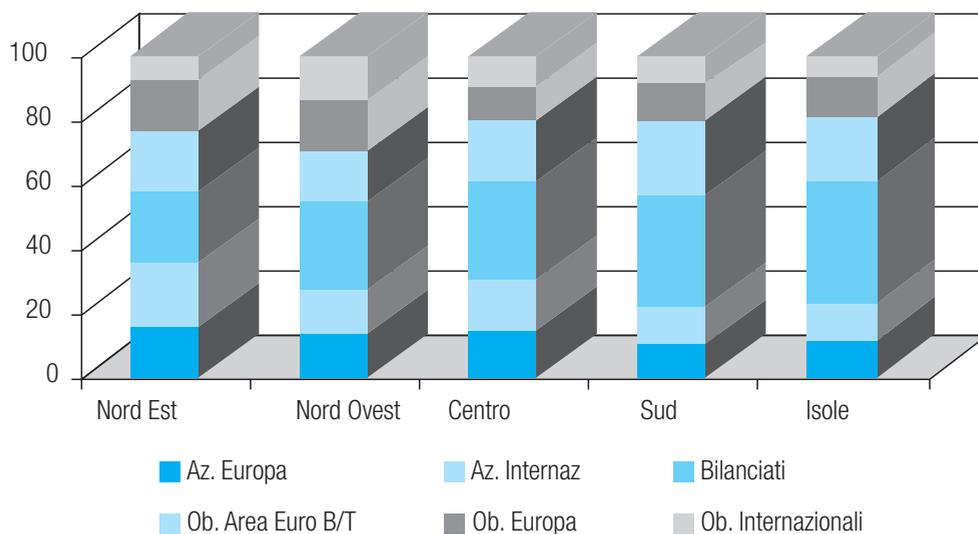
A fine dicembre 1999 i fondi bilanciati, intendendo per tali tutte le tipologie di pro-

dotti che demandano al gestore la scelta della ripartizione tra investimenti in azioni e in obbligazioni, sono i prodotti maggiormente detenuti a fine anno, in termini di patrimonio in essi investito, mentre i fondi azionari

**Fig 7.11: Caratteristiche dei fondi detenuti a dicembre 1999 (dati in percentuale)**



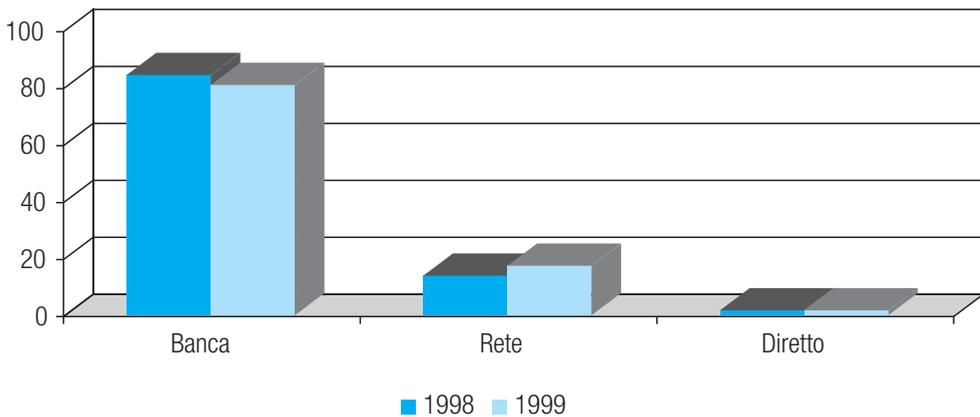
**Fig 7.12: Patrimonio detenuto per area geografica e per tipologia (dati in percentuale)**



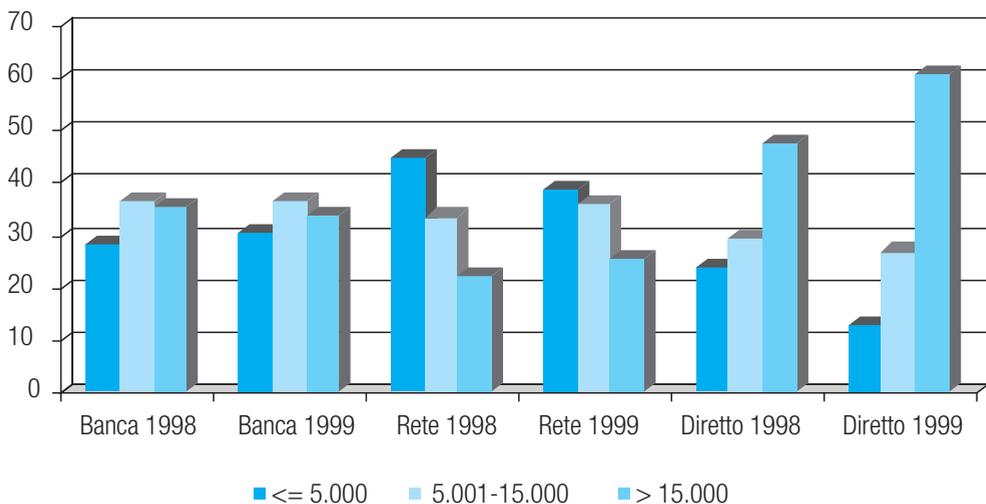
internazionali sono i prodotti, in termini di numerosità, maggiormente sottoscritti. Escludendo la categoria dei fondi bilanciati dove le caratteristiche proprie della categoria non consentono di evidenziare la componente domestica e internazionale degli investimenti, si può notare che l'investimento nei fondi internazionali viene principalmen-

te scelto dagli investitori residenti nel Nord-Est dove il 37% delle sottoscrizioni complessive vengono destinate in questi fondi. Tuttavia le risorse investite in prodotti appartenenti a questa tipologia, circa il 27% di quelle complessive, sono simili sia per gli investitori del Nord-Est sia per quelli del Nord-Ovest.

**Fig 7.13: Patrimonio detenuto per canale di vendita (dati in percentuale)**



**Fig 7.14: Canali di vendita e importo delle sottoscrizioni (dati in percentuale)**



### 7.9 Chi vende i fondi comuni?

A fine '99 il 77,5% dei fondi comuni risulta collocato attraverso il sistema distributivo bancario, l'1,5% in meno rispetto a quanto registrato nel 1998. Il canale rappresentato dalle reti è quindi cresciuto sia in termini di sottoscrizioni (+ 1,5%) sia in termini di controvalore detenuto a fine periodo (+3,5%). A livello territoriale il sistema distributivo bancario è comunque ancora preponderante, non si osservano infatti aree in cui le sottoscrizioni effettuati attraverso le reti di vendita o il sistema diretto siano prevalenti. Solamente in alcune province del Trentino-Alto Adige e Molise il divario tra le sottoscrizioni effettuate attraverso i due canali diminuisce.

Alcune differenze si possono invece osservare nell'ammontare delle sottoscrizioni affluite ai diversi sistemi distributivi:

- nelle reti il 38,7% delle sottoscrizioni è di importo inferiore ai 5.000 euro,
- nelle banche il 36,2% delle sottoscrizioni è di importo compreso tra i 5.001 e i 15.000 euro,
- nel sistema diretto l'11,7% delle sottoscrizioni è di importo superiore ai 150.000 euro.

# LA CLASSIFICAZIONE ASSOGESTIONI DEI FONDI COMUNI E DEI FONDI PENSIONE

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

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

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

## La classificazione dei fondi comuni

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

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

- **Azionari**
- **Bilanciati**
- **Obbligazionari**

- **Liquidità**
- **Flessibili**

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

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

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

### 8.1.2 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:** mercato di quotazione, mercato dell'emittente e specializzazione settoriale
- **Bilanciati:** proporzione della componente azionaria
- **Obbligazionari:** valuta di denominazione e duration del portafoglio

- **Liquidità:** valuta di denominazione, merito di credito dell'emittente e duration del portafoglio
- **Flessibili:** nessun fattore di rischio comune

### Fondi azionari

---

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da:

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

Il tipo di investimento principale attribuisce il nome alla categoria.

Le categorie azionarie sono:

- **Azionari Italia**
- **Azionari area euro**
- **Azionari Europa**
- **Azionari America**
- **Azionari Pacifico**
- **Azionari paesi emergenti**
- **Azionari internazionali tutti i settori (TS)**
- **Azionari internazionali nuove tecnologie e telecomunicazioni (NTT)**
- **Azionari altre specializzazioni**

Note:

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

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

- I fondi azionari internazionali TS e NTT investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni con emittente/mercato di quotazione qualunque. Inoltre, per la sola categoria NTT, è richiesto che l'investimento principale sia specializzato nei seguenti settori ("industry groups") congiuntamente definiti da MSCI e S&P nell'ambito del GICS (Global Industry Classification Standard): pharmaceuticals & biotechnology (GICS 3520), software & services (GICS 4510), technology hardware & equipment (GICS 4520), telecommunication services (GICS 5010).
- Per i fondi azionari altre specializzazioni l'investimento principale è specializzato nei settori discrezionalmente definiti dal loro regolamento.
- Per tutti i fondi azionari l'eventuale copertura del rischio di cambio va effettuata esclusivamente nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.

### Fondi bilanciati

---

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

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

## Fondi obbligazionari

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

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

Note:

- I fondi obbligazionari misti possono detenere fino al 20% del portafoglio in azioni, inoltre, insieme ai fondi obbligazionari internazionali, non sono vincolati a specifiche aree valutarie.
- I fondi obbligazionari area euro si differenziano tra breve e medio/lungo termine sulla base della duration del rispettivo portafoglio (minore o uguale a due anni i primi, superiore i secondi).
- L'area valutaria dollaro comprende le divise di Stati Uniti d'America, Canada, Australia e Nuova Zelanda.
- I fondi obbligazionari area euro e Europa investono l'intero portafoglio in obbligazioni e liquidità denominate nella valuta di definizione (euro i primi, una qualunque divisa europea i secondi). Per i fondi obbligazionari delle altre aree valutarie si richiede che l'investimento nella valuta di defini-

zione sia almeno pari al 90% (dollaro e yen) e al 70% (paesi emergenti) del portafoglio e che l'investimento residuale sia denominato in euro.

- I fondi obbligazionari altre specializzazioni si specializzano secondo quanto definito nel loro regolamento.
- I fondi obbligazionari paesi emergenti investono in obbligazioni e liquidità denominate in qualunque divisa di paesi emergenti oppure con emittente appartenenti a tali paesi (a prescindere quindi dalla divisa). Per tutte le altre categorie, per le quali vige solamente un vincolo valutario, il gestore valuta la rischiosità relativa dell'emittente in relazione al mercato di definizione.
- Per tutti i fondi obbligazionari l'eventuale copertura del rischio di cambio va effettuata esclusivamente in euro.

## Fondi di liquidità

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

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

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

Di queste tre categorie solamente la prima risulta istituita e attivata. Le altre due non sono anco-

ra state attivate per insufficienza del numero di fondi che hanno richiesto di collocarvi.

### Fondi flessibili

---

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

#### 8.1.3 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 *virtuale* nel titolo sottostante e compensando opportunamente le eventuali posizioni simmetriche rispetto al rischio su uno stesso strumento. Quindi i contratti futures vanno valorizzati al loro valore nominale con il segno algebrico opportuno (acquisti o vendite) mentre le opzioni e le note strutturate vanno valorizzate al valore corrente delle attività sottostanti moltiplicato per il delta. Ad esempio un'opzione call con sottostante una certa quantità di azioni  $x$  con valore corrente pari a 100 milioni di euro e delta pari a 0.7, va valutata alla stregua di un investimento diretto in azioni  $x$  per 70 milioni di euro. Ancora, l'acquisto di futures sul titolo  $y$  per un prezzo pari a 50 milioni di euro vanno valutate alla stregua di un investimento diretto in azioni  $y$  di pari importo.

##### Il calcolo della duration

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

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

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

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

#### 8.1.4 Regole per l'istituzione e l'attivazione di nuove categorie

---

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

- Azionari Italia nuove tecnologie e telecomunicazioni (NTT)
- Azionari Europa nuove tecnologie e telecomunicazioni (NTT)
- Fondi di liquidità area dollaro
- Fondi di liquidità area yen

**Tab 8.1: Classificazione Assogestioni dei fondi comuni e delle SICAV**

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

## La classificazione dei fondi pensione

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

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

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

- con garanzia di capitale
- con garanzia di rendimento

Per quanto riguarda le regole per la valorizza-

zione del portafoglio ai fini del rispetto dei limiti di categoria e quelle per l'istituzione e l'attivazione di nuove categorie, vale quanto stabilito per i fondi comuni.

## Procedure di attribuzione e di modifica della categoria

Ogni società di gestione associata, che inizia il collocamento di un nuovo fondo comune oppure un nuovo fondo pensione, è tenuta a comunicare all'Assogestioni la categoria in cui ha deciso di collocare il nuovo prodotto. Successivamente, è possibile modificare la categoria di appartenenza in occasione di due sessioni annuali ordinarie:

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

**Tab 8.2: Classificazione delle linee di investimento dei fondi pensione aperti**

Categorie*	Azioni (%)	Tipologia investimento
Azionari	≥70%	Obiettivi di investimento come da regolamento del fondo
Bilanciati Azionari	50-90%	Obiettivi di investimento come da regolamento del fondo
Bilanciati	30-70%	Obiettivi di investimento come da regolamento del fondo
Bilanciati Obbligazionari	0-50%	Obiettivi di investimento come da regolamento del fondo
Obbligazionari	0%	Solo titoli obbligazionari e liquidità; duration del portafoglio ≥ 1 anno
Monetari	0%	Solo titoli obbligazionari e liquidità; duration del portafoglio ≤ 2 anni
Flessibili	0-100%	Obiettivi di investimento come da regolamento del fondo

\* Per ogni categoria sono state inoltre istituite le sotto-categorie: • con garanzia di capitale • con garanzia di rendimento

Note:

- Salvo circostanze particolari, (ad esempio l'attivazione di una nuova categoria) un fondo non può modificare la categoria di appartenenza più di una volta all'anno.
- Oltre alle due sessioni annuali ordinarie, laddove se ne presenti la necessità, l'Assogestioni può stabilire una o più sessioni straordinarie.
- Nel caso in cui la politica di investimento prevista nel regolamento di un fondo venga modificata, la società di gestione può richiedere che il fondo sia collocato in un'altra categoria. Tale variazione decorre al termine del periodo sospensivo stabilito dalla Banca d'Italia (o dalla rispettiva autorità competente nel caso di fondi esteri) per l'entrata in vigore della modifica del regolamento.
- Le procedure di controllo sul rispetto dei limiti di categoria possono in ogni momento dar luogo a variazioni di categoria d'ufficio.
- La variazione di categoria comporta l'annullamento della performance storica del fondo a partire dalla data di decorrenza della variazione. Eccezioni a questa regola sono di norma previste dal Consiglio Direttivo in occasione dell'attivazione di nuove categorie. Le società di gestione, devono adeguare di conseguenza le proprie comunicazioni pubblicitarie.

### Procedure di controllo del rispetto dei limiti di categoria

Tutte le società di gestione associate, nel comunicare all'Associazione la categoria di appartenenza di ciascun fondo, si impegnano a un rigoroso rispetto dei limiti di categoria. L'appartenenza ad una categoria, se indicata nel regolamento o nel prospetto informativo

del fondo e se utilizzata nelle comunicazioni ai sottoscrittori, è rilevante sotto diversi profili normativi e il rispetto dei limiti può essere oggetto di verifica da parte delle autorità di vigilanza e controllo.

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

- Il controllo sul rispetto dei limiti ha luogo con periodicità trimestrale e si articola in 5 operazioni attraverso cui si intende verificare che:
  - I fondi azionari detengano almeno il 70% di azioni in portafoglio
  - I fondi azionari italia investano esclusivamente in azioni italiane (con riferimento al mercato e/o all'emittente)
  - I fondi bilanciati, a seconda della categoria, detengano azioni in portafoglio in proporzioni che variano nell'intervallo 10-50% stabilito per la categoria bilanciati obbligazionari all'intervallo 50-90% previsto per i bilanciati azionari
  - I fondi obbligazionari misti non detengano più del 20% di azioni in portafoglio
  - I fondi obbligazionari diversi dai misti e i fondi di liquidità non detengano azioni in portafoglio
- Una volta individuati quei fondi che non hanno rispettato i limiti di categoria nel trimestre di riferimento, l'Assogestioni comunicherà formalmente il mancato rispetto dei limiti alle società interessate, richiedendo alle medesime di far seguito, entro la fine del successivo trimestre, in uno dei seguenti modi:

- Fornendo adeguata spiegazione del mancato rispetto dei limiti
- Rientrando nei limiti di investimento propri della categoria di appartenenza
- Chiedendo di classificare il fondo in differente categoria

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

Si ricorda che l'obbligo normativo dei fondi comuni italiani di indicare un benchmark di riferimento della propria gestione di portafoglio impone alle società di gestione di scegliere benchmark coerenti con i limiti di investimento delle categorie Assogestioni in cui collocano i propri fondi. Ciò è necessario affinché l'informativa contenuta nel prospetto sia coerente e definisca inequivocabilmente le caratteristiche del prodotto commercializzato.

## I BENCHMARK ADOTTATI DAI FONDI COMUNI APERTI DI DIRITTO ITALIANO

*“Il benchmark offre l’opportunità di una comunicazione oggettiva e trasparente tra chi gestisce e offre il fondo e il risparmiatore, poiché individua il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe.*

*L’utilizzo del benchmark a fini di valutazione della qualità dei prodotti di investimento è corretto se si tiene ben presente che:*

- ***il confronto non avviene tra due gestioni di portafoglio effettivamente alternative, tranne che nel caso di un confronto con indici di categoria. Nel confronto diretto tra il rendimento del fondo e la variazione del benchmark, quest’ultimo rimane sempre un portafoglio virtuale, mentre il fondo sostiene i costi di gestione, di negoziazione, i costi di liquidità, i costi di servizio per la vendita, comprendendo in primo luogo l’essenziale servizio di consulenza alla scelta del prodotto...***
- ***il periodo di analisi e confronto tra un fondo e il proprio benchmark è fondamentale. Un confronto tra diversi risultati su periodi infra annuali è praticamente privo di significato. Infatti su periodi così limitati le differenze di rendimento dei diversi fondi possono avere una componente puramente casuale e solo sul lungo periodo tale componente diviene trascurabile mentre acquistano peso le strategie e le valutazioni di gestione.***
- ***il criterio del confronto col benchmark deve necessariamente essere affiancato ad altri criteri, anche e soprattutto qualitativi. Un’attenzione unicamente incentrata sulle differenze di rendimento fornisce un parametro quantitativo inadatto a valutare la qualità degli altri servizi resi dal gestore, in***

*primo luogo la qualità dell’informazione e della consulenza nella selezione dei prodotti di investimento. I risultati finanziari sono soggetti nel tempo a variazioni maggiori di quelle che caratterizzano la qualità del servizio di consulenza alle decisioni di investimento, servizio che un riferimento esclusivo al benchmark non mette nella dovuta luce”*

(Tratto da: “Benchmark e fondi comuni, le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento”, Assogestioni, settembre 1999).

Troppo spesso l’utilizzo del benchmark per confrontare le performance ottenute dai vari prodotti e per valutare la qualità della gestione, sembra purtroppo disattendere questi principi. Nelle valutazioni di certi commentatori spesso non si trovano le dovute considerazioni né dell’orizzonte temporale appropriato, che certo non può ridursi ad un singolo anno, né dell’incidenza del servizio di consulenza alla vendita, la cui qualità non si riflette sulla performance del fondo ma sull’asset allocation personale di ogni risparmiatore, né dei fattori qualitativi che invece fanno parte dei corretti parametri di valutazione.

Con frequenza annuale Assogestioni presenta il rapporto riepilogativo sui parametri oggettivi di riferimento adottati dai fondi comuni aperti di diritto italiano. La seconda edizione si arricchisce di tabelle di comparazione e soprattutto di una bibliografia “on-line” che consente al lettore curioso di accedere alle informazioni offerte dai providers degli indici di mercato. Ci si augura che il rapporto sia utile a tutti coloro che intendono interpretare il benchmark con rigore metodologico.

