



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI  
DI  
FINANZA

**STUDI E RICERCHE**

---

FONDI DI FONDI E ACCORDI DI RETROCESSIONE

ANALISI DEGLI EFFETTI DEGLI ACCORDI DI  
RETROCESSIONE SULLE SCELTE DI INVESTIMENTO E  
SUI COSTI A CARICO DEI PATRIMONI GESTITI

*N. LINCIANO E E. MARROCCO*

---

N. 49 - GENNAIO 2002

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Roberto Ceredi  
Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Carmine Di Noia, Marco Fumagalli, Alfredo Macchiati, Aldo Magnoni, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Giovanni Siciliano.  
Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

---

*Quaderni di Finanza*

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via Isonzo 19/e - 00198 Roma

Tel.: 06.8477462 - Fax: 06.8477612

e-mail: [quaderni\\_finanza@consob.it](mailto:quaderni_finanza@consob.it)

# ***Fondi di fondi e accordi di retrocessione***

## ***Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti***

**Nadia Linciano\***  
**Emanuele Marrocco\*\***

**CONSOB**

### ***Abstract***

*Il presente lavoro analizza la diffusione e gli effetti degli accordi di retrocessione di commissioni di gestione. Tale espressione fa riferimento alle convenzioni in virtù delle quali la società promotrice di un fondo di fondi beneficia della retrocessione parziale delle commissioni di gestione da parte della società di gestione dei cosiddetti OICR bersaglio. L'indagine condotta con riferimento al campione di società di gestione che al maggio 2001 avevano promosso almeno un fondo di fondi conferma la diffusione delle convenzioni in parola, nonché il peso che esse rivestono tra le fonti di reddito delle società stesse. Queste ultime investono percentuali elevate del patrimonio del fondo di fondi in parti di OICR emessi dalle società con le quali sono stati conclusi accordi di retrocessione e tendono a selezionare i prodotti, e in alcuni casi le classi di quote/azioni, che garantiscono loro retrocessioni più elevate. Tale circostanza, pur non avendo implicazioni immediate e univoche sull'efficienza delle scelte di investimento dei gestori, ha effetti sul livello e sulla trasparenza dei costi del fondo di fondi. Essa segnala, inoltre, una divaricazione degli interessi del gestore di fondi di fondi e degli interessi degli investitori aderenti, divaricazione che potrebbe essere sanata mediante alcuni interventi sui profili di trasparenza dei costi e correttezza dei comportamenti dei gestori.*

---

\* Consob, Divisione Mercati e Consulenza Economica; e-mail: [n.linciano@consob.it](mailto:n.linciano@consob.it).

\*\* Consob, Divisione Intermediari; e-mail: [e.marrocco@consob.it](mailto:e.marrocco@consob.it).

*Indice dei paragrafi*

*Pag.*

1.	Introduzione e principali conclusioni . . . . .	7
2.	Risparmio gestito, fondi di fondi e Gpf: andamenti del settore . . . . .	9
3.	Evidenza sugli accordi di retrocessione . . . . .	12
4.	Effetti degli accordi di retrocessione sulla selezione dei titoli da immettere in portafoglio . . . . .	18
	4.a Effetti sulla diversificazione degli investimenti . . . . .	19
	4.b Effetti sul rischio di portafoglio . . . . .	20
	4.c Effetti sull'attività di " <i>fund picking</i> " . . . . .	21
5.	Effetti degli accordi di retrocessione sulla struttura delle fonti di reddito . . . . .	26
6.	Accordi di retrocessione e <i>best practice</i> sul mercato . . . . .	27
7.	Mancanza di trasparenza degli oneri posti a carico del fondo di fondi ed inefficienze nella gestione dei costi . . . . .	29
8.	Obbligo generale di contenimento dei costi . . . . .	30
9.	Inquadramento giuridico delle fattispecie rilevate . . . . .	34
10.	Effetti della diffusione e rilevanza degli accordi di retrocessione sul sistema finanziario - Disfunzioni ed inefficienze di carattere macroeconomico . . . . .	35
11.	Conclusioni . . . . .	36
App. 1	Principali caratteristiche economiche di alcune convenzioni di retrocessione esemplificative del fenomeno . . . . .	39
App. 2	Confronto tra costo e retrocessioni degli OICR bersaglio e prodotti alternativi . . . . .	41
App. 3	Analisi di portafoglio "SGR 2 - Fondo Bilanciato" "SGR 2 - Fondo Bilanciato Moderato", "SGR 6 - Fondo Bilanciato", "SGR 6 - Fondo Azionario Europa" "SGR 8 - Fondo Bilanciato Moderato" ed "SGR 8 - Fondo Bilanciato" . . . . .	43

Tav. 1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive . . . . .	9
Tav. 2	Gestioni individuali e peso degli OICR . . . . .	10
Tav. 3	Fondi di fondi: patrimonio e raccolta per categoria . . . . .	11
Tav. 4	Fondi di fondi: patrimonio e raccolta per società di gestione . . . . .	12
Tav. 5	Società promotrici di un fondo di fondi . . . . .	14
Tav. 6	Caratteristiche dei fondi di fondi analizzati . . . . .	15
Tav. 7	Caratteristiche degli accordi di retrocessione . . . . .	16
Tav. 8	Retrocessioni minime e massime . . . . .	18
Tav. 9	Accordi di retrocessione e diversificazione degli investimenti per i fondi di fondi multimarca . . . . .	19
Tav. 10	Componente azionaria del portafoglio dei fondi di fondi . . . . .	21
Tav. 11	Distribuzione delle commissioni di gestione degli OICR bersaglio rispetto alle commissioni praticate dal campione di società con accordi di retrocessione . . . . .	23
Tav. 12	Confronto tra commissioni di gestione degli OICR bersaglio e commissioni di OICR della medesima categoria . . . . .	24
Tav. 13	Distribuzione delle retrocessioni degli OICR bersaglio rispetto alle retrocessioni praticate dal campione di società con accordi . . . . .	25
Tav. 14	Confronto tra commissioni di gestione retrocesse dagli OICR bersaglio e retrocessioni ottenibili da investimenti alternativi . . . . .	26
Tav. 15	Analisi delle fonti di reddito derivanti dalla gestione di fondi di fondi multimarca con accordi di retrocessione . . . . .	27
Tav. 16	Schema riassuntivo dei costi applicati per commissioni di gestione ai fondi di fondi sottoposti ad analisi di portafoglio al 30 aprile 2001 e al 31 luglio 2001 . . . . .	33
Tav. 17	Analisi dell'incidenza dei costi posti a carico degli OICR italiani . . . . .	36

Grafico 1	Funzionamento di un accordo di retrocessione tipo . . . . .	13
Grafico 2	OICR Obbligazionari - Differenza tra commissioni di gestione degli OICR bersaglio e commissione mediana di altri OICR della stessa categoria . . . . .	41
Grafico 3	OICR Azionari - Differenza tra commissioni di gestione degli OICR bersaglio e commissione mediana di altri OICR della stessa categoria . . . . .	41
Grafico 4	OICR Obbligazionari - Differenza fra retrocessioni degli OICR bersaglio e retrocessioni mediane degli OICR di società con accordi . . . . .	42
Grafico 5	OICR Azionari - Differenza fra retrocessioni degli OICR bersaglio e retrocessioni mediane degli OICR di società con accordi . . . . .	42

## 1. Introduzione e principali conclusioni<sup>1</sup>

Il presente lavoro si propone di analizzare la diffusione e gli effetti degli accordi di retrocessione di commissioni di gestione. Tale espressione fa riferimento alle convenzioni in virtù delle quali la società promotrice di un fondo di fondi beneficia della retrocessione parziale delle commissioni di gestione da parte della società di gestione dei cosiddetti OICR bersaglio.

Gli accordi di retrocessione delle commissioni di gestione si differenziano dalle fattispecie denominate *hard commission* e *soft commission agreements*. La prima consiste in accordi per la retrocessione di denaro da negoziatore a gestore, mentre la seconda ha ad oggetto la fornitura di servizi o altre utilità che vadano anche a vantaggio dei patrimoni gestiti. Tali fenomeni sono noti da tempo ed espressamente regolamentati in alcuni ordinamenti esteri; in particolare, in Francia, Regno Unito e Stati Uniti le *hard commissions* sono generalmente vietate, mentre le *soft commissions* sono consentite purché adeguatamente portate a conoscenza degli investitori.

Nonostante le differenze segnalate, si osserva che le convenzioni di retrocessione concluse tra soggetti gestori sono ricomprensibili per estensione analogica nella fattispecie degli accordi di *hard commission*.

Le convenzioni di retrocessione sono valide per qualsiasi tipo di attività svolta dalle SGR che gestiscono fondi di fondi e, in particolare (come spesso è espressamente previsto dall'accordo), per le gestioni patrimoniali in fondi (Gpf). Per questo motivo e per l'omogeneità che sul piano economico accomuna i due prodotti, le considerazioni che seguono, benché riferite ai soli fondi di fondi, sono agevolmente estensibili alle gestioni individuali in parti di OICR.

La presenza e la struttura degli accordi di retrocessione conducono a una divaricazione degli interessi del gestore di fondi di fondi e degli interessi degli investitori aderenti, che può generare distorsioni rilevanti sul piano sia dell'efficienza delle decisioni di investimento che dell'onerosità e della trasparenza dei costi del prodotto.

L'analisi degli accordi di retrocessione stipulati dalle SGR analizzate conferma l'insorgere di un permanente conflitto di interessi tra gestore e clienti investitori. Sul piano metodologico l'indagine è stata condizionata dalla ristrettezza dell'intervallo temporale considerabile; per questo motivo le valutazioni che seguono prescindono da analisi di performance del prodotto, che sarebbero state poco significative.