## 9.1 Introduzione

Assogestioni ha raccolto ed elaborato i dati relativi alle scelte effettuate dagli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) di diritto italiano riguardo al parametro oggettivo di riferimento (benchmark) indicato nel prospetto informativo che accompagna l'offerta dei fondi.

Il campione, aggiornato al 30 marzo 2001, è rappresentato dai 980 fondi italiani armonizzati, dai 16 fondi riservati e dai 35 fondi di fondi. Si ricorda che:

- per fondi italiani si intendono fondi e SICAV armonizzati aperti di diritto italiano;
- per fondi riservati si intendono fondi non armonizzati aperti di diritto italiano riservati ad investitori qualificati che derogano alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dal Provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999;
- per fondi di fondi si intendono fondi non armonizzati aperti di diritto italiano che investono esclusivamente in parti di altri OICR armonizzati.

Nell'esposizione dei risultati della ricerca i fondi di fondi verranno tenuti distinti dai fondi italiani e riservati allo scopo di evitare duplicazioni nei dati sul patrimonio.

### Tab 9.1: Caratteristiche del campione

Macrocategorie	Fondi italiani e riservati	Fondi di fondi	Totale
Azionari	445	11	456
Bilanciati	83	17	100
Obbligazionari	398	3	401
Liquidità	36	0	36
Flessibili	34	4	38
Totale	996	35	1031

Il capitolo si sviluppa in tre parti.:

- la prima parte si riferisce ai benchmark adottati dai fondi armonizzati italiani e dai fondi riservati. In essa sono proposte alcune considerazioni sugli "index provider" più utilizzati; sono evidenziati gli indici maggiormente usati nelle macrocategorie dei fondi azionari, bilanciati ed obbligazionari e proposte alcune valutazioni in tema di asset allocation dell'industria.
- la seconda parte si riferisce ai benchmark adottati dai fondi di fondi.
- la terza parte svolge un confronto tra la situazione emersa nell'indagine attuale e la situazione emersa nell'analogo rapporto pubblicato da Assogestioni lo scorso anno.

## 9.2 I provider di indici

In Tab 9.2 sono indicati i primi 12 index provider in relazione al patrimonio gestito dai fondi (italiani e riservati) che ne utilizzano gli indici.

Le Tab 9.3-9.6 invece, indicano i primi 8 index provider di ogni singola macro-categoria dei fondi: azionari, bilanciati, obbligazionari-liquidità e flessibili. Come informazione aggiuntiva rispetto alla tavola precedente si riporta il numero di volte in cui gli indici di ogni provider vengono utilizzati.

## Tab 9.2: I primi 12 index provider

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito %
J.P. MORGAN	119.554	27,94%
MSCI	106.545	24,90%
MTS SPA	60.664	14,18%
MERRILL LYNCH	54.711	12,79%
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	17.407	4,07%
SALOMON SMITH BARNEY	11.987	2,80%
24 ORE - UNICREDITO	10.785	2,52%
BORSA ITALIANA SPA	10.633	2,49%
FTSE	7.233	1,69%
STOXX LIMITED	6.313	1,48%
STANDARD & POOR'S	5.761	1,35%
ALTRO	3.479	0,81%

Dalle tabelle è possibile osservare quanto segue:

- Circa l'80% del patrimonio dell'industria dei fondi comuni è gestito in riferimento agli indici di soli quattro index provider (J.P. Morgan, MSCI, MTS SpA e Merrill Lynch)
- Nel comparto azionario il livello di concentrazione è ancora più elevato: gli indici MSCI vengono utilizzati per oltre il 60% del patrimonio gestito dai fondi azionari stessi.
- Nel comparto obbligazionario, invece, il mercato appare più diversificato: nonostante la prevalenza degli indici J.P. Morgan, diversi provider (MTS S.p.A., Merrill Lynch, 24 Ore - Unicredit, Salomon Smith Barney, ...) concorrono a definire i benchmark.
- È opportuno prestare attenzione al peso, in termini di patrimonio gestito, e al numero di impieghi degli indici MTS S.p.A. per i

## Tab 9.3: I primi 8 index provider per i fondi azionari

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
MSCI	82.053	61,33%	341
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	13.350	9,98%	38
BORSA ITALIANA SPA	8.999	6,73%	46
FTSE	6.525	4,88%	36
MTS SPA	5.829	4,36%	201
STANDARD & POOR'S	5.749	4,30%	22
STOXX LIMITED	4.614	3,45%	14
BORSE NON EUROPEE	2.393	1,79%	15

## Capitolo 9

fondi azionari e degli indici MSCI per i fondi obbligazionari. Mentre il peso degli indici MTS S.p.A. nel comparto azionario trova

giustificazione nella consuetudine, prevalente nella maggior parte dei fondi azionari, ad utilizzare un indice composto aziona-

**Tab 9.4: I primi 8 index provider per i fondi bilanciati**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
J.P. MORGAN	22.230	34,20%	57
MSCI	22.088	33,99%	84
MERRILL LYNCH	6.154	9,47%	24
MTS SPA	5.146	7,92%	35
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	2.966	4,56%	14
SALOMON SMITH BARNEY	2.497	3,84%	8
STOXX LIMITED	1.412	2,17%	4
BORSA ITALIANA SPA	1.199	1,84%	7

**Tab 9.5: I primi 8 index provider per i fondi obbligazionari e di liquidità**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
J.P. MORGAN	96.805	43,49%	243
MTS SPA	49.539	22,25%	148
MERRILL LYNCH	46.807	21,03%	179
24 ORE - UNICREDITO	10.073	4,52%	21
SALOMON SMITH BARNEY	9.474	4,26%	46
ALTRO	2.703	1,21%	11
MSCI	1.923	0,86%	30
CREDIT - GOLDMAN SACHS	1.687	0,76%	7

**Tab 9.6: I primi 8 index provider per i fondi flessibili**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
NESSUNO	5.027	77,44%	26
MSCI	481	7,42%	9
BORSA ITALIANA SPA	268	4,13%	1
J.P. MORGAN	238	3,67%	1
MTS SPA	150	2,31%	4
MERRILL LYNCH	142	2,19%	4
STOXX LIMITED	103	1,59%	2
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	58	0,90%	1

rio/liquidità piuttosto che un unico indice azionario, la presenza degli indici MSCI tra i primi otto provider dei fondi obbligazionari si spiega invece con la facoltà degli obbligazionari misti di investire in azioni fino al 20% del portafoglio.

- 26 fondi flessibili (il 77.44% del patrimonio gestito dai fondi flessibili, pari all'1.37% del patrimonio complessivamente gestito dagli OICR di diritto italiano) non indicano alcun parametro di riferimento.

### 9.3 I benchmark dei fondi azionari

La Tab 9.7 riporta i 15 indici più utilizzati per patrimonio gestito per i fondi azionari, numero di volte in cui ciascun indice è stato utilizzato e peso medio che ha nel portafoglio.

- L'indice più utilizzato dai fondi azionari in

termini di patrimonio gestito è l'indice MSCI Europe che rappresenta il 17.80% del patrimonio complessivamente gestito dai fondi azionari. Il suo peso, in termini percentuali, è quasi il triplo rispetto al secondo benchmark in termini di importanza.

- In termini di numero di impieghi, invece, l'indice azionario maggiormente usato è l'indice MSCI World (53 impieghi).
- Il peso dei benchmark legati all'area Pacifico si è notevolmente ridimensionato rispetto allo scorso anno in termini di patrimonio gestito, evidentemente a causa dell'andamento sfavorevole dei mercati in tale area geografica, ma nonostante ciò ancora due di tali indici risultano tra i primi 15 in ordine di importanza.
- L'indice di capitalizzazione lordo MTS - ex Banca d'Italia - BOT rappresenta il bench-

Tab 9.7: Fondi azionari

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
MSCI EUROPE	23.816	17,80%	27	92,04
MSCI WORLD	8.758	6,55%	53	91,60
INDICE COMIT GLOBALE	6.099	4,56%	27	85,37
S&P 500 INDEX	4.812	3,60%	16	93,13
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	4.687	3,50%	154	9,35
INDICE COMIT GLOBALE R	4.634	3,46%	10	88,50
MSCI AC EUROPE	4.076	3,05%	1	100,00
MSCI PACIFIC FREE	3.343	2,50%	11	90,00
MSCI PAN - EURO	3.012	2,25%	5	93,00
MSCI AC WORLD FREE	3.007	2,25%	7	72,14
MSCI WORLD FREE	2.986	2,23%	13	82,69
MIBTEL	2.981	2,23%	15	89,33
MSCI NORTH AMERICA	2.808	2,10%	13	91,15
MSCI PACIFIC	2.769	2,07%	11	87,73
INDICE COMIT PERFORMANCE R	2.617	1,96%	1	100,00

mark obbligazionario più utilizzato dai fondi azionari. Il numero complessivo di impieghi (ben 154) e il peso medio del relativo utilizzo (circa il 10%) confermano la consuetudine dei fondi azionari ad utilizzare un indice composto azionario/liquidità piuttosto che un unico indice azionario. Quest'ultima considerazione trova conferma nell'osservazione del peso medio degli indici azionari più utilizzati: in 9 casi su 14 è pari a circa il 90%.

## 9.4 I benchmark dei fondi bilanciati

Per i fondi bilanciati in Tab 9.8 si può osservare:

- Dei primi 15 benchmark in termini di patrimonio gestito dai fondi bilanciati 7 sono obbligazionari e 8 azionari.

### Tab 9.8: Fondi bilanciati

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	9.652	14,85%	14	35,36
MSCI WORLD	9.173	14,11%	43	40,00
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	5.415	8,33%	28	36,43
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	4.165	6,41%	6	37,50
MSCI WORLD ex EUROPE - dividendi reinvestiti	3.005	4,62%	5	27,00
MSCI EUROPE - dividendi reinvestiti	3.005	4,62%	5	27,00
MSCI WORLD FREE	2.901	4,46%	11	30,00
J.P. MORGAN GBI +	2.855	4,39%	6	50,00
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	2.621	4,03%	2	47,50
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
*ex BANCA D'ITALIA* - GENERALE	2.435	3,75%	10	40,50
INDICE COMIT GLOBALE	2.379	3,66%	13	32,69
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
*ex BANCA D'ITALIA* - BOT	2.190	3,37%	16	17,81
MSCI EUROPE	1.454	2,24%	7	34,29
MSCI ITALY	1.385	2,13%	4	12,50
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	1.326	2,04%	2	50,00

- Tre degli 8 benchmark azionari sono benchmark dei mercati azionari internazionali; i rimanenti 5 sono benchmark dei mercati azionari europei.
- Nessun benchmark assume una posizione chiaramente dominante, rispetto agli altri, in termini di patrimonio gestito.

## 9.5 I benchmark dei fondi obbligazionari e di liquidità

Dalla Tab 9.9 si può osservare:

- Il benchmark più utilizzato dai fondi obbligazionari e di liquidità in termini di patrimonio gestito è l'indice J.P. Morgan EUR 3m cash index.
- In termini di impieghi, invece, il benchmark più utilizzato è l'indice di capitalizza-

Tab 9.9: Fondi obbligazionari e di liquidità

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	23.158	10,40%	24	58,33
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	19.551	8,78%	40	70,50
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	18.844	8,47%	86	40,64
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	14.005	6,29%	9	92,22
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	12.326	5,54%	48	77,71
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	11.815	5,31%	29	61,90
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	10.814	4,86%	15	67,00
J.P. MORGAN GBI +	9.891	4,44%	10	84,00
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	6.546	2,94%	10	71,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	5.087	2,29%	21	64,76
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - CTZ	5.008	2,25%	4	87,50
24 ORE - UNICREDITO EMU6	3.209	1,44%	8	63,13
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"ex BANCA D'ITALIA" - BTP	3.189	1,43%	5	72,00
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 3-5 yr	3.156	1,42%	4	61,25
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	3.126	1,40%	4	88,75

zione lordo MTS - ex Banca d'Italia - BOT.

- Tra i primi 15 indici obbligazionari in termini di patrimonio gestito sono eterogeneamente rappresentati i benchmark di quattro index provider (J.P. Morgan, MTS S.p.A., Sole 24 ore-Unicredito, Merrill Lynch). Il comparto obbligazionario è poco concentrato, a differenza del comparto azionario, dove oltre il 60% del patrimonio è gestito con riferimento agli indici di un solo index provider (cioè MSCI).

## 9.5 I benchmark dei fondi flessibili

In Tab 9.10 sono riportati i benchmark per i fondi flessibili.

Dai dati esposti in tabella si può osservare:

- 26 fondi flessibili (il 77,44% del patrimonio gestito dai fondi flessibili, pari all'1,37% del patrimonio complessivamente gestito dagli OICR di diritto italiano, corrispondenti a 5.858 mln di euro) si sono avvalsi della facoltà di non indicare alcun benchmark.
- Gli 8 fondi che lo hanno dichiarato hanno utilizzato indici composti azionari/obbligazionari, piuttosto che un unico indice azionario o obbligazionario.
- Dei primi 14 indici in termini di patrimonio 7 sono obbligazionari e 7 azionari.
- Cinque dei 7 benchmark azionari sono benchmark dei mercati azionari europei; i

## Tab 9.10: Fondi flessibili

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
NESSUNO	5.027	77,44%	26	
MSCI WORLD	332	5,12%	3	43,33
MIBTEL	268	4,13%	1	70,00
J.P. MORGAN US TRADED INDEX	238	3,67%	1	40,00
<b>INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS</b>				
"TASSO MONETARIO"	140	2,15%	3	20,00
MSCI EUROPE	72	1,10%	2	30,00
MORGAN STANLEY WORLD BOND INDEX	69	1,06%	2	47,50
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	66	1,01%	1	55,00
MERRILL LYNCH EURO LIBID 3 MONTHS INDEX	60	0,92%	1	10,00
INDICE COMIT GLOBALE	58	0,90%	1	65,00
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	50	0,77%	1	40,00
DOW JONES EURO STOXX LARGE (Eurozone)	38	0,58%	1	65,00
<b>MERRILL LYNCH PAN EUROPE GOVERNMENT</b>				
BOND INDEX 1-3 yrs - hedged into euro	20	0,31%	1	35,00
MERRILL LYNCH EURO GOVERNMENT BILL INDEX	13	0,19%	1	10,00
S&P 500 INDEX	12	0,18%	1	10,00

2 rimanenti sono indici dei mercati azionari internazionali.

- Nessun benchmark assume una posizione chiaramente dominante, rispetto agli altri, in termini di patrimonio gestito.

### 9.6 L'asset allocation

In prima battuta l'asset allocation consiste nella ripartizione del patrimonio tra azioni e obbligazioni all'interno dei diversi mercati di

investimento.

In Tab 9.11 sono sintetizzati i valori di asset allocation azionaria/obbligazionaria dell'industria dei fondi armonizzati e riservati. Nella stessa vengono posti a confronto i dati comunicati mensilmente dalle Società di gestione e i dati ottenuti rielaborando le informazioni sui benchmark utilizzati dalle Società. Nell'analisi che segue sono stati esclusi i fondi flessibili che si sono avvalsi della facoltà di non indicare alcun benchmark.

## Tab 9.11: Asset allocation del sistema

Asset	Fonte: flusso mensile	Fonte: Benchmark
AZIONI	35,9%	37,43%
OBBLIGAZIONI	56,65%	44,39%
ALTRO	7,44%	18,17%

Si può osservare:

- L'asset "altro" assume un significato diverso a seconda che si faccia riferimento al flusso dei dati mensilmente comunicati dalle Società, oppure ai dati derivanti dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark scelti dai gestori. Nel primo caso la voce "altro" identifica una categoria residuale, determinata principalmente dalla componente di liquidità di portafoglio e dai derivati. Nel secondo caso, invece, comprende, oltre alla componente di liquidità di portafoglio e ai derivati, anche la componente obbligazionaria di breve periodo che non è inclusa nella voce "obbligazioni".
- Al livello di disaggregazione prescelto i benchmark adottati dai gestori sembrano riflettere efficacemente la gestione di portafoglio dei fondi. Infatti, per ovviare alle differenze di significato dell'asset "altro", si può verificare la corrispondenza della gestione di portafoglio dei fondi con quella dei benchmark, attraverso il confronto dei valori degli asset "azioni" e della somma degli asset "obbligazioni" e "altro". Dal flusso dei dati mensilmente comunicati dalle Società risulta infatti un investimento in azioni pari al 35,9% del totale degli investimenti. Questo dato non è troppo distante dal risultato derivante dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark (37,43%).
- Dall'elaborazione delle informazioni sui benchmark risulta un valore piuttosto elevato della componente liquidità/obbligazioni di breve periodo (18,17%). Questo può essere interpretato come la consuetudine dei fondi azionari ad utilizzare un indice composto azionario/obbligazionario piuttosto che un unico indice azionario.

È stata analizzata la composizione di ogni

indice in termini di investimenti nei comparti azionari e obbligazionari.

Per ogni indice del comparto azionario si è distinto tra investimenti in azioni delle diverse aree geografiche (Italia, area Euro ex Italia, Europa ex Euro, Giappone, area Pacifico ex Giappone, Nord America e Paesi Emergenti) e investimenti specializzati settorialmente. Per il comparto obbligazionario, invece, ogni indice è stato scomposto in funzione della valuta di denominazione dei titoli inclusi nell'indice stesso.

La rielaborazione di tali informazioni ci permette di approfondire i valori di asset allocation all'interno dei comparti azionario ed obbligazionario.

## 9.7 Asset allocation del comparto azionario

In Tab 9.12 si può osservare:

- La ricerca condotta lo scorso anno aveva evidenziato un investimento azionario pari al 40,60% del totale degli investimenti. La riduzione del peso degli investimenti azionari sul totale trova conferma anche nel flusso dei dati mensilmente comunicati dalle Società di gestione.
- Il 22,55% degli investimenti azionari è concentrato nei mercati dei paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea (ex Italia). Oltre il 38% dell'investimento azionario complessivo è concentrato nei mercati dei paesi europei (ex Italia).
- Rispetto allo scorso anno la percentuale di investimento nell'area Giappone e Pacifico si è ridimensionata. È passata infatti dal 15,36% all'11,11% dell'investimento azionario complessivo. Questo trova conferma anche nei dati mensilmente comunicati dalle società e deriva dal particolare andamento dei mercati di tale area geografica. In parti-

## Tab 9.12: Asset allocation del comparto azionario

Asset Allocation (mercato)	Pat. Gest mln euro	Pat. Gest % totale	Pat. Gest % tot azioni
Azioni area euro (ex Italia)	35.624	8,44%	22,55%
Azioni Italia	32.739	7,76%	20,73%
Azioni Nord America	31.741	7,52%	20,10%
Azioni Europa (ex euro)	25.648	6,08%	16,24%
Azioni Giappone	13.807	3,27%	8,74%
Azioni specializzate per settore	9.945	2,36%	6,30%
Azioni paesi emergenti	4.695	1,11%	2,97%
Azioni area Pacifico (ex Giappone)	3.749	0,89%	2,37%
<b>AZIONI TOTALE</b>	<b>157.948</b>	<b>37,43%</b>	<b>100,00%</b>

colare la categoria degli Azionari Pacifico ha registrato, da aprile 2000, una raccolta negativa per oltre 4.000 mln di euro.