Le principali conclusioni dell'analisi svolta sono le seguenti:

- la stipulazione di convenzioni per la retrocessione di commissioni tra intermediari gestori sono una pratica generalmente diffusa sul mercato. Infatti, tutte le SGR esaminate che gestiscono fondi di fondi multimarca hanno concluso accordi di retrocessione. In termini di massa gestita queste SGR rappresentano circa l'88% del totale del mercato dei fondi di fondi;

---

1

Si ringraziano Giuseppe D'Agostino e Giovanni Siciliano per gli utili commenti. Eventuali errori e imprecisioni sono da attribuire esclusivamente agli autori. Le opinioni degli autori non riflettono in alcuna maniera quelle dell'Istituzione di appartenenza.

- la presenza di accordi di retrocessione delimita il campo degli OICR che possono essere oggetto di investimento. Il patrimonio del fondo di fondi, infatti, è investito per percentuali superiori all'85% esclusivamente in parti di OICR emessi dalle società di gestione con cui si sono concluse le convenzioni di retrocessione; sussiste, pertanto, un possibile vincolo alla diversificazione dei portafogli dei comparti;
- gli accordi di retrocessione influiscono significativamente sulle fonti di reddito derivanti dal fondo di fondi. I proventi ricavati dagli accordi in discorso, infatti, sono pari al 25-30% circa dei ricavi derivanti dall'OICR gestito;
- i costi a carico dei patrimoni gestiti sono scarsamente trasparenti. Per il fondo di fondi la retrocessione delle commissioni tra soggetti gestori rappresenta un ulteriore e rilevante costo di cui l'investitore non può essere efficacemente informato con la sola lettura del prospetto informativo;
- la presenza di accordi di retrocessione fa sorgere un duraturo conflitto di interessi strutturale con i patrimoni gestiti e di conseguenza con i clienti delle società di gestione. Tale conflitto è idoneo a condizionare il comportamento del gestore; in particolare, dalle analisi effettuate risulta che:
  - ▶ a) tra gli OICR con cui si sono conclusi accordi di retrocessione il gestore tende ad investire nei prodotti ai quali corrispondono le retrocessioni più elevate;
  - ▶ b) il gestore è spinto a compiere scelte di investimento che potrebbero incidere negativamente sulla piena salvaguardia del generale principio di contenimento degli oneri a carico degli OICR gestiti. Tra le diverse classi di quote/azioni di uno stesso OICR, differenti solo per il livello di commissioni applicate, il gestore tende a selezionare quelle maggiormente costose per il fondo di fondi (o per il cliente della Gpf);
- l'uso esteso da parte degli intermediari degli accordi di retrocessione per le gestioni multimarca costituisce una prassi idonea ad influenzare negativamente le dinamiche concorrenziali afferenti al livello degli oneri dei prodotti, concorrendo a sostenerne la spinta verso l'alto dei costi a svantaggio dei risparmiatori. Gli OICR con commissioni di gestione basse, infatti, non sarebbero appetibili dagli investitori istituzionali.

Il lavoro è organizzato come segue. La sezione 2 illustra le principali tendenze rilevate nell'andamento del settore del risparmio gestito, con particolare riferimento ai fondi di fondi e alle Gpf. La sezione 3 descrive le caratteristiche del campione di SGR analizzato e dei relativi accordi di retrocessione conclusi con le società di gestione degli OICR bersaglio. Seguono poi le analisi degli effetti delle convenzioni sulle decisioni di investimento (sezione

4), della composizione dei ricavi delle SGR (sezioni 5 e 6) e della struttura dei costi dei fondi di fondi (sezioni 7 - 9); la sezione 10 illustra alcune considerazioni sulle presumibili conseguenze del fenomeno nell'ambito del settore del risparmio gestito. Si conclude con la discussione di alcune implicazioni comportamentali che derivano dalle evidenze raccolte.

## 2. Risparmio gestito, fondi di fondi e Gpf: andamenti del settore

Il risparmio gestito da investitori istituzionali italiani ha sperimentato negli ultimi anni una crescita sostenuta: l'aggregato delle gestioni individuali e collettive è passato dai 168 miliardi di Euro del 1995 ai 762 miliardi del 2000 (+352%), con un corrispondente incremento della quota del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane dal 10 al 29% circa (Tav. 1).

Con riferimento alla composizione per prodotti del patrimonio gestito, si rileva un calo del peso dei fondi comuni di investimento di diritto italiano e delle gestioni individuali, accompagnato da una crescita considerevole degli OICR di diritto estero collocati presso risparmiatori italiani (tramite intermediari italiani o esteri): a fine 2000, infatti, questi ultimi rappresentano il 16% circa del totale delle gestioni individuali e collettive.

TAV. 1

### PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE (COMPOSIZIONE PERCENTUALE)

	FONDI ITALIANI	OICR DI DIRITTO ESTERO ARMONIZZATI	GESTIONI INDIVIDUALI <sup>1</sup>	PATRIMONIO GESTITO	
				TOTALE <sup>2</sup>	IN PERCENTUALE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
1995	38,9	2,1	59,0	168,4	10,1
1996	42,7	2,9	54,4	239,1	13,3
1997	52,6	3,5	43,9	361,9	18,6
1998	63,9	3,9	32,2	582,6	26,5
1999	63,4	10,0	26,6	750,1	29,9
2000	59,5	16,0	24,5	761,9	29,2

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni.  
<sup>2</sup> In miliardi di Euro.

A partire dal 1996 e, rispettivamente, dal 2000 il novero dei servizi di gestione del risparmio si è ampliato includendo due prodotti omogenei sotto il profilo economico, ossia le gestioni patrimoniali in fondi (Gpf) e i fondi di fondi.

Un'indicazione della diffusione del prodotto Gpf viene fornita, sia pure con

un'approssimazione per eccesso, dal dato relativo al peso delle parti di OICR sulle gestioni patrimoniali individuali: come si evince dalla Tav. 2, la componente costituita da quote di fondi comuni è cresciuta dal 3% del 1995 al 52% circa a fine 2000. Parallelamente, la quota di patrimonio di fondi e Sicav gestiti da intermediari italiani e confluiti nelle gestioni individuali è passata dal 4% nel 1996 al 36% circa nel 2000.

TAV. 2

### GESTIONI INDIVIDUALI E PESO DEGLI OICR

PATRIMONIO TOTALE <sup>1,2</sup>	PATRIMONIO INVESTITO IN OICR		
	CONTROVALORE <sup>2</sup>	IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO TOTALE DELLE GESTIONI INDIVIDUALI	IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO DI FONDI E SICAV
1995	99,3	N.D.	N.D.
1996	134,6	4,6	3,4
1997	193,9	34,9	18,0
1998	280,5	93,0	33,1
1999	370,3	170,3	46,0
2000	392,1	205,8	52,5

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Al lordo degli investimenti in quote di fondi comuni.  
<sup>2</sup> In miliardi di Euro.

I fondi di fondi, per contro, essendo divenuti operativi nella maggior parte dei casi nel 2001, non rappresentano una quota rilevante dell'aggregato delle gestioni collettive, raggiungendo nel settembre 2001 un patrimonio pari a 6,6 miliardi di Euro (pari all'1,7% del patrimonio di fondi e Sicav di diritto italiano).

Appare importante segnalare, tuttavia, la velocità di crescita di questo settore del mercato. Sul fronte della domanda, è stata registrata una raccolta netta prevalentemente positiva, come emerge dalle rilevazioni Assogestioni relative ai primi 9 mesi del 2001, in controtendenza a quanto rilevato nello stesso periodo per fondi e Sicav italiani e nonostante la forte volatilità dei mercati azionari (Tav. 3)<sup>2</sup>. I comparti bilanciati costituiscono il 60% del patrimonio totale, seguiti dai comparti azionari (21% circa).

2

Nel periodo considerato, la raccolta aggregata dei fondi/Sicav italiani è stata negativa e pari a 23,3 miliardi di Euro mentre il patrimonio complessivo è calato del 15% circa.

**FONDI DI FONDI: PATRIMONIO E RACCOLTA PER CATEGORIA<sup>1</sup>**  
(GENNAIO-SETTEMBRE 2001)

	NUMERO <sup>2</sup>	SOTTOSCRIZIONI	RISCATTI	RACCOLTA NETTA	PATRIMONIO <sup>2</sup>	
					TOTALE	IN PERCENTUALE
AZIONARI:	33	730,5	331,5	399	1.372	20,8
EUROPA	2	30,8	59,6	-28,8	45	0,7
AMERICA	2	12,1	16	-3,9	12,3	0,2
PACIFICO	2	2,7	11	-8,3	8,9	0,1
INTERNAZ. TS	20	645,9	239,7	406,2	1.249,2	18,9
INTERNAZ. NTT	6	23,7	4	19,7	46,2	0,7
ALTRO	5	1,7	0,2	1,5	52,4	0,7
BILANCIATI:	44	1.960,7	648,3	1.312,4	3954	59,8
AZIONARI	10	155,2	36,1	119,1	310,2	4,7
BILANCIATI	21	1.321,4	529,4	792	2.915,8	44,1
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	13	484,1	82,8	401,3	728	11
OBBLIGAZIONARI:	8	598,2	58	540,2	651,4	9,9
MISTI	3	322,1	33,9	288,2	398,9	6,0
INTERNAZ.	2	218,9	20,2	198,7	196,7	3,0
ALTRO.	3	57,2	3,9	53,3	55,8	0,8
FLESSIBILI	6	256	114,6	141,4	630,1	9,5
TOTALE	91	3.545,4	1.152,4	2.393,0	6.607,5	100

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni. <sup>1</sup> Milioni di Euro. <sup>2</sup> Dato al 30 settembre 2001.