### 9.7 Asset allocation del comparto obbligazionario

Per l'asset allocation del comparto obbligazionario in Tab 9.13 si può osservare:

- Oltre il 70% degli investimenti obbligazionari realizzati dagli OICR di diritto italiano è rappresentato da titoli denominati in euro. Questo dato riflette il fatto che circa il 61% del patrimonio netto dei fondi obbligazionari e di liquidità (pari a 219195,4 mln di

euro) è gestito da fondi appartenenti alle categorie “Obbligazionari area euro a breve termine”, “Obbligazionari area euro a medio/lungo termine” e “Liquidità area euro”. Questi fondi, infatti, si impegnano ad investire il 100% del loro patrimonio in titoli denominati in euro. Inoltre, l'investimento residuale delle categorie azionarie deve avvenire in titoli obbligazionari e/o di liquidità della valuta del mercato di definizione o in euro. Infine la maggior parte degli investimenti realizzati dai fondi “Obbligazionari Europa” si concentra in titoli obbligazionari denominati in euro.

- Oltre il 20% del patrimonio gestito dai

## Tab 9.13: Asset allocation del comparto obbligazionario

Asset Allocation (valuta)	Pat. Gest mln euro	Pat. Gest % totale	Pat. Gest % tot obblig:
Obbligazioni in euro	136.756	32,41%	73,01%
Obbligazioni in valute differenti (indici global)	42.327	10,03%	22,60%
Obbligazioni in dollari	4.042	0,96%	2,16%
Obbligazioni in valute di paesi emergenti	2.811	0,67%	1,50%
Obbligazioni in valute europee (ex euro)	927	0,22%	0,50%
Obbligazioni in yen	377	0,09%	0,20%
Obbligazioni (categoria residuale)	64	0,02%	0,03%
<b>OBBLIGAZIONI TOTALE</b>	<b>187.304</b>	<b>44,40%</b>	<b>100,00%</b>

fondi obbligazionari fa riferimento a dei benchmark “global”, cioè a dei benchmark che investono in titoli denominati in valute diverse.

## 9.8 I benchmark adottati dai fondi di fondi

Un’analisi di asset allocation implicita condotta come per i fondi italiani armonizzati e riservati non appare significativa, vista la peculiarità dei fondi di fondi che investono esclusivamente in parti di altri OICR armonizzati.

Per questo motivo nei paragrafi seguenti ci si limiterà a proporre alcune considerazioni sugli index provider utilizzati dai 35 fondi di fondi esistenti al 30 marzo 2001 e ad elencare gli indici usati nelle macro-categorie dei fondi azionari, bilanciati ed obbligazionari.

## 9.9 I provider di indici

La Tab 9.14 mostra gli index provider in relazione al patrimonio gestito dai fondi di fondi che ne utilizzano gli indici.

Le Tab 9.15-9.18 indicano i provider in relazio-

**Tab 9.14: Gli index provider per i fondi di fondi**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito %
MSCI	2.239	42,13%
MERRILL LYNCH	1.725	32,47%
J.P. MORGAN	997	18,77%
DOW JONES	164	3,09%
STOXX LIMITED	90	1,68%
SALOMON SMITH BARNEY	49	0,92%
STANDARD & POOR'S	32	0,60%
MTS SPA	12	0,23%
BORSA ITALIANA SPA	6	0,11%
	5.314	100,00%

**Tab 9.15: Index provider per i fondi di fondi azionari**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
MSCI	891	72,63%	17
MERRILL LYNCH	226	18,42%	4
STOXX LIMITED	79	6,40%	2
STANDARD & POOR'S	21	1,73%	2
MTS SPA	7	0,56%	4
BORSA ITALIANA SPA	3	0,25%	1
SALOMON SMITH BARNEY	0	0,02%	1
	1.227	100,00%	

**Tab 9.16: Index provider per i fondi di fondi bilanciati**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
MERRILL LYNCH	1.479	44,19%	18
MSCI	1.333	39,84%	19
J.P. MORGAN	456	13,62%	8
SALOMON SMITH BARNEY	49	1,46%	4
STOXX LIMITED	11	0,33%	1
STANDARD & POOR'S	11	0,32%	1
MTS SPA	5	0,16%	2
BORSA ITALIANA SPA	3	0,08%	1
	3.346	100,00%	

**Tab 9.17: Index provider per i fondi di fondi obbligazionari**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
J.P. MORGAN	134	78,95%	2
MERRILL LYNCH	21	12,28%	8
MSCI	15	8,77%	1
	170	100,00%	

**Tab 9.18: Index provider per i fondi di fondi flessibili**

Provider	Patrimonio gestito mil euro	Patrimonio gestito % azionari	Impieghi
J.P. MORGAN	408	71,26%	4
DOW JONES	164	28,74%	3
	572	100,00%	

ne al patrimonio gestito dai fondi di fondi che ne utilizzano gli indici nelle singole macro-categorie dei fondi azionari, bilanciati, obbligazionari e flessibili. Come informazione aggiuntiva rispetto alla tavola precedente si riporta il numero di volte in cui gli indici di ogni provider vengono utilizzati.

Complessivamente si può osservare:

- Oltre l'80% del patrimonio dell'industria dei fondi di fondi è gestito con riferimento agli indici di soli tre index provider (MSCI, Merrill Lynch, J.P. Morgan)

- Nel comparto azionario gli indici MSCI vengono adottati per oltre il 70% del patrimonio.

### **9.10** I benchmark dei fondi di fondi

Nelle Tab 9.19 Tab 9.21 e Tab 9.22 si riporta l'elenco degli indici utilizzati dai fondi di fondi per ogni singola macro-categoria (azionari, bilanciati, obbligazionari e di liquidità), il numero di volte in cui ciascun indice è stato utilizzato e il peso medio che ha nel portafoglio.

**Tab 9.19: Fondi di fondi azionari**

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. Gestito %	Impieghi	Peso medio %
MSCI AC WORLD FREE	812	66,19%	2	80,00
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	220	17,90%	2	20,00
DOW JONES STOXX INDEX (Europe)	74	6,03%	1	95,00
MSCI WORLD	29	2,38%	2	87,50
S&P 500 INDEX	21	1,73%	2	53,88
MSCI PACIFIC	11	0,90%	1	95,00
MSCI AC WORLD FREE VALUE	9	0,75%	1	100,00
MSCI AC WORLD FREE GROWTH	8	0,64%	1	100,00
<b>INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS</b>				
"TASSO MONETARIO"	7	0,56%	4	5,00
MERRILL LYNCH LIBID 3-MONTH CONSTANT MATURITY	5	0,39%	1	13,50
MSCI EUROPE GROWTH	5	0,37%	1	100,00
MSCI EMF	5	0,37%	1	12,75
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	5	0,37%	1	12,75
MSCI PACIFIC FREE	5	0,37%	1	12,75
MIB STORICO	3	0,25%	1	8,50
MSCI FINANCIAL	2	0,13%	1	4,50
MSCI CONSUMER GOODS	2	0,13%	1	4,50
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	2	0,13%	1	4,50
MSCI HEALTH CARE	2	0,13%	1	4,50
MSCI TELECOMMUNICATION SERVICES	1	0,07%	1	2,25
MSCI INFORMATION TECHNOLOGY	1	0,07%	1	2,25
MSCI ENERGY	1	0,07%	1	2,25
MSCI MATERIAL	1	0,07%	1	2,25
<b>SALOMON SMITH BARNEY WORLD GOVERNMENT</b>				
BOND INDEX (WGBI) 1+ (all)	0	0,02%	1	20,00
	1.227	100,00%		

## Capitolo 9

**Tab 9.20: Fondi di fondi bilanciati**

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX	1.257	37,58%	3	65,00
MSCI AC WORLD FREE	1069	31,96%	5	43,00
J.P. MORGAN EMU AGGREGATE ALL MATURITIES	212	6,34%	2	62,50
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	159	4,74%	2	35,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	146	4,37%	6	31,17
MSCI WORLD	137	4,09%	6	36,67
MSCI WORLD FREE	112	3,36%	6	39,67
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	68	2,03%	3	11,67
SALOMON SMITH BARNEY WORLD GOVERNMENT				
BOND INDEX (WGBI)	47	1,42%	2	45,00
MERRILL LYNCH EURO LIBOR				
(BID 1 MONTH CONSTANT MATURITY)	24	0,71%	4	10,00
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	18	0,54%	1	33,50
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	17	0,52%	1	10,00
MERRILL LYNCH LIBID 3-MONTH CONSTANT MATURITY	17	0,51%	2	12,13
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERNMENT				
BOND INDEX EX EMU	13	0,39%	1	24,50
DOW JONES EURO STOXX 50 INDEX (Eurozone)	11	0,33%	1	13,25
S&P 500 INDEX	11	0,32%	1	13,00
MSCI PACIFIC FREE	11	0,32%	1	13,00
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS				
"TASSO MONETARIO"	5	0,16%	2	5,00
MSCI EMF	4	0,11%	1	4,25
MERRILL LYNCH GLOBAL EMERGING MARKET				
SOVEREIGN PLUS	4	0,11%	1	4,25
MIB STORICO	3	0,08%	1	5,00
SALOMON SMITH BARNEY WORLD GOVERNMENT				
BOND INDEX (WGBI) 1+ (all)	1	0,04%	2	65,00
	3.346	100,00%		

**Tab 9.21: Fondi di fondi obbligazionari**

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
J.P. MORGAN EMU AGGREGATE ALL MATURITIES	104	61,40%	1	70
J.P. MORGAN EUR 6M CASH INDEX	30	17,54%	1	20
MSCI WORLD	15	8,77%	1	10
MERRILL LYNCH GLOBAL HIGH YIELD & EMERGING				
MARKET SOVEREIGN BOND	13	7,81%	1	100
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	2	1,34%	1	30
MERRILL LYNCH GLOBAL GOVERN. BOND INDEX EX EMU	2	1,07%	1	24
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERN. INDEX 1-3 yrs	1	0,81%	1	18
MERRILL LYNCH LIBID 3-MONTH CONSTANT MATURITY	1	0,49%	1	11
MERRILL LYNCH US TREASURY MASTER INDEX	1	0,38%	1	8,5
MERRILL LYNCH JAPANESE GOVERNMENT BOND INDEX	0	0,19%	1	4,25
MERRILL LYNCH GLOBAL EMERGING MARKET				
SOVEREIGN PLUS	0	0,19%	1	4,25
	170	100,00%		

**Tab 9.22: Fondi di fondi flessibili**

Benchmark	Patrimonio gestito mil euro	Patr. gestito %	Impieghi	Peso medio %
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	408	71,26%	4	76,25
DOW JONES GLOBAL INDEX (DJGI) WORLD	164	28,74%	3	31,67
	572	100,00%		

### **9.11** Confronto con l'anno precedente

Nelle pagine seguenti verrà confrontata la situazione emersa nel rapporto dello scorso

anno con la situazione che emerge nell'indagine attuale. La Tab 9.23 descrive i campioni osservati nelle due indagini.

Si ricorda che nell'indagine svolta lo scorso

**Tab 9.23: La variazione dei campioni analizzati**

Fondi	Marzo 2000	Marzo 2001	variazione assoluta
Azionari	374	445	71
Bilanciati	62	83	21
Obbligazionari	354	398	44
Liquidità	35	36	1
Flessibili	30	34	4
TOTALE	855	996	141

anno si disponeva di dati provvisori. Il campione era allora rappresentato dagli 855 fondi esistenti al 31 marzo 2000. Di questi, 35 fondi, per un valore di patrimonio amministrato pari all'1.15% del totale, non avevano comunicato il benchmark prescelto; non tutte le società, infatti, avevano avuto l'approvazione da parte della Consob dei nuovi prospetti informativi, mentre altre avevano in corso l'istruttoria di approvazione e stavano attendendo una risposta.

### 9.12 I provider di indici

Nella Tab 9.24 sono riportati gli attuali primi 12 index provider per patrimonio gestito dai fondi che ne utilizzano gli indici.

Come informazione aggiuntiva si riporta la posizione che tali index provider occupavano nella precedente classifica.

Nelle Tab 9.25-9.27 sono indicati i primi 8 index provider di ogni macro-categoria di fondi (azionari, bilanciati e obbligazionari).

**Tab 9.24: I primi 12 index provider attuali**

Provider	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
J.P. MORGAN	25,38	27,94	2,56	2
MSCI	26,68	24,90	-1,78	1
MTS SPA	15,27	14,18	-1,09	3
MERRILL LYNCH	11,34	12,79	1,45	4
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	4,63	4,07	-0,56	5
SALOMON SMITH BARNEY	2,35	2,80	0,45	7
24 ORE - UNICREDITO	2,72	2,52	-0,20	6
BORSA ITALIANA SPA	1,89	2,49	0,60	8
FTSE	1,8	1,69	-0,11	9
STOXX LIMITED	1,76	1,48	-0,28	10
STANDARD & POOR'S	1,18	1,35	0,17	11
ALTRO	0,31	0,81	0,50	15

**Tab 9.25: I primi 8 index provider per i fondi azionari**

Provider	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
MSCI	62,06	61,33	-0,73	1
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	9,85	9,98	0,13	2
BORSA ITALIANA SPA	4,90	6,73	1,83	3
FTSE	4,35	4,88	0,53	4
MTS SPA	3,81	4,36	0,55	5
STANDARD & POOR'S	3,32	4,30	0,97	7
STOXX LIMITED	3,73	3,45	-0,29	6
BORSE NON EUROPEE	3,06	1,79	-1,27	8

**Tab 9.26: I primi 8 index provider per i fondi bilanciati**

Provider	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
J.P. MORGAN	31,25	34,20	2,95	1
MSCI	31,15	33,99	2,83	2
MERRILL LYNCH	9,86	9,47	-0,39	3
MTS SPA	9,60	7,92	-1,68	4
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	6,65	4,56	-2,09	5
SALOMON SMITH BARNEY	3,71	3,84	0,13	6
STOXX LIMITED	3,13	2,17	-0,96	7
BORSA ITALIANA SPA	0,99	1,84	0,86	9

**Tab 9.27: I primi 8 index provider per i fondi obbligazionari e di liquidità**

Provider	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
J.P. MORGAN	42,49	43,49	1,00	1
MTS SPA	25,35	22,25	-3,10	2
MERRILL LYNCH	19,24	21,03	1,78	3
24 ORE - UNICREDITO	5,08	4,52	-0,55	4
SALOMON SMITH BARNEY	3,74	4,26	0,52	5
ALTRO	0,25	1,21	0,96	13
MSCI	1,09	0,86	-0,23	6
CREDIT - GOLDMAN SACHS	0,76	0,76	0,00	7

Anche in questo caso, come informazione aggiuntiva, si riporta la posizione occupata da ognuno di essi nella precedente classifica. Nonostante il carattere di provvisorietà che contraddistingueva la precedente analisi molte delle tendenze emerse nella stessa risultano confermate dall'indagine attuale. Infatti:

- Circa l'80% del patrimonio dell'industria dei fondi comuni continua ad essere gestito in riferimento agli indici di soli quattro index provider (J.P. Morgan, MSCI, MTS SpA e Merrill Lynch)
- L'alta concentrazione nel comparto azionario (dove gli indici MSCI vengono

usati per oltre il 60% del patrimonio gestito) e la maggiore diversificazione nel comparto obbligazionario (dove diversi index provider concorrono a definire i benchmark) risultavano evidenti già nella precedente indagine.

### 9.13 I benchmark

Nelle Tab 9.28-9.30 sono riportati i benchmark per le tre macrocategorie azionari, bilanciati e obbligazionari e di liquidità adottato dai fondi italiani e il confronto con quelli adottati nel precedente anno e valutati dal rispettivo campione.

## Capitolo 9

**Tab 9.28: I benchmark dei fondi azionari**

Benchmark	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
MSCI EUROPE	18,17	17,80	-0,37	1
MSCI WORLD	7,67	6,55	-1,13	3
INDICE COMIT GLOBALE	9,58	4,56	-5,02	2
S&P 500 INDEX	3,23	3,60	0,37	7
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS -				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	3,46	3,50	0,04	5
INDICE COMIT GLOBALE R	0,27	3,46	3,20	53
MSCI AC EUROPE	2,58	3,05	0,46	9
MSCI PACIFIC FREE	3,43	2,50	-0,93	6
MSCI PAN - EURO	1,83	2,25	0,42	14
MSCI AC WORLD FREE	2,43	2,25	-0,18	10
MSCI WORLD FREE	2,00	2,23	0,23	11
MIBTEL	1,44	2,23	0,78	16
MSCI NORTH AMERICA	1,85	2,10	0,25	13
MSCI PACIFIC	3,59	2,07	-1,52	4
INDICE COMIT PERFORMANCE R	0,00	1,96	1,96	non presente

**Tab 9.29: I benchmark dei fondi bilanciati**

Benchmark	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	13,61	14,85	1,24	1
MSCI WORLD	10,86	14,11	3,26	2
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	6,66	8,33	1,67	3
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	5,23	6,41	1,17	5
MSCI WORLD ex EUROPE - dividendi reinvestiti	3,25	4,62	1,37	11
MSCI EUROPE - dividendi reinvestiti	5,21	4,62	4,62	6
MSCI WORLD FREE	4,74	4,46	-0,28	7
J.P. MORGAN GBI +	1,43	4,39	2,96	18
J.P. MORGAN EUR 3M CASH INDEX	2,66	4,03	1,37	14
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS -				
"ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	3,87	3,75	-0,13	9
INDICE COMIT GLOBALE	6,65	3,66	-2,99	4
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS -				
"ex BANCA D'ITALIA" - BOT	4,47	3,37	-1,11	8
MSCI EUROPE	5,21	2,24	-2,97	6
MSCI ITALY	2,13	2,13	0,01	16
DOW JONES EURO STOXX INDEX (Eurozone)	0,16	2,04	1,88	13

Tab 9.30: I benchmark dei fondi obbligazionari e di liquidità

Benchmark	Patr. Gestito % marzo 2000	Patr. Gestito % marzo 2001	Variazione %	Posizione 2000
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX	9,97%	8,78%	-1,19%	2
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BOT	11,01%	8,47%	-2,55%	1
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - GENERALE	6,24%	6,29%	0,05%	4
J.P. MORGAN GBI GLOBAL TRADED INDEX	4,87%	5,54%	0,67%	6
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 1-3 yr	5,71%	5,31%	-0,40%	5
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVERNMENT INDEX	3,20%	4,86%	1,66%	9
J.P. MORGAN GBI +	3,47%	4,44%	0,97%	8
24 ORE - UNICREDITO EMU6 1-3 ANNI	3,49%	2,94%	-0,55%	7
MERRILL LYNCH EMU DIRECT GOVER. INDEX 1-3 yrs	1,56%	2,29%	0,73%	11
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - CTZ	2,55%	2,25%	-0,31%	10
24 ORE - UNICREDITO EMU6	1,34%	1,44%	0,10%	13
INDICE DI CAPITALIZZAZIONE LORDO MTS - "ex BANCA D'ITALIA" - BTP	1,21%	1,43%	0,22%	16
J.P. MORGAN EMU BOND INDEX 3-5 yr	1,55%	1,42%	-0,13%	12
MERRILL LYNCH EMU LARGE CAP INVESTMENT GRADE	0,24%	1,40%	1,17%	58
SALOMON SMITH BARNEY EMU GOVERNMENT BOND INDEX (EGBI)	0,81%	1,28%	0,47%	25

Per i fondi azionari (Tab 9.28) si può osservare:

- Anche nella precedente analisi l'indice MSCI Europe risultava essere quello maggiormente impiegato in termini di patrimonio gestito.
- Il peso degli indici legati all'area Pacifico è diminuito notevolmente. Lo scorso anno tre dei primi 15 indici azionari erano benchmark dei mercati azionari di tale area. Quest'anno, sebbene ancora due di tali indici (MSCI Pacific Free e MSCI Pacific) compaiano tra i primi 15, essi scivolano rispettivamente dalla sesta posizione all'ottava e dalla quarta alla quattordicesima.
- Di rilievo è il passaggio dell'indice Comit Globale R dalla 53-esima posizione alla sesta (in termini di patrimonio gestito).

Per i fondi bilanciati (Tab 9.29) si può osservare:

- Nell'indagine precedente, dei primi 15 benchmark in termini di patrimonio gestito 7 erano azionari e 8 obbligazionari. In quella attuale, invece, 8 sono azionari e 7 obbligazionari.
- Nell'indagine precedente, tre dei 7 benchmark azionari erano benchmark dei mercati azionari europei. In quella attuale lo sono cinque degli 8 benchmark azionari.