Sul fronte dell'offerta, il numero delle SGR attive sul prodotto fondo di fondi è passato da 6 nel 2000 a 15 nel settembre 2001 ed è presumibilmente destinato a una forte crescita (Tav. 4)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>

Nello stesso periodo diverse altre società hanno mostrato un interesse strategico per il tipo di prodotto in discorso e si preparano a lanciare sul mercato i propri fondi di fondi. Altre SGR che erano già attive su fondi di fondi hanno provveduto ad ampliare la gamma dei prodotti offerti alla clientela.

**FONDI DI FONDI: PATRIMONIO E RACCOLTA PER SOCIETÀ DI GESTIONE** <sup>1</sup>  
(GENNAIO - SETTEMBRE 2001)

	SOTTOSCRIZIONI	RISCATTI	RACCOLTA NETTA	PATRIMONIO <sup>2</sup>	
				TOTALE	IN PERCENTUALE
ARCA SGR	684,8	599,0	85,8	2.829,8	42,8
INTESA ASSET MANAGEMENT	993,3	131,0	862,3	1.281,1	19,4
DUCATO GESTIONI	791,5	73,4	718,1	641,7	9,7
EPTAFUND SGR	177,8	67,6	110,2	497,0	7,5
COMIT ASSET MANAGEMENT	140,4	48,9	91,6	413,3	6,3
BNL GESTIONI SGR	261,6	44,6	217,0	292,6	4,4
GESTNORD FONDI SGR	75,8	154,3	-78,5	158,0	2,4
AUREO GESTIONI SGR	37,9	12,8	25,1	165,1	2,5
RAS ASSET MANAGEMENT SGR	173,5	11,0	162,5	148,2	2,2
BIPIEMME GESTIONI SGR	114,6	2,4	112,2	103,7	1,6
ING INVESTMENT MANAG. ITALIA SGR	58,9	4,8	54,1	47,6	0,7
BNP PARIBAS AM SGR	15,1	0,0	15,1	13,2	0,2
PRIMEGEST	13,6	2,5	11,1	10,3	0,2
EFFE GESTIONI SGR	5,5	0,1	5,4	4,9	0,1
SYMPHONIA MULTISICAV	1,0	0,0	1,0	1,0	0,0
<b>TOTALE</b>	<b>3.545,4</b>	<b>1.152,4</b>	<b>2.393,0</b>	<b>6.607,5</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni di dati Assogestioni. <sup>1</sup> In milioni di Euro. <sup>2</sup> Dato al 30 settembre 2001.

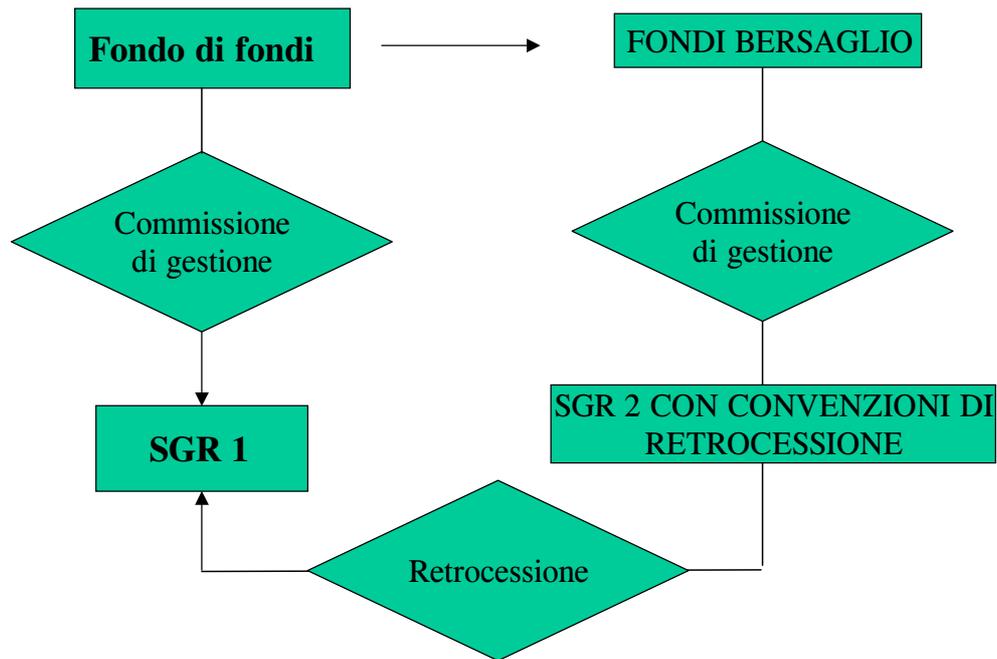
### 3. Evidenza sugli accordi di retrocessione

Gli accordi di retrocessione di commissioni di gestione conclusi tra società promotrici di un fondo di fondi e gestori degli OICR bersaglio prevedono che i secondi retrocedano alle prime parte delle commissioni secondo modalità che vedremo più in dettaglio in seguito. Il funzionamento di un accordo tipo è illustrato nel Graf. 1 dal quale si evince che, in virtù della

convenzione, la società promotrice del fondo di fondi (SGR1) beneficia della restituzione parziale delle commissioni di gestione da parte della SGR gestrice del fondo bersaglio (SGR2), senza che il sottoscrittore del fondo di fondi ne tragga alcun vantaggio.

GRAFICO 1

**FUNZIONAMENTO DI UN ACCORDO DI RETROCESSIONE TIPO**



Allo scopo di valutare l'incidenza e le conseguenze degli accordi di retrocessione di commissioni di gestione, è stato esaminato un campione delle SGR che promuovono e/o gestiscono fondi di fondi aperti. Tale campione include 10 società (Tav. 6) delle 15 che a settembre 2001 avevano istituito un fondi di fondi (Tav. 5).

**SOCIETÀ PROMOTRICI DI UN FONDO DI FONDI**  
(SETTEMBRE 2001)

SGR	FONDO DI FONDI	MULTI-COMPARTO	PROMOZIONE O GESTIONE
ARCA SGR S.P.A.	ARCA-CINQUESTELLE	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
INTESA ASSET MANAGEMENT SGR S.P.A.	IAM PORTFOLIO 1, 2, 3, 4 E IAM PORTFOLIO MULTIMANAGER EQUITY	No	PROMOZIONE E GESTIONE
EPTAFUND SGR S.P.A.	EPTA MULTIFONDO 1, 2 E 3	No	PROMOZIONE E GESTIONE
COMIT ASSET MANAGEMENT SGR S.P.A.	COMIT MULTIFONDO SMERALDO E DIAMANTE	No	PROMOZIONE E GESTIONE
BNL GESTIONI SGR S.P.A.	BUSSOLA	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
GESTNORD FONDI SGR S.P.A.	GESTNORD OPEN FUND	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
AUREO GESTIONI SGR S.P.A.	AUREO FF PRUDENTE, PONDERATO, DINAMICO, AGGRESSIVO	No	PROMOZIONE E GESTIONE
EFFE GESTIONI SGR S.P.A.	EFFE MULTI FUND	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
DUCATO GESTIONI SGR S.P.A.	DUCATO PORTFOLIO	Sì	PROMOZIONE
GRUPPO MONTE PASCHI ASSET MANAGEMENT SGR S.P.A.	DUCATO PORTFOLIO	Sì	GESTIONE
SYMPHONIA MULTISICAV	SYMPHONIA MULTI	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
ING INVESTMENT MANAGEMENT ITALIA SGR S.P.A.	ING WORLD SELECTION FUND	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
PRIMEGEST SGR S.P.A.	PRIME ALLOCATION SERVICE E GENERALI ALLOCATION SERVICE	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT SGR S.P.A.	PARITALIA ORCHESTRA	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE
RAS ASSET MANAGEMENT SGR S.P.A.	RAS MULTIPARTNER - FONDO DI FONDI	Sì	PROMOZIONE E GESTIONE

I dati analizzati riguardano le convenzioni di retrocessione, la composizione del portafoglio e la composizione dei ricavi.

Come si evince dalla Tav. 6, il fenomeno in analisi è estremamente diffuso: in sostanza, tutte le SGR analizzate ed attive in fondi di fondi multimarca hanno stipulato convenzioni per la retrocessione di commissioni.

**CARATTERISTICHE DEI FONDI DI FONDI ANALIZZATI**

GESTORE <sup>1</sup>	FONDO DI FONDI MONOMARCA	FONDO DI FONDI MULTIMARCA	PRESENZA DI ACCORDI DI RETROCESSIONE	NUMERO DI CONVENZIONI STIPULATE
SGR 1		X	SI	1
SGR 2		X	SI	8
SGR 3		X	SI	8
SGR 4		X	SI	12
SGR 5		X	SI	1
SGR 6		X	SI	36
SGR 7	X	X	SI	//
SGR 8		X	SI	7
SGR 9	X		NO	//
SGR 10	X		NO	//

<sup>1</sup> La numerazione utilizzata per identificare le SGR è causale e non riflette l'ordine della Tav. 5.

Il numero delle convenzioni è variabile da società a società e va da un minimo di uno a un massimo di 36, per un totale di 65. L'esame di tali convenzioni ha evidenziato che nel 91% dei casi si tratta di accordi stipulati con soggetti esteri, dei quali l'11% circa non sono autorizzati alla distribuzione di prodotti in Italia (Tav. 7). Le convenzioni sembrano costituire, dunque, un ulteriore canale di penetrazione di parti di OICR di diritto estero nel mercato italiano, destinato probabilmente ad accentuare il processo di ricomposizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive a favore dei prodotti esteri in atto, come evidenziato dalla Tav. 1, nell'ultimo biennio.

Quasi la metà delle convenzioni esaminate (40%) è espressamente valida anche per investimenti effettuati per conto di clienti aderenti al servizio di Gpf: tale dato conferma l'impressione che il fenomeno in esame, riguardando più tipologie di prodotto, possa assumere un rilievo considerevole all'interno del settore del risparmio gestito. Nel 68% dei casi è prevista l'esenzione dalle commissioni di ingresso; di norma, inoltre, è garantita anche l'esenzione dal pagamento di eventuali commissioni di *switch* o di uscita.