Per i fondi obbligazionari e di liquidità (Tab 9.30) si può osservare.

- L'indice J.P. Morgan Emu Bond Index continua ad essere il benchmark più utilizzato dai fondi obbligazionari in termini di patrimonio gestito.

- Anche nella precedente analisi tra i primi 15 indici obbligazionari erano eterogeneamente rappresentati i benchmark di 4 diversi index provider. Questo fatto già evidenziava la diversificazione sul fronte dell'offerta nel comparto obbligazionario.

### 9.14 L'asset allocation

Nella Tab 9.31 sono riassunti i valori di asset allocation che risultano dalle due indagini. Essi derivano da due fonti di dati: dalle comunicazioni mensili delle Società associate e dalla rielaborazione delle informazioni sui benchmark. Entrambe le fonti confermano la riduzione degli investimenti nel comparto azionario e l'incremento degli investimenti nel comparto

obbligazionario. Secondo le comunicazioni mensili delle Società di gestione l'investimento azionario si è ridotto ed è passato dal 40.91% al 35.9% del totale degli investimenti. La rielaborazione delle informazioni sui benchmark conferma tale riduzione: l'investimento azionario passa dal 40.60% al 37.43%. Tab 9.32 e Tab 9.33 visualizzano il confronto tra i valori di asset allocation per il comparto azionario e obbligazionario.

Per il comparto azionario (Tab 9.32) si può osservare:

- Risulta evidente la riduzione del peso percentuale degli investimenti nell'area Pacifico (ex Giappone) e Giappone, sia rispetto al totale degli investimenti sia nell'ambito dei soli investimenti azionari. A

**Tab 9.31: Confronto dei valori di asset allocation**

Asset	Fonte dei dati marzo 2000		Fonte dei dati marzo 2001	
	flusso mensile	benchmark	flusso mensile	benchmark
Azioni	40.91	40.60	35.9	37.43
Obbligazioni	52.03	42.68	56.65	44.39
Altro	7.07	16.73	7.44	18.17

**Tab 9.32: Confronto dei valori di asset allocation del comparto azionario**

Mercato	% patrimonio gestito totale			% patrimonio gestito in azioni		
	marzo 2000	marzo 2001	variazione	marzo 2000	marzo 2001	variazione
Azioni area euro (ex Italia)	8,96%	8,44%	-0,52%	22,07%	22,55%	0,48%
Azioni Italia	7,79%	7,76%	-0,03%	19,19%	20,73%	1,54%
Azioni Nord America	7,31%	7,52%	0,21%	18,01%	20,10%	2,09%
Azioni Europa (ex euro)	6,03%	6,08%	0,05%	14,85%	16,24%	1,39%
Azioni Giappone	5,09%	3,27%	-1,82%	12,53%	8,74%	-3,79%
Azioni specializzate per settore	2,59%	2,36%	-0,23%	6,37%	6,30%	-0,07%
Azioni paesi emergenti	1,61%	1,11%	-0,50%	3,97%	2,97%	-1,00%
Azioni area Pacifico (ex Giappone)	1,15%	0,89%	-0,26%	2,83%	2,37%	-0,46%
Azioni (categoria residuale)	0,07%	0,00%	-0,07%	0,17%	0,00%	-0,17%
<b>totale</b>	<b>40,60%</b>	<b>37,43%</b>	<b>-3,17%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	

## Tab 9.33: Confronto dei valori di asset allocation del comparto obbligazionario

valuta	% patrimonio gestito totale			% patrimonio gestito in obbligazioni		
	marzo 2000	marzo 2001	variazione	marzo 2000	marzo 2001	variazione
Obbligazioni in euro	31,24%	32,41%	1,17%	73,20%	73,01%	-0,19%
Obbligazioni in valute differenti (indici global)	8,71%	10,03%	1,32%	20,42%	22,60%	2,18%
Obbligazioni in dollari	1,03%	0,96%	-0,07%	2,41%	2,16%	-0,25%
Obbligazioni in valute di paesi emergenti	0,70%	0,67%	-0,03%	1,64%	1,50%	-0,14%
Obbligazioni in valute europee (ex euro)	0,79%	0,22%	-0,57%	1,85%	0,50%	-1,35%
Obbligazioni in yen	0,10%	0,09%	-0,01%	0,24%	0,20%	-0,04%
Obbligazioni (categoria residuale)	0,10%	0,02%	-0,08%	0,24%	0,03%	-0,21%
totale	42,67%	44,39%	1,72%	100,00%	100,00%	

livello complessivo tali investimenti passano dal 6.24% al 4.16%; nell'ambito degli investimenti azionari la riduzione è, invece, di 4.25 punti percentuali.

- Oltre un quinto degli investimenti azionari continua ad essere concentrato nei mercati dei paesi dell'Unione Monetaria Europea. È

aumentata la percentuale degli investimenti azionari nell'area Europa (ex euro).

Per il comparto obbligazionario (Tab 9.33) si può osservare:

- Gli investimenti obbligazionari sono aumentati dell'1.72%.
- I titoli denominati in euro rappresentano

## Tab 9.34: Consultazione online

PROVIDER	SITO WEB
Banca Commerciale Italiana	<a href="http://www.bci.it">http://www.bci.it</a>
Bloomberg	<a href="http://www.bloomberg.com">http://www.bloomberg.com</a>
Borsa Italiana S.p.A.	<a href="http://www.borsaitalia.it">http://www.borsaitalia.it</a>
Dow Jones	<a href="http://www.dowjones.com/indexes/home.html">http://www.dowjones.com/indexes/home.html</a>
FTSE	<a href="http://www.ftse.com">http://www.ftse.com</a>
Goldman Sachs	<a href="http://www.gs.com">http://www.gs.com</a>
J.P. Morgan	<a href="http://www.jpmorgan.com">http://www.jpmorgan.com</a>
Lehman Brothers	<a href="http://www.lehman.com">http://www.lehman.com</a>
Merrill Lynch	<a href="http://www.ml.com">http://www.ml.com</a>
MSCI	<a href="http://www.msci.com">http://www.msci.com</a>
MTS S.p.A.	<a href="http://www.analysis.it">http://www.analysis.it</a>
Salomon Smith Barney	<a href="http://www.salomonsmithbarney.com">http://www.salomonsmithbarney.com</a>
Sole 24 ore - Unicredit	<a href="http://www.credit.it/finanza/emu6/welcome.htm">http://www.credit.it/finanza/emu6/welcome.htm</a>
Standard & Poor's	<a href="http://www.standardandpoors.com">http://www.standardandpoors.com</a>
Stoxx Limited	<a href="http://www.stoxx.com">http://www.stoxx.com</a>

ancora più del 70% degli investimenti obbligazionari realizzati dai fondi armonizzati e riservati.

- Più del 20% del patrimonio gestito dai fondi obbligazionari continua a far riferimento ad indici “global”, cioè a dei benchmark che investono in titoli denominati in valute diverse.

Chi volesse approfondire le tematiche relative ai benchmark potrà consultare il sito Assogestioni (<http://www.assogestioni.it>) e i siti dei principali index provider indicati in Tab 9.34.

## 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%.

### 10.1 Introduzione

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 inten-

zionalmente 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.

### 10.2 Il modello

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

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

condizione che la giacenza media annua non sia superiore al 5% dell’attivo medio gestito.

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

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

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

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

#### 10.2.1 Definizioni e ipotesi

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

Il fondo è quotato giornalmente ed è gravato dei soli oneri fiscali; assumiamo quindi che non esistano commissioni di alcun genere.

Ipotizziamo inoltre che il fondo non possa prendere denaro in prestito. Come argomentiamo più avanti queste due ipotesi (zero commissioni e nessun indebitamento diverso da quello fiscale) non sono restrittive nel senso che i risultati del modello che andiamo a sviluppare sono indipendenti sia dal regime commissionale che da eventuali operazioni di indebitamento.

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

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

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

### 10.2.2 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  $x_1N_1+ST_0+T_1$ . Si noti che senza perdita di generalità possiamo porre  $L_0=N_0$ .

In altre parole, all'inizio del giorno 1 il gestore riceve  $x_0N_0+(x_1-x_0)N_0$  e alla fine dello stesso giorno ha  $x_1N_1+T_1$ .

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:

$$\frac{L_1}{L_0} = 1 + g_1 = \frac{x_1N_1 + T_1}{x_0N_0 + (x_1 - x_0)N_0} = \frac{x_1N_1 + T_1}{x_1N_0} \quad (1)$$

da cui si ottiene immediatamente:

$$L_1 = L_0 \frac{x_1N_1 + T_1}{x_1N_0} = N_0 \frac{x_1N_1 + ST_1}{x_1N_0}$$

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

## 10.2.3 Dal giorno $i-1$ al giorno $i$

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

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

si ottiene:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_iN_i + ST_{i-1} + T_i}{x_iN_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (3)$$

## 10.2.4 Quando finisce l'anno

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.

## 10.2.5 Liquidazione delle imposte e formula generale

Se il giorno  $j$  (che per noi, sarà il 16 febbraio se si liquidano le imposte sui proventi di tipo A e l'ultimo giorno di ogni mese se si liquidano quelle sui proventi di tipo C) si liquidano le imposte allora all'inizio del giorno  $j+1$  il patrimonio effettivamente disponibile sarà pari a  $x_jN_j+ST_j+(x_{j+1}-x_j)N_j$  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:

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

### 10.2.6 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 commissionari differenti avranno giocoforza due diverse serie storiche della quota lorda (più bassa quella del fondo che paga maggiori commissioni).

### 10.3 Osservazioni: versione analitica della quota lorda

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.

### 10.3.1 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

Riprendendo un tema anticipato nell'introduzione, utilizziamo il modello appena pre-

sentato per mettere in luce l'esatta influenza che la fiscalità ha sul meccanismo di determinazione della quota netta e per chiarire il principio che governa il modello di determinazione della quota lorda.

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

Questa osservazione apre la strada ad un analogo interrogativo circa le proprietà della quota lorda appena determinata.

Nella sezione successiva mostreremo che questa, a differenza della quota netta (dalla quale peraltro dipende) è indipendente dal numero di quote del fondo e costituisce così un'effettiva misura *time-weighted* della performance del gestore.

Facile concludere che queste due osservazioni rappresentano altrettanti buoni motivi per optare per la quota lorda quando si intenda costruire un indice che misuri le capacità del gestore di un fondo.

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

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

risolvendo in  $N_i$  si ottiene:

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

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

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

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

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

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

A commento di questo risultato alcune osservazioni risultano doverose.

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

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

Secondo: la dipendenza di  $N_i$  da  $x_i$  è regolata dal fattore di proporzionalità  $g_i ST_{i-1}(1-\tau)$ . Da ciò si deduce che in assenza di tassazione ( $\tau=0$  e  $ST_{i-1}=0$ )  $x_i$  non è in grado di esercitare alcuna influenza sulla quota netta. Per inciso si noti che in questo caso la (8) si riduce a  $N_{i-1}(1+g_i)$ ,

cioè come ci si poteva ragionevolmente aspettare, la quota netta varia esattamente al tasso  $g_i$  e costituisce quindi una misura time-weighted della performance del fondo attribuibile alla capacità del gestore.

Terzo: quello che abbiamo definito effetto fiscale indiretto, a parità di  $x_i$  e se  $g_i > 0$ , cresce al crescere del debito d'imposta già accantonato. Intuitivamente, a parità di altre condizioni, più l'imposta accantonata e non ancora versata risulta consistente, maggiori risultano le risorse a disposizione del gestore rispetto al solo patrimonio netto disponibile all'inizio del giorno  $i$   $x_i N_{i-1}$ . A titolo di esempio, si ipotizzi che  $x_i N_{i-1} = 10$  con  $x_i = 1$  e che  $ST_{i-1} = 1000$ . In questo caso il gestore avrà a disposizione un patrimonio complessivo pari a 1010 e un suo incremento sia pur piccolo (ad esempio  $g_i = +1\%$ ) si rifletterebbe a livello di quota netta in un incremento  $\pi_i = +88,3\%$ .

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

### 10.3.2 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

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

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

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

tenuto conto della (8) si ottiene semplicemente:

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

quindi

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

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

### 10.3.3 Alcuni esempi

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.

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

In questa prima tabella abbiamo simulato l'andamento di quota netta e quota lorda di un fondo ai suoi primi giorni di vita. Per come è stata definita, la quota lorda varia al tasso  $g_i$  che

misura la capacità del gestore di produrre reddito (e solo quella). Come visto in precedenza questo tasso è indipendente dal numero delle quote in essere.

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

Dal momento che questo fatto costituisce una fonte di distorsione del rapporto quota netta/quota lorda che, in 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. 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  $\Delta_N = -50\%$ .

## 10.3.4 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 osserva 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

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

addebitate al fondo in un determinato giorno ma rimangono accantonate per un certo periodo di tempo (quindi nella disponibilità del gestore). Abbiamo infatti visto che questo tipo di spesa, essendo dedotto immediatamente dalla quota netta ma solo più tardi dalla disponibilità del gestore, genera un “effetto leva”, nel senso che tutti gli eventuali incrementi/decrementi di valore su di esso ottenuti si “scaricano” sulla quota netta.

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

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

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

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

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

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

quella commissionale, come già è stato spiegato, operano attraverso un differimento temporale tra l’istante in cui la quota netta subisce il prelievo fiscale/commissionale e quello in cui il fondo paga effettivamente questi oneri ai relativi creditori; tale differimento genera un debito in capo al fondo e il debito a sua volta genera un effetto leva sui rendimenti netti. Per converso, la leva “classica” opera quando il gestore prende intenzionalmente a prestito denaro da terzi. Stiamo ovviamente ipotizzando che il fondo possa indebitarsi. Si ricorda che nell’ambito della normativa italiana (ed europea) ciò è permesso solo per determinate finalità e con precisi limiti quantitativi. Nonostante l’interesse teorico che questa estensione del modello originale di lordizzazione può eventualmente suscitare, si ritiene utile sottolineare che la formula “ufficiale” di lordizzazione (la (4)) prevede la sterilizzazione dei soli effetti fiscali dal momento che l’obiettivo del modello è quello di ripristinare adeguate condizioni di confrontabilità tra fondi soggetti alla fiscalità italiana e non.

### 10.3.5 Quando il fondo distribuisce proventi

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  $j+1$ .

## LA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE DEI PRODOTTI DELL'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO

L'interesse principale di chi ha sottoscritto un fondo d'investimento è quello di conoscere di quanto sia cresciuta la propria ricchezza, o meglio quale sia la performance complessiva prodotta dal proprio money manager in un certo intervallo temporale. Le valutazioni dei portafogli gestiti, per rispondere adeguatamente alle necessità dell'investitore, devono essere condotte avendo quale oggetto di studio la *performance*.

L'obiettivo che s'intende perseguire in questa trattazione è dunque quello di presentare e analizzare le metodologie basilari che permettono di valutare ex-post in maniera complessiva le scelte e i risultati conseguiti dai gestori di fondi comuni d'investimento. Anteriormente al processo di valutazione è però necessario predisporre una procedura di misurazione della performance che permetta di determinare elementi quantitativi e statistiche indispensabili allo svolgimento dell'analisi. Si evidenzia inoltre l'esigenza di disporre di una procedura di misurazione conforme all'obiettivo che si desidera perseguire, cioè di una metodologia che risponda in maniera efficiente alle necessità conoscitive dell'investitore.

Gli strumenti di cui si deve disporre per valutare i risultati conseguiti dai vari fondi sono rappresentati da una serie di misure denominate risk-adjusted performance (RAP). La particolarità di tali indici è quella di permettere di analizzare i risultati del gestore considerando congiuntamente sia il rendimento da questo prodotto sia il livello di rischio che è stato assunto per raggiungere tale rendimento. I principi alla base della moderna teoria del portafoglio affermano, infatti, che una classifi-

cazione dei portafogli gestiti non può basarsi solo su una misura di rendimento, ma deve fondarsi su un'analisi più approfondita che consideri le modalità tramite le quali siano stati ottenuti certi risultati. La valutazione di un fondo non può quindi avvenire su basi assolute, ma deve essere effettuata su basi relative, cioè considerando congiuntamente le varie componenti della performance (ad esempio lo stile di gestione, il rischio, il benchmark). Markowitz, che negli anni cinquanta diede origine alla teoria del portafoglio, analizzò il problema della selezione e valutazione delle attività finanziarie basandosi su due parametri, uno di rendimento ed uno di rischio. Tali indicatori sintetizzano molte delle informazioni e caratteristiche di cui deve disporre l'investitore per effettuare una valutazione del proprio fondo d'investimento. È necessario analizzare un fondo in quest'ottica bidimensionale poiché tra rendimento e rischio esiste una relazione diretta, vale a dire che il gestore può ottenere rendimenti via via più elevati incrementando progressivamente il livello di rischiosità del portafoglio gestito, ma aumentando d'altra parte anche la possibilità di incorrere in perdite sempre più consistenti. Emerge, dunque, un trade-off tra queste due misure, dato che il rendimento rappresenta una componente che il risparmiatore cerca di massimizzare mentre il rischio all'opposto è un elemento che gli agenti economici cercano di minimizzare.

La trattazione prende inizio dall'analisi delle metodologie tramite le quali l'investitore può determinare la redditività del fondo sottoscritto, mentre in seguito si prenderà in considera-

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

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

### 11.1 La misurazione del rendimento dei fondi di investimento

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

Il calcolo dell'indice di rendimento è particolarmente semplice qualora nel corso del periodo considerato non si verifichi alcun flusso di cassa che vada ad incrementare o a diminuire l'ammontare del capitale investito. In tal caso, supponendo che tutti i proventi  $D$  ricevuti a titolo di remunerazione del capitale inizialmente investito  $V(t_0)$  siano percepiti alla fine

del periodo  $[t_0, T]$ , l'indice di rendimento è determinato univocamente come:

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

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

La questione della confrontabilità degli indici calcolati per periodi di investimento di durata diversa si risolve semplicemente convertendone il valore a una base temporale comune, che in genere è uguale all'anno. Quest'operazione può essere effettuata in due modi, a seconda che si preferisca avvalersi del regime di capitalizzazione semplice o di quello di capitalizzazione composta degli investimenti in considerati. Indicando con  $\tau$  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:

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

### 11.1.1 Il metodo Time Weighted

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 fondi comuni, specialmente se di tipo aperto, sono soggetti a flussi di cassa in entrata e in uscita con cadenza pressoché quotidiana, che sono determinati principalmente dalle richieste di sottoscrizione e di rimborso di quote.

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

In primo luogo, i risparmiatori potrebbero essere interessati a misurare esclusivamente la capacità del gestore del fondo di remunerare adeguatamente il capitale da loro investito nel fondo. In questo caso, l'indice di rendimento adottato deve essere neutrale ai flussi di cassa menzionati, in quanto indipendenti dalle decisioni di investimento del gestore stesso. La soluzione appropriata è il cosiddetto *Time Weighted Rate of Return (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 pri-

ma 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.

## 11.1.2 Il metodo Money Weighted

Dal punto di vista del singolo cliente del fondo, il *TWRR* non è un indice appropriato qualora egli sia interessato a valutare il rendimento effettivo del proprio investimento in un fondo comune. In tal caso, infatti, è necessario che si impieghi un indice che tenga adeguatamente conto degli apporti o delle 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<sup>5</sup> 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.

## 11.1.3 Il metodo contabile

L'Ufficio Studi Mediobanca (*USM*) redige annualmente un rapporto sui bilanci di un nutrito campione di organismi di gestione del risparmio operanti in Italia. Sulla base di elaborazioni effettuate sui dati raccolti, viene proposta una valutazione sintetica della redditività realizzata dai gestori, aggregati per carattere del servizio offerto (fondi comuni aperti e chiusi, fondi pensione) e per ampi obiettivi di investimento (fondi azionari, obbligazionari, ecc.). I risultati sono posti a confronto con i tassi di rendimento di alcuni noti indici di mercato azionari e obbligazionari.

L'indice di redditività proposto, calcolato sui dati di bilancio aggregati, è costruito come il rapporto tra l'utile netto (*UN*) aggregato dell'anno di riferimento e il patrimonio medio, calcolato come media aritmetica del patrimonio (*V*) a inizio e fine anno, quest'ultimo depurato dell'utile netto, ovvero:

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

L'utile (o risultato) netto è definito come il risultato netto della gestione titoli meno le imposte, gli oneri di gestione e le altre spese a

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

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

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

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

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

### 11.1.4 I tre indici a confronto

Per comprendere meglio le procedure di calcolo degli indici finora illustrati è utile avvalersi di un semplice esempio. La Tab 11.1 rappre-

**Tab 11.1: 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
$V(t_i)$	1000	2400	1260	1386	2400
$F(t_i)$		1000	-1000	0	214
$V(t_{i-1}) + F(t_i)$		2000	1400	1260	1600
$r(i-1, i)$		20,0%	-10,0%	10,0%	50,0%

senta schematicamente la storia di un ipotetico investimento in un fondo comune nel corso del 1999. Per semplicità, l'anno è suddiviso in quattro trimestri; si assume che le scadenze dei flussi di cassa coincidano con l'inizio di ciascun trimestre.

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

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

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

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

Per quanto riguarda il *MWRR*, è necessario

innanzitutto calcolare il totale dei flussi di cassa e la giacenza media dell'anno:

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

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

Applicando la (5) si ottiene:

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

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

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

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

La seconda indicazione che si trae dall'esempio è che l'indice *USM* non consente una buona approssimazione del *MWRR*. L'errore di

quindici punti percentuali (in eccesso) che si commette adottando il primo piuttosto che il secondo è imputabile al fatto che la giacenza media, che compare al denominatore di entrambi gli indici, così come approssimata secondo il metodo *USM* è marcatamente diversa da quella esatta dell'indice *money weighted*.

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

### 11.2 La comparazione dei fondi di investimento

Parallelamente al processo di determinazione della redditività di un fondo di investimento è necessario procedere ad una misurazione del rischio di tale prodotto finanziario, altra caratteristica fondamentale di un portafoglio gestito. Il rischio di un fondo d'investimento è concepibile come l'incertezza legata alla realizzazione di un dato rendimento e l'incertezza è generalmente collegata al concetto di variabilità o volatilità. I fondi comuni rappresentano uno strumento finanziario rischioso, in quanto il valore delle loro quote è soggetto a variazioni e proprio l'ordine di grandezza di tali variazioni determina il livello di rischiosità dello strumento finanziario.

Esistono, tuttavia, delle tipologie di strumenti finanziari che non sono soggetti a rischi, cioè l'investitore è in grado di conoscere con certezza quanto riceverà al termine del periodo d'in-

vestimento. Tali strumenti sono denominati risk-free asset, cioè strumenti finanziari privi di rischio e sono costituiti dai titoli di stato con scadenza a breve (ad esempio BOT a tre mesi). I fondi d'investimento, essendo strumenti finanziari rischiosi, dovrebbero offrire rendimenti tali da compensare il risparmiatore per il livello di rischiosità che assume investendo in essi e proprio in base al livello della redditività prodotta in relazione alla loro rischiosità è possibile effettuare una valutazione e classificazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito.

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

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

Il rischio dei diversi fondi dipende dunque prevalentemente dai propri obiettivi di inve-

stimento, cioè da quegli elementi individuabili all'interno del prospetto informativo che caratterizzano il prodotto finanziario e lo distinguono da altri.

Fondi che detengono attività più rischiose hanno storicamente una volatilità maggiore ed un rendimento maggiore.

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

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

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

In realtà il livello di rischiosità del benchmark non si mantiene costante nel tempo, ma è soggetto a cambiamenti a causa dei mutamenti macroeconomici che i vari mercati registrano.

Nella Tab 11.2 è rappresentata la volatilità di tre indici di mercato utilizzati diffusamente dagli operati come benchmark. Su archi temporali differenti la volatilità degli indici non rimane costante ma si modifica.

Ciò dimostra che il medesimo mercato non mantiene stabile il proprio livello di rischio e che quindi l'investitore può ritrovarsi con una rischiosità diversa a quella preventivata, dato che il benchmark, come qualsiasi attività finanziaria, è caratterizzato da una varianza che nel tempo si modifica.

La Fig 11.1 conferma come nell'ultimo decennio il rischio dei tre benchmark si sia modificato. Tale grafico è stato costruito consideran-

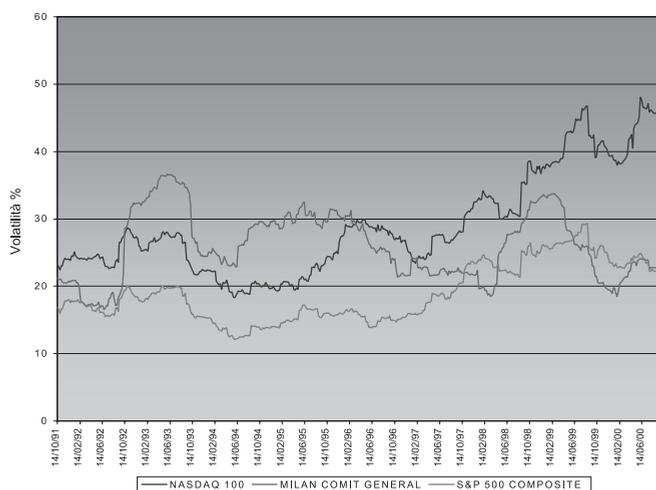
do periodi rolling della lunghezza di un anno, sempre con dati a frequenza settimanali. Il benchmark vincola quindi il gestore ad investire su particolari mercati più che ad assumere un determinato livello di rischio. Fondi con medesimo benchmark possono essere caratterizzati da stili di gestione diversi: 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).

**Tab 11.2: Volatilità del benchmark sui diversi orizzonti temporali**

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

Elaborazione su dati Thomson Financial Datastream.

**Fig 11.1: variabilità nel livello di rischio di alcuni benchmark**



Il risparmiatore, che tipicamente deve prendere una decisione di investimento ex-ante, non riesce ad avere informazioni sullo stile di gestione se non nel caso in cui questo venga dichiarato dal gestore.

Al fine di valutare a posteriori la performance dei fondi di investimento è necessario conoscere, oltre al benchmark utilizzato e alla tipologia di strategia seguita, anche lo stile di gestione che ha adottato il gestore in un certo evaluation period.

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

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

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

di approssimazione, attraverso l'analisi dello stile di gestione. Ogni peer group conterrà quindi quei fondi caratterizzati da stili di gestione affini. In tal modo i prodotti all'interno del gruppo risultano direttamente confrontabili dato che presentano profili di rischio-rendimento simili.

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

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

### 11.3 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:

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

in cui:

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

$\bar{R}$ : rendimento medio del fondo durante l'eva-

luation period;

$R_t$ : rendimento sottoperiodale;

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

Il radicare dell'espressione (8) viene denominato varianza e spesso è utilizzato come misura di rischio in modo analogo alla deviazione standard.

La moderna teoria del portafoglio sostiene che il rischio rilevante che deve essere considerato e per il quale l'investitore viene compensato non è quello misurato tramite la standard deviation, ma quello rappresentato dal beta. È possibile, infatti, considerare due componenti di rischio di un portafoglio:

- Il rischio complessivo
- Il rischio sistematico o di mercato

Il primo è quello misurato dalla standard deviation e rappresenta la variabilità totale dei rendimenti; il secondo invece evidenzia la sensibilità del fondo rispetto ai movimenti di mercato.

Il rischio sistematico inoltre costituisce quella parte di rischio non diversificabile di un portafoglio e quindi rappresenta la componente principale di rischiosità di un fondo comune dato che quest'ultimo non è altro che un portafoglio ben diversificato. Inoltre, qualora l'investitore possedesse un portafoglio di attività finanziarie composto da fondi sarebbe più interessato a conoscere il rischio sistematico dei fondi in portafoglio piuttosto che il loro rischio complessivo.

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

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

nella quale:

$\sigma_{PM}$ : rappresenta la covarianza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del mercato;  
 $\sigma_M^2$ : costituisce la varianza dei rendimenti del mercato.

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

### 11.3.1 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:

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

in cui:

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

$\bar{R}_f$ : 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 (10) 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:

$$S_B = \frac{\bar{R}_B - \bar{R}_f}{\sigma(R_{Bt})} = \frac{\overline{ER}_B}{\sigma(R_{Bt})} \quad (11)$$

Al fine di determinare le qualità del fondo di investimento che si desidera valutare si può confrontare l'indice di Sharpe del benchmark con quello del portafoglio gestito. Se l'indice di Sharpe risulta superiore a quello del benchmark significa che il gestore del fondo ha ottenuto risultati superiori, nell'ambito del trade-off rischio-rendimento, rispetto a quelli del parametro oggettivo di riferimento, vale a dire che ha prodotto maggior rendimento per unità di rischio rispetto al benchmark.

La scelta del fondo migliore all'interno di un insieme omogeneo, quindi di strumenti caratterizzati da benchmark equivalenti può essere svolta anche graficamente. Se nello spazio rischio-rendimento collochiamo i prodotti gestiti e l'attività priva di rischio, ed in seguito

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

Nella figura 11.2 sono rappresentati nello spazio cartesiano rischio-rendimento tre fondi che adottano come benchmark il MIB30. È evidenziata anche la collocazione dell'attività priva di rischio e del benchmark.

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

Dalla rappresentazione si ricava, infatti, che:

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

Emerge quindi che il fondo B ha raggiunto risultati, in termini di rischio e rendimento, superiori rispetto agli altri due prodotti ed al benchmark e risulta quindi il migliore. Se avessimo classificato i gestori solo sulla base del rendimento da questi prodotto saremmo arrivati a valutazioni errate dato che avremmo collocato al primo posto il fondo C. Tale fondo ha

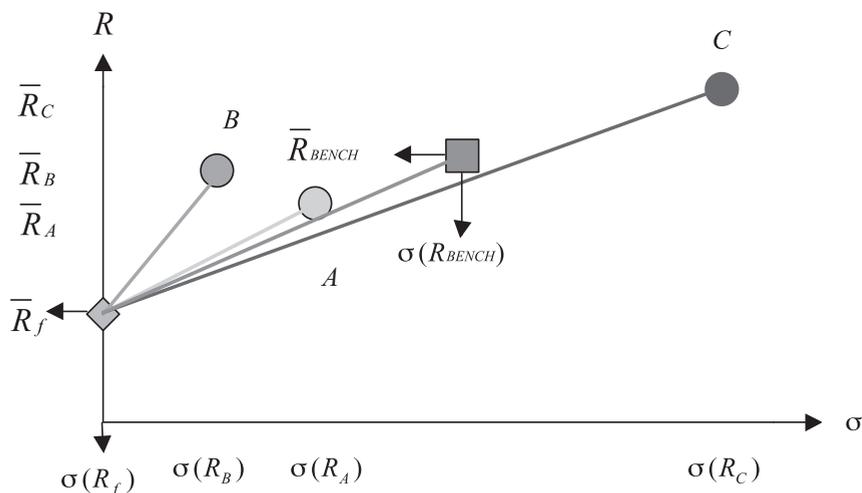
ottenuto rendimenti superiori perché il suo gestore si è posizionato su livelli di rischiosità più elevati rispetto agli altri fondi o al benchmark e non quindi perché dispone di particolari abilità. Si ribadisce dunque l'importanza di non redigere classificazioni dei prodotti gestiti considerando esclusivamente il loro rendimento, ma effettuare analisi attraverso misure che, per costruzione, considerino oltre al rendimento anche il rischio.

### 11.3.2 Indice di Modigliani

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

**Fig 11.2: Interpretazione grafica dell'indice di Sharpe**



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:

$$RAP_M = (\bar{R} - \bar{R}_f) * \frac{\sigma_B}{\sigma_F} + \bar{R}_f \quad (12)$$

dove:

$RAP_M$ : misura di Modigliani;

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

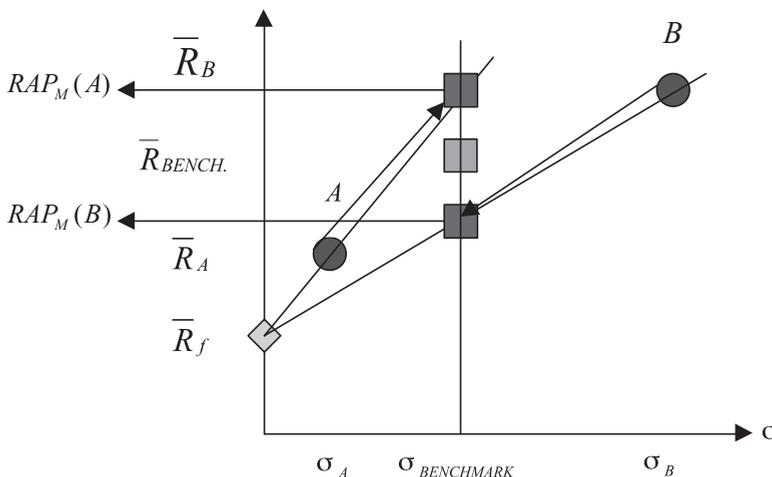
$\bar{R}_f$ :rendimento medio dell'attività priva di rischio nell'evaluation period;

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

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

La figura 11.3, costruita in un piano cartesiano rischio-rendimento presenta un'illustrazione grafica della misura di Modigliani. Dopo aver collocato nel piano il fondo A, il fondo B ed il benchmark si sono determinati i rendimenti "modificati" o misure RAP dei due fondi. Tale operazione è stata eseguita trascinando i fondi sulle semirette che li uniscono all'attività priva di rischio fino al punto in cui questi presentano un

**Fig 11.3: Interpretazione grafica della misura di Modigliani**



livello di rischio pari a quello del benchmark. Tali punti sono rappresentati dai due quadrati grigi. In corrispondenza di tali punti si può leggere sull'asse delle ordinate il rendimento *modificato*. Questo rendimento rappresenta la misura risk-adjusted performance di Modigliani. L'analisi grafica mostra che il fondo A è preferibile al fondo B in quanto caratterizzato da una misura di Modigliani più elevata. Se avessimo valutato i due fondi solo sulla base del rendimento avremmo effettuato un'analisi errata dato che avremmo selezionato il fondo B il quale presenta una redditività superiore al fondo A. Tuttavia le misure  $RAP_M(A)$  e  $RAP_M(B)$  indicano che il fondo B ha ottenuto un rendimento superiore perché ha assunto un rischio superiore e non quindi perché il suo gestore dispone di particolari abilità, mentre il fondo A, sebbene abbia reso meno del benchmark, ha prodotto un rendimento rettificato per il rischio (RAP) più elevato di B e del parametro oggettivo di riferimento. Se determiniamo la differenza tra il rendimento del benchmark e la misura RAP di Modigliani dei fondi otteniamo il rendimento (rettificato per il rischio) differenziale (positivo o negativo) dei due prodotti gestiti.

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

### 11.3.3 L'information ratio

Il benchmark oltre ad essere ex-ante un indicatore del profilo di rischio di un fondo può essere

utilizzato ex-post come termine di valutazione della performance.

Al fine di valutare la performance di un fondo di investimento è dunque necessario far riferimento al benchmark dichiarato dal fondo, il quale abbia auspicabilmente le medesime caratteristiche del fondo in termini di rischio e rendimento. Nell'effettuare il confronto si deve tuttavia considerare che il benchmark è costituito da un portafoglio virtuale, che quindi non tiene conto di una serie di elementi che impattano sulla redditività del fondo ma non su quella del parametro oggettivo di riferimento.

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

Per confrontare i risultati di diversi portafogli gestiti, in termini di rendimento e di rischio, è quindi necessario disporre di misure ex-post che mostrino le abilità relative del gestore rispetto al parametro di riferimento.

Una misura risk-adjusted performance che può essere utilizzata a tal proposito è l'information ratio, il quale è definito come segue:

$$IR = \frac{\overline{TE}}{\sigma(TE_t)} \quad (13)$$

in cui:

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

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

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

$$TE_t = R_t - R_{Bt} \quad (14)$$

dove:

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

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

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

Il tracking error rappresenta il valore aggiunto che il fondo ha prodotto rispetto al benchmark e costituisce quindi una misura della bontà del prodotto. Tale rendimento ha la proprietà di essere un differenziale determinato su basi relative, dato che ogni fondo viene confrontato con i propri obiettivi e non con un riferimento generico come l'attività risk-free. Il denominatore dell'espressione (13) rappresenta invece una misura di rischio relativa, infatti, la deviazione standard del tracking error misura la volatilità di tale premio prodotto dal fondo rispetto al benchmark di riferimento. La volatilità del tracking error fornisce indicazioni sulla rischiosità differenziale che si sopporta investendo nel fondo rispetto all'alternativa virtuale di detenere direttamente il benchmark. Tale misura mostra quindi quanto rischio aggiuntivo, rispetto al benchmark, il gestore ha assunto al fine di produrre un determinato differenziale di rendimento.

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

un tipo di strategia passiva oppure attiva. Con il termine gestione passiva ci si riferisce a quei fondi che tendono a replicare un predefinito benchmark o indice di mercato. I gestori di tali fondi acquistano ciascuna attività nella medesima proporzione in cui questa è presente nell'indice. L'obiettivo perseguito da tali fondi è dunque quello di ottenere un rendimento il più simile possibile a quello del benchmark e vengono quindi valutati proprio in base al livello di accuratezza raggiunto in tale opera di duplicazione. I fondi di investimento che adottano tale politica di investimento vengono anche denominati index fund.

Un gestore attivo, invece, è colui che costruisce il proprio fondo sulla base delle proprie aspettative sul futuro. Tale gestore non detiene le attività nella medesima proporzione in cui queste sono presenti nel benchmark ma, in base alle proprie previsioni e analisi, attribuisce maggior peso a quei settori o titoli che prevede otterranno risultati migliori rispetto al resto del mercato.

L'indicatore rappresentato dall'espressione (13) appare simile nella sua formulazione all'indice di Sharpe, in quanto l'extra-rendimento del fondo viene determinato in un caso considerando l'attività priva di rischio (indice di Sharpe), mentre nell'altro prendendo come riferimento il benchmark (information ratio). L'indice di Sharpe potrebbe essere pensato quindi come un caso particolare dell'information ratio in cui la funzione del benchmark viene svolta dall'attività risk-free.

L'information ratio, benché molto meno utilizzato dagli operatori e dai media, fornisce delle informazioni sulla qualità del prodotto gestito più approfondite dell'indice di Sharpe, dato che il maggior rendimento e rischio del fondo viene determinato sulla base del benchmark e non dell'attività priva di rischio. L'information ratio ha quindi la proprietà di

sintetizzare sia una misura di extra-rendimento sia una di extra-rischio del fondo rispetto al benchmark. Dato che tale 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.

### 11.3.4 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 ( $\alpha$ ), è infatti definita come il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistematico. La misura in esame è costruita su un modello di asset pricing, il Capital Asset Pricing Model, (CAPM), il quale definisce il rendimento atteso delle attività finanziarie (quindi anche di un fondo di investimento) sulla base dell'indicatore di rischio beta ( $\beta$ ). Il beta, come esposto in

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

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

Analiticamente l'alfa di Jensen può essere determinata come segue:

$$\alpha_p = \bar{R} - \bar{R}_{CAPM} \quad (14)$$

in cui:

$\alpha_p$ : alfa di Jensen del fondo, o extra-rendimento;

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

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

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

$$\bar{R}_{CAPM} = \bar{R}_f + \beta_p * (\bar{R}_B - \bar{R}_f) \quad (15)$$

dove:

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

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

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

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

Si noti che l'alfa di Jensen è un indicatore risk-adjusted performance espresso in termini percentuali e risulta quindi di semplice comprensione. È inoltre importante evidenziare che le espressioni (14) e (15) devono essere applicate considerando orizzonti temporali medio-lunghi, e che quindi nel breve periodo possono fornire informazioni poco significative.