Il 23% degli accordi, infine, subordina la retrocessione all'acquisto da parte della SGR del fondo di fondi di classi di azioni caratterizzate da commissioni di gestione più elevate (in quanto destinate a risparmiatori *retail* piuttosto che a investitori istituzionali). È evidente che tale meccanismo contrattuale induce il gestore a investire nelle classi più costose per il risparmiatore, al fine di godere della retrocessione. Come si avrà modo di verificare nella sezione 8, la pratica di selezionare le classi di azioni più onerose allo scopo di ottenere retrocessioni maggiori in valore assoluto è peraltro molto diffusa anche in assenza di uno specifico vincolo contrattuale.

**CARATTERISTICHE DEGLI ACCORDI DI RETROCESSIONE**

GESTORE	NUMERO ACCORDI	ACCORDI CON SOGGETTI NON AUTORIZZATI ALLA DISTRIBUZIONE IN ITALIA	VALIDITÀ PER GPF <sup>1</sup>	ACCORDI RELATIVI A CLASSI DI AZIONI CON COMMISSIONI DI GESTIONE PIÙ ELEVATE	ESENZIONE DALLE COMMISSIONI DI INGRESSO
SGR 1	1	1	0	0	0
SGR 2	8	0	4	3	8
SGR 4	12	1	4	4	7
SGR 5	1	0	0	0	0
SGR 6	36	5	12	4	23
SGR 8	7	0	6	3	6
TOTALE	65	7	26	14	44
DI CUI: ITALIANI O ITALIANI "ESTERO VESTITI"	6				

Fonte: Elaborazioni su dati forniti dalle SGR. <sup>1</sup> Il dato si riferisce ai casi in cui l'estensione dell'accordo alle Gpf è stata esplicitamente prevista.

La quantificazione delle commissioni retrocesse può essere effettuata secondo diverse modalità che possono differire sia per la base di calcolo che per l'entità della retrocessione per tipologia di investimento.

Per quanto riguarda in particolare la base di calcolo delle retrocessioni, dall'esame degli accordi è emerso che:

- la retrocessione può essere quantificata in percentuale della commissione di gestione annua e corrisposta alla SGR che gestisce il fondo di fondi di norma su base trimestrale (ad esempio, se la commissione di gestione ammonta all'1,6% del patrimonio e l'accordo prevede una retrocessione del 50%, trimestralmente il gestore dell'OICR bersaglio restituisce alla SGR del fondo di fondi metà della commissione riscossa);
- un meccanismo di calcolo alternativo si fonda sulla retrocessione di una percentuale fissa del patrimonio gestito espressa in punti base ed indipendente dalla commissione di gestione applicata al singolo fondo o Sicav (ad esempio, se la convenzione determina la retrocessione in 45 punti base, ciò significa che, indipendentemente dalla commissione di gestione applicata, verrà retrocesso lo 0,45% del patrimonio investito nell'OICR bersaglio). Le due modalità sono sostanzialmente equivalenti poiché la commissione di gestione dovuta dalla SGR che gestisce il fondo di fondi e alla quale viene poi applicata la percentuale di retrocessione è anch'essa commisurata al patrimonio gestito: in altri

termini, in entrambi i casi la commissione retrocessa può essere espressa in termini di punti base del patrimonio gestito<sup>4</sup>.

Con riferimento all'entità della retrocessione per tipologia di investimento, si rileva che:

- in alcuni casi la retrocessione viene commisurata con percentuali variabili all'entità del capitale investito in un dato OICR bersaglio: in genere, la percentuale di commissione di gestione retrocessa aumenta all'aumentare dell'investimento effettuato. Tale particolare modalità di calcolo della retrocessione è potenzialmente idonea a spingere il gestore del fondo di fondi a concentrare i propri investimenti sugli OICR che consentono di ottenere una retrocessione più alta;
- talvolta la misura della retrocessione viene determinata non in via generale ed identica per tutti i comparti di un dato fondo/Sicav, ma in modo diverso a seconda del comparto oggetto di investimento. In questo caso, di solito l'aliquota di commissione retrocessa aumenta all'aumentare del livello di rischio del comparto oggetto di investimento (quindi, ad esempio, la retrocessione sarà maggiore quando si investe in comparti azionari e minore se si investe in comparti obbligazionari). Tale modalità di calcolo della retrocessione potrebbe spingere il gestore a concentrare l'investimento in comparti con elevato livello di rischio in contrasto con la specifica politica di investimento del fondo (si veda il paragrafo 4.b per approfondimenti). Tra il sottoscrittore del fondo dei fondi e il gestore si instaura dunque un rapporto inficiato da quello che la teoria economica definisce *moral hazard*: si tratta del fenomeno per effetto del quale la non osservabilità del comportamento del gestore (e dunque degli effetti di tale comportamento sui risultati del fondo) incentiva il gestore stesso a modificare le condizioni di rischio<sup>5</sup>;
- in altri casi ancora, infine, le modalità di calcolo della retrocessione sin qui descritte possono trovarsi combinate tra loro.