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

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

1 Star rating;

2 Category rating.

L'impostazione metodologica di determinazione risulta simile per ambedue i sistemi, tuttavia sono riscontrabili differenze nei parametri informativi che vengono implementati. Ogni fondo di investimento viene collocato e valutato all'interno di un gruppo o categoria la quale svolge la funzione di benchmark. Tale categoria viene costruita in modo tale da includere fondi con medesimo stile di gestione. Le categorie quindi non vengono redatte sulla base di benchmark generici, come quelli

dichiarati nei prospetti, ma in base alla specifica composizione dei portafogli gestiti.

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

$$RAR = RRet - RRisk \quad (16)$$

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

$$RRet = \frac{Ret}{BRet_{g(P)}} \quad (17)$$

$$RRisk = \frac{Risk}{BRisk_{g(P)}}$$

in cui  $BRet_{g(P)}$  e  $BRisk_{g(P)}$  costituiscono le basi relative al gruppo di appartenenza del fondo. Sulla base della misura RAR risultante dal procedimento descritto la Morningstar stila la propria classifica dei fondi all'interno del gruppo di appartenenza assegnando delle stelle come segue:

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

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

★★★:fondi che si collocano nel 35% delle posizioni seguenti;

★★:fondi che si collocano nel seguente 22,5%;

★:fondi che si collocano nell'ultimo decile della classifica.

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

$$MI = \frac{\bar{R} - \bar{R}_{cat}}{\sigma(R_t - \bar{R}_{cat})} \quad (18)$$

dove:

MI: indice Micropal;

$R$ : rendimento medio del fondo;  
 $\bar{R}_{cat}$ : rendimento medio della categoria di appartenenza del fondo;  
 $\sigma(R_t - R_{cat})$ : deviazione standard della differenza di rendimento tra il fondo e la media di categoria di appartenenza del prodotto. L'indice Micropal risulta simile a quello sviluppato da Sharpe, dato che entrambi rapportano una misura di excess return ad una di rischio. La particolarità dell'indice Micropal è quella di determinare sia rendimento differenziale sia rischio differenziale rispetto ad una misura media di categoria. Micropal, dopo aver redatto una classifica in base al risultato dell'indice per ciascuna categoria, attribuisce a ogni fondo un punteggio, costituito da stelle, simile a quello della Morningstar:

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

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

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

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

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

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

**Studio di Prometeia Calcolo per Assogestioni**

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

AIMR, Performance Presentation Standards 1993, 1993.

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

\_\_\_\_\_, Benchmark e fondi comuni: Le regole per interpretare e utilizzare corret-

tamente il parametro oggettivo di riferimento, 1999.

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

GIPS, Standard globali di presentazione della performance degli investimenti, Comitato italiano per gli Standard di Presentazione delle Performance, Giugno 1999.

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_, "The Sharpe ratio", Journal of Portfolio Management, Fall 1994.

\_\_\_\_\_, Morningstar's Risk-adjusted Ratings, Stanford University, Jan. 1998.

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

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

# MAPPA DEL SITO WWW.ASSOGESTIONI.IT

Novità

Dati e statistiche

Comunicato stampa

Dati per gruppo

Dati per categoria

Dati del sistema Italia

Fondi italiani

Dati per categoria

Dati per gestore

Dati per fondo

Dati per canale

Altri dati

Benchmark

Fondi lux. storici

Dati per categoria

Dati per gestore

Dati per fondo

Fondi esteri (italiani)

Dati per categoria

Dati per gestore

Dati per fondo

Fondi esteri (esteri)

Dati per categoria

Dati per gestore

Dati per fondo

Fondi pensione

Dati per categoria

Dati per gestore

Dati per fondo

Fondi chiusi immobiliari

Dati per categoria (dis.)

Dati per gestore (dis.)

Dati per fondo (dis.)

Confronto internazionale

Fondi europei

Fondi nel mondo

# Capitolo 12

<b>Fondi e gestori</b>	<b>Gestori</b>	<b>Associati</b>
		<b>Associati SGR</b>
		<b>Associati SIM</b>
		<b>Associati esteri</b>
		<b>Associati altri</b>
	<b>Prodotti e servizi</b>	<b>Fondi aperti</b>
		<b>Fondi chiusi</b>
		<b>Fondi pensione</b>
		<b>Fondi riservati</b>
		<b>Fondi speculativi</b>
<b>Assogestioni</b>	<b>Chi siamo</b>	
	<b>Statuto</b>	
	<b>Codice deontologico</b>	
	<b>Pubblicazioni</b>	<b>Pubblicazioni</b>
		<b>Quaderni di ricerca</b>
		<b>Relazione annuale</b>
<b>Documentazione</b>	<b>Normativa</b>	
	<b>Finanziaria</b>	
<b>Area Associati</b>	<b>Circolari</b>	
	<b>Comunicati</b>	
	<b>Dati</b>	
	<b>Variazioni di categoria</b>	
<b>Classificazione</b>	<b>Classificazione</b>	<b>Introduzione</b>
		<b>Fondi e Sicav</b>
		<b>Fondi pensione</b>
		<b>Lo standard int.le</b>
		<b>La storia</b>
	<b>Benchmark</b>	<b>Cos'è il benchmark</b>
		<b>Domande e risposte</b>
	<b>Le scelte dei gestori</b>	

## DATI E STATISTICHE

### Evoluzione del patrimonio dei prodotti istituiti da operatori italiani (dati di fine periodo in mil euro)

Anno	Fondi italiani			Fondi esteri			Totale fondi totale
	armonizzati	riservati	fondi di fondi*	lussemburghesi storici	esteri italiani	totale esteri	
1984	597		597	2.186		2.186	2.783
1985	10.217		10.217	3.902		3.902	14.119
1986	33.609		33.609	5.511		5.511	39.121
1987	30.703		30.703	4.535		4.535	35.238
1988	26.630		26.630	4.465		4.465	31.095
1989	25.393		25.393	4.420		4.420	29.814
1990	24.471		24.471	3.187		3.187	27.657
1991	29.025		29.025	2.838		2.838	31.863
1992	31.327		31.327	2.562		2.562	33.889
1993	56.858		56.858	2.676		2.676	59.535
1994	67.226		67.226	2.769		2.769	69.994
1995	65.482		65.482	3.521		3.521	69.003
1996	101.720		101.720	6.996		6.996	108.716
1997	189.740		189.740	12.603		12.603	202.342
1998	372.274		372.274	19.748	3.080	22.828	395.102
1999	472.450	2.849	475.298	30.385	31.722	62.107	537.405
2000	449.931	3.293	453.224	34.345	60.449	94.794	548.018

\* Fondi di fondi non inclusi nel totale

## Numero dei fondi comuni italiani nel 2000 \*

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>	362	363	374	386	392	400	421	422	431	431	434	438
Italia	77	77	75	71	71	71	72	72	72	72	72	73
Area Euro	10	10	10	13	13	15	15	15	16	15	15	15
Europa	44	44	47	48	49	49	51	51	52	53	54	55
America	36	36	38	38	38	39	40	40	40	40	41	41
Pacifico	39	39	42	43	43	45	46	46	46	46	47	47
Paesi Emergenti	23	23	24	26	26	26	27	27	27	28	28	28
Internazionali	65	65	66									
Internazionali - TS				65	66	67	69	69	70	69	69	70
Internazionali - NTT				8	10	10	19	20	23	25	25	25
Altre Specializzazioni	68	69	72	74	76	78	82	82	85	83	83	84
BILANCIATI	61	61	62	64	64	65	66	66	67	79	79	83
Bilanciati	61	61	62	64	64	65	66	66	67			
Bilanciati Azionari										6	6	8
Bilanciati										61	61	62
Bilanciati Obbligazionari										12	12	13
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	347	347	354	354	360	366	376	377	384	390	391	392
Misti	40	40	41	42	42	40	43	44	46	48	49	50
Area Euro a Breve Termine	84	84	86	84	84	84	85	85	88	88	88	88
Area Euro a ML Termine	71	71	72	71	72	73	73	73	74	76	76	76
Area Europa	16	16	16	19	19	20	20	20	20	17	17	17
Area Dollaro	26	26	26	26	27	28	29	29	30	31	31	31
Area Yen	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Paesi Emergenti	15	15	15	15	15	17	17	17	17	17	18	18
Internazionali	56	56	56	57	59	61	61	61	61	62	62	62
Altre Specializzazioni	32	32	35	33	35	36	41	41	41	44	43	43
FONDI DI LIQUIDITA'	33	33	35	34	34	34	36	35	35	36	36	36
FLESSIBILI	28	28	30	31	32	34	34	34	35	36	37	34
<b>TOTALE FONDI ITALIANI</b>	831	832	855	869	882	899	933	934	952	972	977	983

\* Fondi non armonizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

### Patrimonio dei fondi comuni italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>	144.485	169.679	173.418	171.062	164.426	167.553	168.260	178.936	173.148	173.547	162.493	155.778
Italia	25.580	31.194	26.978	25.434	25.769	26.642	27.140	28.539	27.568	28.869	28.823	27.066
Area Euro	6.713	8.433	8.163	8.555	8.462	8.706	8.685	8.874	8.534	8.711	8.203	8.148
Europa	38.331	46.548	48.338	48.609	47.596	47.862	49.108	51.122	49.830	51.330	48.420	48.258
America	10.054	11.181	12.892	13.328	12.761	13.355	13.848	15.883	15.812	16.196	14.320	13.553
Pacifico	23.675	24.462	24.027	23.184	20.458	20.802	19.383	20.415	19.176	18.435	17.260	15.331
Paesi Emergenti	4.561	5.930	6.453	6.302	5.858	5.833	5.571	5.738	5.043	4.822	4.211	4.089
Internazionali	18.384	20.223	21.049									
Internazionali - TS				20.817	19.823	20.059	20.458	21.951	21.691	21.453	19.576	18.665
Internazionali - NIT				4.431	4.368	4.767	7.315	8.135	7.726	7.821	6.700	6.282
Altre Specializzazioni	17.188	21.709	25.518	20.404	19.333	19.527	16.752	18.280	17.769	15.910	14.982	14.386
<b>BILANCIATI</b>	53.783	60.037	62.741	63.999	64.827	65.846	66.666	69.337	68.848	74.636	72.760	72.775
Bilanciati	53.783	60.037	62.741	63.999	64.827	65.846	66.666	69.337	68.848			
Bilanciati Azionari										3.923	3.667	3.860
Bilanciati										52.048	50.083	50.080
Bilanciati Obbligazionari										18.666	18.410	18.835
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	241.120	227.996	221.893	218.922	213.002	210.008	207.843	206.938	203.080	199.247	196.273	194.084
Misti	49.776	46.114	44.267	44.598	41.993	40.905	40.144	39.941	39.039	36.956	36.064	35.844
Area Euro a Breve Termine	71.745	67.400	63.698	61.479	58.967	57.096	55.220	53.249	52.095	50.580	48.983	49.154
Area Euro a M/L Termine	61.822	57.448	56.181	55.223	55.051	54.573	53.807	54.536	53.572	54.557	55.853	56.046
Area Europa	8.089	7.922	8.045	8.252	8.369	8.576	8.461	8.565	8.370	7.030	6.964	6.912
Area Dollaro	4.401	4.578	4.890	5.167	5.443	5.554	5.918	5.724	5.703	5.872	5.433	4.634
Area Yen	340	365	417	430	437	440	449	478	473	492	481	444
Paesi Emergenti	2.971	3.378	3.787	4.004	3.882	3.866	3.965	4.142	4.064	3.923	3.634	3.315
Internazionali	25.666	26.215	26.897	26.295	25.713	25.910	25.913	26.632	26.543	27.150	26.571	25.581
Altre Specializzazioni	16.310	14.575	13.713	13.474	13.148	13.089	13.966	13.671	13.222	12.687	12.290	12.154
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	21.862	21.880	21.593	22.230	22.480	21.534	21.315	20.900	20.323	20.454	20.982	22.907
<b>FLESSIBILI</b>	5.908	7.197	8.528	8.879	8.942	9.371	9.567	9.982	9.623	9.864	9.402	7.679
<b>TOTALE FONDI ITALIANI</b>	467.157	486.788	488.173	485.091	473.676	474.312	473.651	486.094	475.022	477.748	461.909	453.224

\* Fondi non ammortizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Raccolta netta dei fondi comuni italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	6.661	9.462	6.158	1.612	1.956	1.631	1.434	2.059	3.673	2.361	2.436	88	39.530
Italia	-455	-299	488	265	314	536	406	391	298	494	505	-309	2.634
Area Euro	418	451	164	169	294	269	-6	-84	196	174	207	111	2.362
Europa	2.969	3.824	2.874	567	977	791	445	610	1.195	838	874	331	16.294
America	541	833	824	467	149	393	365	763	749	189	-38	-50	5.186
Pacifico	788	461	-1.088	-17	-685	-347	-104	-342	-253	-176	-148	-324	-2.234
Paesi Emergenti	781	1.071	563	127	21	-189	-89	-79	-221	-92	-39	-11	1.843
Internazionali	729	954	109										1.792
Internazionali - TS				-133	149	103	-328	298	835	42	-43	74	996
Internazionali - NTT				-27	549	149	249	85	513	468	421	166	2.572
Altre Specializzazioni	890	2.167	2.225	195	187	-75	495	417	362	425	697	100	8.086
<b>BILANCIATI</b>	3.317	3.516	2.444	1.553	1.975	832	719	1.012	942	592	490	-141	17.251
Bilanciati	3.317	3.516	2.444	1.553	1.975	832	719	1.012	942				16.310
Bilanciati Azionari										9	14	-44	-21
Bilanciati										467	386	1	854
Bilanciati Obbligazionari										116	90	-98	109
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	-15.028	-14.332	-8.188	-3.389	-5.213	-3.475	-2.983	-2.373	-4.550	-3.673	-3.479	-2.304	-68.985
Misti	-3.129	-4.321	-2.114	319	-1.910	-1.179	-777	-476	-838	-807	-856	-231	-16.319
Area Euro a Breve Termine	-3.540	-4.469	-3.889	-2.108	-2.531	-2.038	-1.932	-2.109	-1.372	-1.667	-1.838	-98	-27.589
Area Euro a ML Termine	-5.985	-4.480	-1.819	-727	-257	-633	-54	716	-1.183	-562	753	-313	-14.543
Area Europa	-451	-189	52	-74	157	189	-130	94	-225	34	-103	-111	-754
Area Dollaro	-36	108	193	100	371	155	188	-417	-86	-231	-378	-617	-651
Area Yen	-12	33	25	9	14	7	10	7	-5	5	5	3	102
Paesi Emergenti	-12	285	322	175	11	-111	-49	20	-75	-156	-228	-289	-107
Internazionali	-442	527	3	-980	-824	235	85	150	-279	243	-429	-424	-2.135
Altre Specializzazioni	-1.422	-1.826	-960	-102	-244	-100	-324	-359	-488	-533	-406	-225	-6.990
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	677	-23	-332	601	209	-999	-325	-473	-642	69	432	1.846	1.042
<b>FLESSIBILI</b>	539	688	1.557	475	399	379	209	31	65	189	139	43	4.713
<b>TOTALE FONDI ITALIANI</b>	-3.834	-688	1.640	852	-673	-1.632	-947	255	-511	-461	17	-468	-6.449

\* Fondi non armonizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Sottoscrizioni dei fondi comuni italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	17.210	21.365	19.393	10.414	9.491	10.883	7.655	6.995	10.906	8.232	8.789	4.804	136.134
Italia	1.915	2.669	2.608	1.543	1.359	1.696	1.382	1.219	1.663	1.468	1.518	781	19.821
Area Euro	798	893	826	489	591	494	371	256	577	346	590	255	6.486
Europa	5.371	6.242	6.011	2.688	2.685	3.275	1.932	1.863	2.908	2.241	2.663	1.485	39.363
America	1.089	1.606	1.684	1.134	777	1.655	880	1.173	1.344	1.111	848	516	13.816
Pacifico	2.623	2.711	1.584	1.147	1.049	1.408	741	511	585	583	568	303	13.813
Paesi Emergenti	1.091	1.405	951	435	287	350	180	128	146	141	132	93	5.338
Internazionali	1.756	2.237	1.553										5.547
Internazionali - TS		934	939			1.005	728	728	1.778	750	674	547	8.083
Internazionali - NIT		529	697			274	461	332	798	697	667	333	4.787
Altre Specializzazioni	2.566	3.602	4.177	1.515	1.107	725	980	785	1.107	896	1.129	491	19.080
<b>BILANCIATI</b>	5.841	6.304	5.161	3.013	3.457	2.679	2.207	1.938	2.605	2.578	1.983	1.247	39.012
Bilanciati	5.841	6.304	5.161	3.013	3.457	2.679	2.207	1.938	2.605				33.204
Bilanciati Azionari										94	84	48	225
Bilanciati										1.851	1.347	870	4.068
Bilanciati Obbligazionari										633	552	330	1.515
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	12.460	15.214	13.512	10.168	11.331	11.147	7.254	7.022	7.654	9.035	8.014	6.900	119.709
Misti	1.365	1.244	1.474	2.020	1.196	916	743	557	691	664	660	500	12.029
Area Euro a Breve Termine	4.856	4.577	3.623	2.879	2.825	2.523	2.029	1.583	2.839	3.249	1.944	2.319	35.244
Area Euro a M/L Termine	2.699	4.017	4.001	2.252	3.769	2.941	2.286	2.684	1.656	2.351	3.238	2.361	34.255
Area Europa	573	855	851	613	758	667	274	457	284	601	272	420	6.625
Area Dollaro	371	424	424	285	697	1.292	358	194	349	246	212	108	4.959
Area Yen	50	51	42	27	31	21	21	14	22	22	17	16	334
Paesi Emergenti	317	511	546	348	242	454	163	205	228	178	122	54	3.367
Internazionali	1.597	2.730	1.735	1.104	1.158	1.612	1.060	968	1.275	1.391	1.256	835	16.711
Altre Specializzazioni	633	805	816	640	655	722	321	369	309	334	294	289	6.185
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	4.394	3.699	3.406	3.037	2.775	2.132	1.915	1.380	1.688	2.517	2.366	3.473	32.782
FLESSIBILI	867	1.082	1.902	797	642	612	484	260	407	461	367	220	8.099
<b>TOTALE FONDI ITALIANI</b>	40.772	47.663	43.374	27.428	27.695	27.452	19.514	17.595	23.259	22.822	21.518	16.644	335.735

\* Fondi non ammortizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Riscatti dei fondi comuni italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	10.549	11.902	13.235	8.802	7.535	9.252	6.221	4.937	7.233	5.870	6.353	4.715	96.604
Italia	2.370	2.967	2.120	1.278	1.045	1.160	976	829	1.366	973	1.013	1.090	17.188
Area Euro	380	442	662	320	297	225	376	341	381	173	383	144	4.124
Europa	2.402	2.418	3.136	2.121	1.708	2.485	1.487	1.253	1.713	1.403	1.789	1.154	23.070
America	548	773	860	667	627	1.262	515	409	595	923	886	566	8.630
Pacifico	1.835	2.251	2.672	1.164	1.734	1.755	845	853	838	759	716	627	16.047
Paesi Emergenti	311	334	389	308	266	539	270	207	367	232	170	103	3.495
Internazionali	1.027	1.283	1.445										3.755
Internazionali - TS				1.068	790	902	1.056	430	943	708	718	473	7.087
Internazionali - NTT				555	148	125	212	247	285	229	246	168	2.215
Altre Specializzazioni	1.676	1.434	1.951	1.320	920	800	485	368	745	470	432	392	10.994
<b>BILANCIATI</b>	2.524	2.788	2.716	1.460	1.481	1.847	1.489	927	1.663	1.986	1.493	1.388	21.761
Bilanciati	2.524	2.788	2.716	1.460	1.481	1.847	1.489	927	1.663				16.894
Bilanciati Azionari										86	69	92	247
Bilanciati										1.384	961	869	3.214
Bilanciati Obbligazionari										516	462	428	1.406
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	27.488	29.545	21.700	13.557	16.543	14.622	10.237	9.395	12.204	12.707	11.493	9.205	188.694
Misti	4.494	5.564	3.589	1.702	3.106	2.095	1.520	1.033	1.529	1.470	1.516	731	28.348
Area Euro a Breve Termine	8.396	9.045	7.512	4.987	5.357	4.561	3.960	3.692	4.211	4.916	3.781	2.417	62.833
Area Euro a ML Termine	8.684	8.497	5.821	2.979	4.026	3.574	2.340	1.968	2.839	2.912	2.485	2.674	48.798
Area Europa	1.023	1.044	799	687	601	478	404	363	509	567	375	531	7.380
Area Dollaro	407	316	231	185	327	1.137	170	612	435	477	590	724	5.610
Area Yen	62	18	17	18	17	14	10	7	27	17	12	13	232
Paesi Emergenti	329	226	224	173	231	565	212	185	303	334	350	343	3.474
Internazionali	2.039	2.203	1.733	2.084	1.982	1.377	976	808	1.554	1.148	1.685	1.259	18.846
Altre Specializzazioni	2.055	2.631	1.776	742	898	822	645	728	797	867	700	514	13.174
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	3.717	3.722	3.737	2.436	2.566	3.131	2.240	1.853	2.330	2.448	1.934	1.628	31.740
<b>FLESSIBILI</b>	327	394	345	322	243	233	275	229	342	272	228	176	3.386
<b>TOTALE FONDI ITALIANI</b>	44.605	48.351	41.734	26.576	28.369	29.084	20.461	17.340	23.770	23.283	21.501	17.112	342.185

\* Fondi non armonizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Patrimonio dei fondi lussemburghesi storici nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>	17.403	19.115	20.467	20.798	20.251	20.395	18.675	19.434	18.700	20.085	20.515	19.786
Italia	2.259	2.656	2.480	2.434	3.059	3.243	3.595	3.823	3.754	4.120	4.383	4.192
Area Euro	4.105	4.822	5.120	5.263	4.413	4.145	4.184	4.310	4.189	5.404	6.832	6.883
Europa	1.392	1.268	1.337	1.344	871	716	679	684	657	668	598	588
America	1.496	1.742	1.976	2.047	3.081	3.354	1.984	1.890	1.772	1.687	1.247	1.140
Pacifico	3.898	4.375	4.948	5.054	4.720	4.932	3.698	3.905	3.730	3.375	2.731	2.400
Paesi Emergenti	2.079	1.974	2.166	2.162	1.580	1.430	1.911	2.023	1.936	2.100	2.129	2.097
Internazionali	991	1.047	1.152									
Internazionali - TS				1.161	1.148	1.171	1.186	1.268	1.191	1.216	1.125	1.050
Internazionali - NIT												
Altre Specializzazioni	1.183	1.230	1.289	1.334	1.380	1.404	1.438	1.532	1.472	1.514	1.470	1.436
<b>BILANCIATI</b>												
Bilanciati												
Bilanciati Azionari												
Bilanciati												
Bilanciati Obbligazionari												
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	13.281	13.317	13.657	13.961	14.352	14.463	16.293	16.641	16.632	15.746	14.523	14.559
Misti												
Area Euro a Breve Termine	10.308	10.374	10.709	10.999	7.858	6.843	5.011	4.614	4.480	4.365	3.966	4.021
Area Euro a M/L Termine	2.320	2.364	2.409	2.432	6.000	7.164	10.799	11.527	11.658	10.876	10.069	10.098
Area Europa	165	156	151	149	145	141	141	141	142	143	146	143
Area Dollaro	355	297	264	258	231	204	204	209	206	208	192	163
Area Yen	42	39	38	37	32	25	56	62	58	59	55	46
Paesi Emergenti	8	11	13	11	10	12	9	9	11	13	12	11
Internazionali	37	36	35	36	38	38	38	40	39	40	41	38
Altre Specializzazioni	45	40	39	40	37	35	35	39	38	42	42	40
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>												
<b>FLESSIBILI</b>												
<b>TOTALE</b>	30.683	32.432	34.124	34.759	34.603	34.858	34.968	36.076	35.332	35.831	35.038	34.345

## Raccolta netta dei fondi lussemburghesi storici nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	494	1.009	761	391	237	247	-1.412	-84	146	1.091	1.705	112	4.698
Italia	-37	49	-2	-2	568	169	361	114	80	220	340	39	1.899
Area Euro	240	341	265	124	-822	-203	7	64	80	1.095	1.794	111	3.097
Europa	27	-121	2	10	-415	-133	-54	-22	-10	-6	-26	-5	-754
America	4	247	73	33	1.117	350	-1.445	-243	-37	-105	-334	-27	-366
Pacifico	95	508	231	118	88	102	-832	-138	-26	-339	-416	-27	-636
Paesi Emergenti	155	-35	100	66	-413	-104	509	111	42	174	299	22	925
Internazionali	3	17	69										90
Internazionali - TS				20	34	26	23	14	14	25	11	4	170
Internazionali - NITF													
Altre Specializzazioni	6	2	23	21	82	40	21	16	3	28	37	-4	274
<b>BILANCIATI</b>													
Bilanciati													
Bilanciati Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati Obbligazionari													
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	299	-19	235	307	357	107	1.750	356	-112	-968	-1.373	-105	834
Misti													
Area Euro a Breve Termine	416	37	287	299	-3.120	-1.037	-1.837	-405	-157	-130	-423	25	-6.044
Area Euro a ML Termine	-40	26	-1	28	3.509	1.178	3.603	762	51	-837	-938	-100	7.241
Area Europa	-7	-10	-8	-3	-2	-4	-1	0	-1	0	4	-3	-36
Area Dollaro	-65	-66	-39	-17	-22	-24	-8	-5	-5	-7	-15	-20	-292
Area Yen	2	-3	-3	-1	-5	-7	-2	2	0	0	-1	-2	-21
Paesi Emergenti	2	3	1	-1	-1	2	-4	0	2	2	-1	-1	3
Internazionali	0	-1	0	1	0	0	0	0	-1	0	2	-2	-1
Altre Specializzazioni	-8	-6	-2	0	-2	-2	-1	2	-1	4	0	-1	-16
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													
<b>FLESSIBILI</b>													
<b>TOTALE</b>	793	990	996	698	595	354	338	272	34	123	332	7	5.532

## Sottoscrizioni dei fondi lussemburghesi storici nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	1.159	2.523	1.551	915	3.122	1.328	1.821	663	601	1.899	3.073	500	19.154
Italia	101	251	144	90	642	240	507	165	130	300	485	106	3.161
Area Euro	354	718	442	249	192	134	401	175	153	1.150	1.862	213	6.045
Europa	87	99	69	43	21	11	12	8	12	12	15	10	398
America	82	354	155	88	1.174	419	81	30	55	57	74	26	2.595
Pacifico	258	767	406	225	440	248	129	78	89	85	166	52	2.943
Paesi Emergenti	205	231	183	109	484	165	607	155	81	208	383	60	2.871
Internazionali	46	67	106										219
Internazionali - TS				73	63	51	44	24	40	39	33	19	385
Internazionali - NIT													
Altre Specializzazioni	26	35	46	37	106	60	41	27	41	48	55	15	538
<b>BILANCIATI</b>													
Bilanciati													
Bilanciati Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati Obbligazionari													
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	1.209	1.716	1.142	783	4.216	1.590	4.087	1.055	449	507	893	472	18.120
Misti													
Area Euro a Breve Termine	1.021	1.435	967	658	478	223	183	132	101	137	162	203	5.701
Area Euro a M/L Termine	153	248	158	111	3.725	1.353	3.894	906	331	349	711	261	12.201
Area Europa	4	3	2	1	2	2	3	2	3	4	8	2	35
Area Dollaro	12	12	7	5	3	4	4	7	8	6	4	3	75
Area Yen	11	10	2	2	4	2	1	3	1	1	1	1	40
Paesi Emergenti	2	4	2	1	0	3	0	0	3	3	1	0	19
Internazionali	2	2	3	2	2	2	1	1	1	1	4	0	20
Altre Specializzazioni	5	2	1	2	2	1	1	3	1	6	2	2	28
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													
<b>FLESSIBILI</b>													
<b>TOTALE</b>	2.368	4.239	2.693	1.697	7.338	2.918	5.909	1.718	1.050	2.406	3.967	973	37.274

## Riscatti dei fondi lussemburghesi storici nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	665	1.514	789	523	2.884	1.080	3.233	747	455	808	1.369	389	14.456
Italia	138	201	146	92	74	71	146	52	50	80	145	67	1.262
Area Euro	114	377	177	124	1.014	336	395	111	73	55	69	102	2.948
Europa	59	220	67	33	437	144	67	30	22	17	41	15	1.152
America	78	107	82	55	57	69	1.526	273	92	162	408	54	2.961
Pacifico	163	258	175	107	352	146	961	215	114	424	582	79	3.579
Paesi Emergenti	50	267	83	43	897	269	98	43	39	34	85	37	1.945
Internazionali	43	50	37										129
Internazionali - TS				53	30	25	21	10	26	14	21	15	215
Internazionali - NTT													
Altre Specializzazioni	20	33	23	16	24	20	20	12	38	20	18	19	264
<b>BILANCIATI</b>													
Bilanciati													
Bilanciati Azionari													
Bilanciati													
Bilanciati Obbligazionari													
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	911	1.735	907	476	3.858	1.483	2.337	699	561	1.475	2.266	577	17.286
Misti													
Area Euro a Breve Termine	605	1.398	680	359	3.598	1.260	2.020	537	259	267	585	177	11.745
Area Euro a ML Termine	193	223	159	83	216	175	291	144	280	1.186	1.650	362	4.960
Area Europa	11	13	9	5	4	6	4	2	3	4	5	6	72
Area Dollaro	77	78	46	22	25	28	13	12	12	12	18	23	367
Area Yen	8	13	5	3	9	9	4	1	1	1	3	4	61
Paesi Emergenti	0	1	1	2	1	1	4	0	1	1	2	1	16
Internazionali	2	3	3	1	2	1	1	1	3	1	2	2	21
Altre Specializzazioni	13	7	3	2	3	3	2	1	3	2	3	3	45
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													0
<b>FLESSIBILI</b>													0
<b>TOTALE</b>	1.575	3.249	1.696	999	6.743	2.564	5.570	1.446	1.017	2.283	3.635	966	31.742

Patrimonio dei fondi esteri italiani nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>	17.058	20.136	21.984	23.372	23.286	25.134	27.836	30.158	30.589	29.998	29.934	28.561
Italia	2.122	2.466	2.137	2.191	2.226	2.448	2.745	2.932	2.884	3.027	3.004	2.945
Area Euro	1.939	2.204	2.287	2.276	2.349	2.336	2.363	2.449	2.264	2.462	2.998	2.910
Europa	3.640	4.294	4.713	4.911	4.982	5.322	5.256	5.547	5.421	5.718	6.042	6.094
America	3.544	3.988	4.791	5.301	5.341	5.676	5.940	6.751	6.751	7.111	6.870	6.196
Pacifico	1.577	1.717	1.865	1.929	1.795	1.984	1.908	2.358	2.466	2.583	2.548	2.417
Paesi Emergenti	746	884	1.031	1.031	990	1.051	1.101	1.182	1.145	1.175	1.045	1.026
Internazionali	582	937	1.275									
Internazionali - TS				1.641	1.782	713	734	882	943	988	1.095	974
Internazionali - NIT						2	702	309	539	587	502	595
Altre Specializzazioni	2.909	3.646	3.884	4.093	3.821	5.603	7.087	7.750	8.177	6.347	5.830	5.405
<b>BILANCIATI</b>	1.660	2.387	3.407	4.093	4.800	5.747	6.385	7.413	7.736	10.356	10.245	10.112
Bilanciati	1.660	2.387	3.407	4.093	4.800	5.747	6.385	7.413	7.736			
Bilanciati Azionari										2.233	2.187	2.156
Bilanciati										7.241	7.158	7.046
Bilanciati Obbligazionari										882	900	911
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	13.290	14.038	14.963	15.753	16.297	17.621	17.774	18.825	18.785	19.461	20.154	20.536
Misti	3	3	3	3	2	2	26	46	600	546	542	542
Area Euro a Breve Termine	1.573	1.663	1.857	1.906	2.048	2.077	1.503	1.488	1.538	1.538	1.755	1.750
Area Euro a M/L Termine	7.489	7.746	8.119	8.713	9.229	10.332	10.855	11.142	10.697	11.224	11.693	12.351
Area Europa	1	13	15	15	24	30	124	515	561	630	593	602
Area Dollaro	886	938	1.002	1.039	876	906	946	987	980	1.057	1.097	1.059
Area Yen	3	3	3	3	4	4	4	4	268	288	276	262
Paesi Emergenti	81	183	222	245	248	265	242	272	192	197	195	142
Internazionali	1.682	1.709	1.855	1.901	1.910	1.943	1.876	1.970	2.021	2.055	2.225	2.118
Altre Specializzazioni	1.571	1.779	1.888	1.929	1.957	2.061	2.199	2.401	1.929	1.928	1.777	1.710
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	1.726	1.488	1.706	1.378	1.670	706	542	510	1.196	1.226	919	928
<b>FLESSIBILI</b>	117	159	169	168	157	156	146	188	143	126	111	312
<b>TOTALE</b>	33.851	38.208	42.229	44.764	46.210	49.365	52.683	57.094	58.449	61.166	61.362	60.449

## Raccolta netta dei fondi esteri italiani nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	1.048	1.818	1.471	1.487	945	2.056	1.872	1.247	1.768	1.501	1.509	774	17.494
Italia	-82	-108	-160	148	-24	212	329	103	96	92	-35	173	742
Area Euro	94	52	128	67	64	75	-60	34	-61	221	663	105	1.382
Europa	234	348	467	275	251	393	109	168	99	178	578	207	3.306
America	101	332	366	392	344	517	178	245	200	386	138	17	3.217
Pacifico	77	144	70	66	64	106	118	256	247	118	118	173	1.557
Paesi Emergenti	105	99	151	65	32	67	58	24	74	55	30	12	770
Internazionali	232	312	293										837
Internazionali - TS				179	208	21	25	79	103	44	153	21	832
Internazionali - NTT						2	207	79	293	78	47	103	809
Altre Specializzazioni	287	639	157	295	6	664	907	260	716	329	-182	-36	4.042
<b>BILANCIATI</b>	608	675	970	665	846	959	522	348	450	265	255	56	6.618
Bilanciati	608	675	970	665	846	959	522	348	450				6.043
Bilanciati Azionari										51	54	10	115
Bilanciati										179	179	32	389
Bilanciati Obbligazionari										35	23	14	72
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	-284	599	748	694	566	1.242	662	827	-91	507	685	400	6.555
Misti	0	0	-1	0	0	0	17	4	2	-3	-3	-2	14
Area Euro a Breve Termine	-197	85	200	48	115	31	-170	-27	43	-6	211	-5	327
Area Euro a ML Termine	-65	176	280	551	508	1.052	898	272	-494	489	370	473	4.509
Area Europa	0	12	1	4	5	6	96	372	65	49	-11	16	613
Area Dollaro	37	26	37	-5	-142	25	16	-7	-28	11	60	18	47
Area Yen	0	0	0	1	0	0	0	0	268	5	0	13	287
Paesi Emergenti	12	106	30	17	14	11	-36	1	-83	0	4	-45	32
Internazionali	-21	6	97	31	34	66	10	46	46	-13	180	-53	428
Altre Specializzazioni	-50	188	104	48	32	51	-168	167	92	-25	-127	-14	298
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	276	-195	169	-332	289	-862	-166	-34	685	26	-312	6	-451
<b>FLESSIBILI</b>	52	32	18	9	1	-5	0	0	-3	-1	-2	207	308
<b>TOTALE</b>	1.700	2.930	3.375	2.522	2.646	3.390	2.890	2.388	2.809	2.297	2.135	1.443	30.524

Sottoscrizioni dei fondi esteri italiani nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	2.012	3.137	3.219	2.207	2.239	2.916	3.319	2.976	2.915	2.429	3.177	1.656	32.202
Italia	167	252	289	187	118	363	437	199	205	227	178	246	2.868
Area Euro	167	258	442	204	246	256	335	349	134	326	697	171	3.585
Europa	387	603	659	380	455	521	304	283	239	284	724	292	5.130
America	349	471	610	478	453	646	421	665	454	526	503	246	5.821
Pacifico	159	250	172	136	147	143	259	285	304	267	186	214	2.521
Paesi Emergenti	128	143	186	86	96	83	118	39	93	112	49	30	1.161
Internazionali	255	334	332										921
Internazionali - TS			207	238	28	33	108	115	166	56	166	41	992
Internazionali - NTT					2	244	82	297	86	52	109	872	
Altre Specializzazioni	400	826	530	528	487	877	1.169	968	1.072	545	623	306	8.332
<b>BILANCIATI</b>	643	723	1.050	729	936	1.043	640	482	669	560	423	194	8.091
Bilanciati	643	723	1.050	729	936	1.043	640	482	669				6.915
Bilanciati Azionari										134	94	43	271
Bilanciati										360	281	122	763
Bilanciati Obbligazionari										67	48	28	142
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	846	1.736	1.424	1.435	1.390	2.502	1.684	2.319	1.531	1.449	1.976	1.101	19.393
Misti	0	0	0	0	0	0	18	5	7	0	1	0	31
Area Euro a Breve Termine	171	373	355	201	302	195	137	147	119	172	306	138	2.615
Area Euro a M/L Termine	428	719	644	886	786	2.024	1.081	857	749	953	1.023	693	10.843
Area Europa	0	13	1	5	5	8	96	376	79	64	37	30	713
Area Dollaro	74	69	61	71	57	45	41	44	26	48	85	48	669
Area Yen	0	0	0	1	1	0	0	1	275	10	5	19	312
Paesi Emergenti	13	111	37	24	20	20	38	32	23	14	16	7	355
Internazionali	100	141	188	127	136	125	90	91	100	81	299	42	1.519
Altre Specializzazioni	59	311	138	122	84	85	184	767	153	107	203	124	2.337
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	354	167	291	67	417	134	72	59	882	228	134	71	2.875
<b>FLESSIBILI</b>	54	44	36	11	6	2	1	1	2	1	0	210	367
<b>TOTALE</b>	3.909	5.806	6.020	4.450	4.986	6.596	5.717	5.837	5.998	4.668	5.710	3.232	62.927

## Riscatti dei fondi esteri italiani nel 2000 (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	965	1.319	1.748	720	1.294	861	1.447	1.728	1.147	929	1.669	882	14.708
Italia	250	360	449	39	142	151	108	96	109	136	213	73	2.126
Area Euro	74	206	314	137	182	181	395	315	195	105	35	66	2.203
Europa	153	255	192	106	204	128	195	114	140	106	146	85	1.824
America	247	139	244	85	109	129	242	421	254	139	365	229	2.604
Pacifico	82	106	102	70	83	37	141	29	57	149	68	41	964
Paesi Emergenti	23	44	35	21	64	15	59	15	19	57	20	18	391
Internazionali	23	22	39										84
Internazionali - TS				28	30	7	8	29	13	12	13	20	160
Internazionali - NIT				0		0	37	2	4	8	5	6	63
Altre Specializzazioni	113	187	373	233	481	213	262	708	356	216	805	343	4.290
<b>BILANCIATI</b>	35	48	81	64	90	84	118	134	219	296	168	138	1.473
Bilanciati	35	48	81	64	90	84	118	134	219				872
Bilanciati Azionari										83	40	33	157
Bilanciati										181	102	91	374
Bilanciati Obbligazionari										32	25	14	71
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	1.130	1.137	676	741	823	1.261	1.023	1.491	1.622	943	1.291	701	12.838
Misti	0	0	1	0	0	0	1	1	5	4	3	2	17
Area Euro a Breve Termine	367	288	155	153	187	165	307	174	76	178	95	143	2.288
Area Euro a ML Termine	493	543	365	335	277	972	183	585	1.243	465	653	220	6.333
Area Europa	0	2	0	0	0	1	0	5	14	14	48	15	100
Area Dollaro	37	43	25	76	198	20	25	51	55	37	25	30	622
Area Yen	0	0	0	0	0	0	0	1	7	5	5	6	25
Paesi Emergenti	2	5	6	7	6	9	74	31	106	13	12	51	323
Internazionali	122	134	91	96	102	59	79	45	54	94	119	95	1.091
Altre Specializzazioni	109	122	34	75	51	34	352	599	62	133	330	139	2.039
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	78	362	122	400	128	996	238	93	197	201	446	65	3.326
FLESSIBILI	2	11	18	3	5	6	2	2	4	2	2	3	59
<b>TOTALE</b>	2.209	2.876	2.645	1.928	2.340	3.207	2.827	3.449	3.189	2.371	3.575	1.789	32.403

### Patrimonio dei fondi italiani e esteri promossi da operatori italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>	178.946	208.930	215.870	215.233	207.963	213.083	214.771	228.528	222.437	223.630	212.941	204.124
Italia	29.961	36.316	31.595	30.058	31.053	32.333	33.480	35.294	34.206	36.016	36.209	34.202
Area Euro	12.756	15.459	15.571	16.094	15.224	15.187	15.232	15.633	14.986	16.577	18.032	17.940
Europa	43.363	52.110	54.388	54.864	53.449	53.900	55.043	57.352	55.907	57.716	55.059	54.869
America	15.094	16.911	19.659	20.676	21.183	22.385	21.771	24.523	24.335	24.994	22.437	20.889
Pacifico	29.151	30.553	30.840	30.167	26.973	27.719	24.988	26.677	25.371	24.394	22.539	20.149
Paesi Emergenti	7.386	8.789	9.651	9.495	8.427	8.314	8.583	8.943	8.123	8.098	7.385	7.212
Internazionali	19.956	22.207	23.475									
Internazionali - TS			23.619	23.619	22.752	21.943	22.378	24.100	23.824	23.657	21.796	20.689
Internazionali - NIT			4.431	4.431	4.368	4.769	8.017	8.444	8.264	8.408	7.202	6.877
Altre Specializzazioni	21.279	26.585	30.691	25.830	24.534	26.534	25.277	27.561	27.418	23.772	22.282	21.298
<b>BILANCIATI</b>	55.443	62.423	66.148	68.092	69.627	71.593	73.051	76.750	76.583	84.992	83.006	82.888
Bilanciati	55.443	62.423	66.148	68.092	69.627	71.593	73.051	76.750	76.583			
Bilanciati Azionari										6.155	5.854	6.016
Bilanciati										59.289	57.841	57.126
Bilanciati Obbligazionari										19.548	19.311	19.745
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	267.691	255.350	250.513	248.636	243.651	242.092	241.910	242.405	238.497	234.454	230.950	229.180
Misti	49.779	46.117	44.269	44.601	41.995	40.907	40.170	39.987	39.639	37.502	36.606	36.386
Area Euro a Breve Termine	83.626	79.437	76.264	74.384	68.872	66.016	61.733	59.351	58.112	56.483	54.704	54.925
Area Euro a M/L Termine	71.631	67.558	66.708	66.368	70.280	72.069	75.461	77.206	75.926	76.656	77.616	78.496
Area Europa	8.256	8.091	8.210	8.416	8.538	8.746	8.726	9.221	9.073	7.803	7.703	7.657
Area Dollaro	5.643	5.813	6.156	6.464	6.551	6.665	7.069	6.920	6.889	7.137	6.722	5.856
Area Yen	385	406	458	470	472	469	509	544	799	838	812	753
Paesi Emergenti	3.061	3.573	4.022	4.260	4.140	4.143	4.216	4.424	4.267	4.133	3.841	3.468
Internazionali	27.385	27.961	28.787	28.232	27.661	27.892	27.827	28.642	28.603	29.245	28.837	27.737
Altre Specializzazioni	17.926	16.395	15.640	15.442	15.142	15.185	16.200	16.110	15.189	14.657	14.109	13.903
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	23.587	23.368	23.299	23.608	24.149	22.240	21.857	21.411	21.520	21.680	21.901	23.835
<b>FLESSIBILI</b>	6.024	7.356	8.696	9.047	9.099	9.527	9.713	10.170	9.765	9.990	9.513	7.992
<b>TOTALE</b>	531.691	557.428	564.526	564.614	554.489	558.535	561.301	579.263	568.802	574.745	558.310	548.018

\* Fondi non ammontizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Raccolta netta dei fondi italiani e esteri promossi da operatori italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	8.202	12.290	8.391	3.490	3.138	3.934	1.894	3.222	5.587	4.953	5.649	974	61.723
Italia	-575	-358	326	411	857	917	1.097	607	474	806	810	-98	5.275
Area Euro	752	845	558	360	-465	141	-59	13	215	1.490	2.664	327	6.840
Europa	3.230	4.051	3.343	851	813	1.051	500	756	1.284	1.009	1.426	533	18.846
America	647	1.413	1.263	893	1.610	1.259	-901	765	912	469	-234	-60	8.037
Pacifico	960	1.113	-787	168	-533	-139	-819	-224	-32	-397	-446	-178	-1.312
Paesi Emergenti	1.040	1.135	813	257	-361	-226	478	57	-105	138	290	23	3.539
Internazionali	964	1.283	471										2.718
Internazionali - TS			66	391		150	-280	391	951	111	120	98	1.998
Internazionali - NTT			-27	549		151	456	164	806	546	467	269	3.381
Altre Specializzazioni	1.184	2.808	2.406	511	275	629	1.423	693	1.082	782	552	59	12.402
<b>BILANCIATI</b>	3.926	4.191	3.414	2.218	2.821	1.791	1.241	1.359	1.393	857	745	-86	23.869
Bilanciati	3.926	4.191	3.414	2.218	2.821	1.791	1.241	1.359	1.393				22.354
Bilanciati Azionari										60	68	-34	93
Bilanciati										646	564	33	1.243
Bilanciati Obbligazionari										151	113	-84	180
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	-15.014	-13.752	-7.205	-2.388	-4.289	-2.127	-571	-1.189	-4.753	-4.134	-4.167	-2.009	-61.596
Misti	-3.129	-4.321	-2.115	318	-1.910	-1.179	-760	-472	-836	-810	-859	-233	-16.305
Area Euro a Breve Termine	-3.320	-4.347	-3.402	-1.761	-5.537	-3.044	-3.939	-2.541	-1.487	-1.802	-2.049	-78	-33.306
Area Euro a ML Termine	-6.090	-4.278	-1.541	-148	3.761	1.597	4.447	1.751	-1.627	-909	185	59	-2.793
Area Europa	-458	-188	45	-73	160	192	-35	466	-160	83	-111	-99	-178
Area Dollaro	-64	68	190	78	207	156	196	-429	-119	-227	-332	-619	-896
Area Yen	-9	30	22	8	10	0	8	9	263	10	5	13	368
Paesi Emergenti	2	394	353	191	24	-99	-89	21	-156	-153	-225	-335	-71
Internazionali	-464	533	99	-948	-791	301	95	196	-234	230	-247	-478	-1.708
Altre Specializzazioni	-1.480	-1.643	-858	-54	-213	-51	-493	-189	-398	-555	-533	-241	-6.708
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	953	-218	-163	269	498	-1.861	-491	-507	43	95	120	1.852	591
FLESSIBILI	591	720	1.575	484	400	374	208	30	63	189	137	251	5.020
<b>TOTALE</b>	-1.342	3.232	6.011	4.073	2.568	2.112	2.281	2.915	2.332	1.960	2.484	982	29.607

\* Fondi non armonizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Sottoscrizioni dei fondi italiani e esteri promossi da operatori italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	20.380	27.024	24.163	13.535	14.851	15.126	12.795	10.634	14.422	12.560	15.039	6.960	187.490
Italia	2.183	3.171	3.041	1.820	2.118	2.299	2.326	1.584	1.999	1.995	2.181	1.133	25.850
Area Euro	1.319	1.870	1.710	942	1.029	883	1.107	780	865	1.822	3.150	639	16.116
Europa	5.845	6.944	6.738	3.111	3.162	3.807	2.248	2.154	3.158	2.537	3.401	1.785	44.889
America	1.520	2.432	2.448	1.700	2.404	2.720	1.381	1.868	1.853	1.694	1.425	788	22.232
Pacifico	3.040	3.727	2.162	1.509	1.636	1.798	1.128	873	977	936	920	570	19.277
Paesi Emergenti	1.424	1.779	1.319	629	867	598	905	322	320	461	564	182	9.370
Internazionali	2.057	2.638	1.991										6.686
Internazionali - TS				1.215	1.240	1.084	805	860	1.933	845	873	606	9.461
Internazionali - NIT				529	697	275	705	413	1.095	783	718	443	5.658
Altre Specializzazioni	2.992	4.463	4.753	2.081	1.700	1.663	2.190	1.780	2.221	1.489	1.807	814	27.952
<b>BILANCIATI</b>	6.485	7.027	6.211	3.742	4.392	3.722	2.847	2.420	3.274	3.138	2.405	1.441	47.103
Bilanciati	6.485	7.027	6.211	3.742	4.392	3.722	2.847	2.420	3.274				40.119
Bilanciati Azionari										228	177	91	496
Bilanciati										2.211	1.628	992	4.831
Bilanciati Obbligazionari										699	600	358	1.657
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	14.515	18.665	16.079	12.386	16.936	15.239	13.025	10.395	9.633	10.991	10.883	8.474	157.222
Misti	1.366	1.244	1.474	2.020	1.196	916	761	562	698	664	660	500	12.060
Area Euro a Breve Termine	6.048	6.384	4.945	3.738	3.605	2.941	2.349	1.862	3.059	3.558	2.412	2.660	43.560
Area Euro a M/L Termine	3.280	4.984	4.803	3.249	8.279	6.318	7.261	4.448	2.736	3.653	4.973	3.315	57.299
Area Europa	577	871	854	620	765	677	373	835	366	669	317	452	7.374
Area Dollaro	456	506	493	361	757	1.341	403	245	383	299	301	159	5.703
Area Yen	61	62	45	30	36	23	22	18	298	33	23	36	686
Paesi Emergenti	332	626	584	372	263	477	202	237	254	195	139	60	3.741
Internazionali	1.699	2.873	1.926	1.233	1.296	1.739	1.151	1.050	1.376	1.473	1.558	877	18.250
Altre Specializzazioni	697	1.117	955	764	740	808	506	1.139	463	448	499	415	8.549
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	4.748	3.866	3.697	3.104	3.192	2.266	1.987	1.439	2.570	2.745	2.500	3.545	35.657
<b>FLESSIBILI</b>	921	1.125	1.938	808	648	613	485	261	409	462	367	430	8.466
<b>TOTALE</b>	47.048	57.707	52.086	33.576	40.019	36.966	31.139	25.149	30.308	29.896	31.194	20.849	435.937

\* Fondi non ammortizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Riscatti dei fondi italiani e esteri promossi da operatori italiani nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	12.178	14.734	15.772	10.045	11.714	11.193	10.902	7.412	8.835	7.607	9.390	5.986	125.767
Italia	2.758	3.529	2.715	1.410	1.261	1.382	1.229	977	1.525	1.189	1.371	1.231	20.575
Area Euro	567	1.025	1.152	582	1.493	742	1.166	767	650	333	486	312	9.275
Europa	2.615	2.893	3.395	2.259	2.349	2.756	1.749	1.398	1.874	1.527	1.976	1.252	26.043
America	873	1.018	1.186	807	793	1.461	2.282	1.103	940	1.224	1.659	848	14.194
Pacifico	2.080	2.615	2.949	1.341	2.169	1.937	1.947	1.097	1.009	1.332	1.366	748	20.589
Paesi Emergenti	384	645	507	372	1.227	823	427	265	425	324	275	159	5.831
Internazionali	1.093	1.354	1.521										3.968
Internazionali - TS		1.149	849	933	1.085	933	1.085	469	982	734	752	508	7.463
Internazionali - NTT		555	148	125	249	249	249	249	289	237	251	174	2.278
Altre Specializzazioni	1.809	1.655	2.348	1.570	1.425	1.033	767	1.087	1.139	707	1.255	756	15.550
<b>BILANCIATI</b>	2.559	2.836	2.797	1.524	1.571	1.931	1.606	1.061	1.881	2.282	1.661	1.526	23.233
Bilanciati	2.559	2.836	2.797	1.524	1.571	1.931	1.606	1.061	1.881				17.765
Bilanciati Azionari										168	110	125	403
Bilanciati										1.565	1.064	959	3.588
Bilanciati Obbligazionari										548	487	442	1.477
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	29.529	32.417	23.283	14.774	21.225	17.366	13.597	11.585	14.386	15.125	15.050	10.483	218.818
Misti	4.495	5.565	3.589	1.702	3.106	2.096	1.520	1.034	1.534	1.474	1.519	733	28.365
Area Euro a Breve Termine	9.369	10.730	8.346	5.498	9.141	5.986	6.288	4.403	4.546	5.361	4.461	2.738	76.866
Area Euro a ML Termine	9.370	9.262	6.344	3.397	4.519	4.721	2.814	2.697	4.363	4.563	4.787	3.256	60.092
Area Europa	1.035	1.059	808	692	606	485	408	369	526	585	428	551	7.551
Area Dollaro	520	437	302	283	550	1.185	207	675	502	526	633	777	6.598
Area Yen	70	32	22	21	26	23	14	9	36	23	19	23	318
Paesi Emergenti	331	232	231	182	238	575	290	217	410	348	364	395	3.812
Internazionali	2.163	2.340	1.827	2.181	2.086	1.438	1.056	854	1.610	1.243	1.806	1.355	19.958
Altre Specializzazioni	2.177	2.760	1.813	818	963	858	999	1.328	861	1.002	1.033	655	15.258
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>	3.794	4.084	3.859	2.835	2.694	4.127	2.478	1.946	2.527	2.649	2.380	1.693	35.066
<b>FLESSIBILI</b>	330	405	363	325	248	239	277	231	346	273	230	179	3.445
<b>TOTALE</b>	48.590	54.476	46.075	29.503	37.451	34.855	28.859	22.234	27.975	27.936	28.711	19.867	406.330

\* Fondi non armonizzati riservati inclusi e fondi di fondi esclusi

## Patrimonio dei fondi di fondi nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
<b>AZIONARI</b>					389	558	730	940	1.116	1.261	1.318	1.315
Italia												
Area Euro												
Europa						3	20	51	72	88	93	93
America						0	2	5	10	15	16	21
Pacifico						0	11	20	21	26	24	20
Paesi Emergenti												
Internazionali												
Internazionali - TS					389	554	697	847	985	1.099	1.146	1.142
Internazionali - NIT												
Altre Specializzazioni								17	28	33	39	40
<b>BILANCIATI</b>					656	1.066	1.274	1.568	1.869	2.433	2.837	3.035
Bilanciati					656	1.066	1.274	1.568	1.869			
Bilanciati Azionari										180	238	250
Bilanciati										2.075	2.298	2.426
Bilanciati Obbligazionari										178	301	358
<b>OBBLIGAZIONARI</b>								2	3	60	99	125
Misti										55	93	116
Area Euro a Breve Termine												
Area Euro a M/L Termine												
Area Europa												
Area Dollaro												
Area Yen												
Paesi Emergenti												
Internazionali								2	3	4	5	6
Altre Specializzazioni										0	1	3
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>												
<b>FLESSIBILI</b>								146	386	507	535	541
<b>TOTALE FONDI DI FONDI</b>					1.044	1.623	2.004	2.656	3.375	4.261	4.790	5.016

## Raccolta netta dei fondi di fondi nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>				400	165	174	164	208	149	119	49	1.427	
Italia													
Area Euro													
Europa			3	17	30	24	15	9	1	99			
America			0	2	3	5	4	2	6	23			
Pacifico			0	11	7	2	6	0	-1	25			
Paesi Emergenti													
Internazionali													
Internazionali - TS			400	161	143	106	166	119	99	40	1.234		
Internazionali - NTT													
Altre Specializzazioni					18	12	5	9	3	46			
<b>BILANCIATI</b>			664	408	204	244	325	554	474	270	3.144		
Bilanciati			664	408	204	244	325				1.846		
Bilanciati Azionari								105	65	24	195		
Bilanciati								301	281	186	767		
Bilanciati Obbligazionari								148	128	61	337		
<b>OBBLIGAZIONARI</b>					2	1	1	56	40	26	125		
Misti								55	38	23	116		
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a ML Termine													
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali					2	1	1	1	1	1	6		
Altre Specializzazioni							0	1	2	3			
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													
FLESSIBILI					146	246	780	879	673	569			
<b>TOTALE FONDI DI FONDI</b>			1.064	573	378	557	780	879	673	361	5.265		

## Sottoscrizioni dei fondi di fondi nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>				400	166	176	168	220	159	129	81	1.498	
Italia													
Area Euro													
Europa				3	17	31	25	16	10	7	109		
America				0	2	3	5	5	3	7	25		
Pacifico				0	11	7	7	6	1	2	36		
Paesi Emergenti													
Internazionali													
Internazionali - TS				400	162	146	109	171	126	105	62	1.281	
Internazionali - NIT													
Altre Specializzazioni							18	12	5	9	3	46	
<b>BILANCIATI</b>				665	412	216	253	360	582	500	296	3.283	
Bilanciati				665	412	216	253	360				1.905	
Bilanciati Azionari									106	66	25	196	
Bilanciati									328	305	209	842	
Bilanciati Obbligazionari									149	129	63	340	
<b>OBBLIGAZIONARI</b>							2	1	1	57	41	26	127
Misti									55	39	23	118	
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a M/L Termine													
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali							2	1	1	1	1	6	
Altre Specializzazioni									0	1	2	3	
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													
FLESSIBILI							146	249	129	48	22	594	
<b>TOTALE FONDI DI FONDI</b>				1.065	578	392	568	829	926	718	425	5.502	

## Riscatti dei fondi di fondi nel 2000 \* (mil euro)

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Anno
<b>AZIONARI</b>	1					2	2	3	11	10	10	32	71
Italia													
Area Euro													
Europa					0	0	0	0	1	1	1	7	11
America					0	0	0	0	0	1	0	1	2
Pacifico					0	0	0	0	5	1	2	3	10
Paesi Emergenti													
Internazionali													
Internazionali - TS	1			2	2	2	3	5	5	7	7	22	48
Internazionali - NTT													
Altre Specializzazioni							0	0	0	0	0	0	0
<b>BILANCIATI</b>	1		4	4	12	12	8	35	29	26	26	26	139
Bilanciati	1		4	4	12	12	8	35	29	26	26	26	139
Bilanciati Azionari										0	0	1	2
Bilanciati										27	24	23	75
Bilanciati Obbligazionari										1	1	2	3
<b>OBBLIGAZIONARI</b>							0	0	0	0	1	1	2
Misti										0	1	0	2
Area Euro a Breve Termine													
Area Euro a ML Termine													
Area Europa													
Area Dollaro													
Area Yen													
Paesi Emergenti													
Internazionali							0	0	0	0	0	0	0
Altre Specializzazioni										0	0	0	0
<b>FONDI DI LIQUIDITA'</b>													
<b>FLESSIBILI</b>								0	3	9	8	6	25
<b>TOTALE FONDI DI FONDI</b>	1		5	14	12	49	47	45	64	237			

Assogestioni 2001  
Finito di stampare nel giugno 2001  
Officine Grafiche La Commerciale