La Tav. 8 riporta alcune caratteristiche delle retrocessioni disciplinate dagli accordi per base di calcolo (ossia percentuale della commissione di gestione *versus* quantificazione in punti base del patrimonio).

---

4

Può essere utile chiarire tale equivalenza con un esempio numerico. Se la commissione di gestione è pari all'1,6% del patrimonio, che si assume per semplicità pari a 100, e la retrocessione è fissata nella misura del 50% della commissione, si ottiene che la retrocessione è uguale a:  $0,5 \times 0,016 \times 100 = 0,8$ , ossia 80 punti base del patrimonio.

5

Un tipico esempio di *moral hazard* ricorre nell'ambito del rapporto di assicurazione: l'assicurato, dopo aver stipulato il contratto, può diminuire le precauzioni contro l'insorgenza dell'evento assicurato.

**RETROCESSIONI MINIME E MASSIME**  
(VALORI MEDI)

GESTORE	RETROCESSIONI SU COMMISSIONE DI GESTIONE (IN PERCENTUALE DELLE COMMISSIONI DI GESTIONE)			RETROCESSIONI SU PATRIMONIO (PUNTI BASE SU PATRIMONIO GESTITO)		
	MIN	MAX	N. ACCORDI	MIN	MAX	N. ACCORDI
SGR 1	N.C.	N.C.	0	N.C.	30,0	1
SGR 2	N.C.	52,5	6	32,5	88,0	2
SGR 4	44,2	59,5	8	42,8	74,0	4
SGR 5	N.C.	N.C.	0	15,0	70,0	1
SGR 6	27,0	51,0	22	23,1	67,5	14
SGR 8	40,0	61,4	7	N.C.	N.C.	0
TOTALE	36,7	54,2	42	26,4	69,0	23

Fonte: Elaborazioni su dati forniti da SGR.

Alcuni esempi relativi ai termini contrattuali delle convenzioni e ai meccanismi economici sottostanti sono forniti in Appendice 1.

#### **4. Effetti degli accordi di retrocessione sulla selezione dei titoli da immettere in portafoglio**

La conclusione di accordi di retrocessione è suscettibile di creare meccanismi distorsivi delle scelte di investimento del gestore potenzialmente in grado di generare un duraturo conflitto di interessi tra il gestore medesimo e i sottoscrittori di fondi di fondi. Nella selezione dei titoli da immettere nel portafoglio, il gestore potrebbe lasciarsi guidare, in altri termini, non da criteri di efficiente gestione del patrimonio affidato, bensì dalla presenza e convenienza delle convenzioni di retrocessione eventualmente stipulate. Ciò potrebbe creare incentivi a selezionare OICR più costosi e/o più rischiosi (*moral hazard*).

Allo scopo di verificare se e in quale misura ricorrano gli estremi di un conflitto di interessi nel processo di selezione degli OICR bersaglio, si è proceduto a indagare tre aspetti:

- a. diversificazione degli investimenti;
- b. rischiosità del portafoglio dovuta a disallineamenti tra la politica di gestione dichiarata nel prospetto e le scelte di investimento effettuate;

- c. eventualità che il gestore abbia preferito, per una determinata categoria di fondi (es. Azionario Europa), acquistare OICR che permettevano di conseguire una retrocessione più elevata di quella ottenibile per un prodotto identico offerto dalle rimanenti società di gestione con le quali sono state concluse convenzioni.

#### 4.a Effetti sulla diversificazione degli investimenti

La presenza di accordi di retrocessione può indurre il gestore di fondi di fondi a selezionare in via esclusiva o comunque maggioritaria parti di OICR collocati dalle società con accordi di retrocessione. Ciò non conduce necessariamente ad inefficienze nell' *asset allocation*: spesso gli accordi di retrocessione consentono di scegliere tra un insieme di fondi molto ampio, diversificato per settore geografico e di attività. Si tratta di un aspetto che meriterebbe una verifica empirica, che non è stato possibile compiere a causa del ristretto intervallo temporale esaminabile.

L'analisi della composizione del patrimonio per gestore mostra che il fenomeno è rilevante per 4 delle 5 SGR operative al 30 aprile 2001: dalla Tav. 9 si evince che il peso degli OICR per i quali sono stati conclusi accordi di retrocessione sul patrimonio del fondo risulta non inferiore all'86% (ad eccezione della SGR 3, che gira i proventi derivanti dagli accordi di retrocessione ai fondi di fondi da essa gestiti e non ha pertanto alcun incentivo a selezionare OICR con accordi di retrocessione).

Si deve concludere, pertanto, che nel caso in cui siano state stipulate convenzioni di retrocessione (cioè, come si è visto, in tutti i casi di prodotto multimarca) la selezione dei fondi da parte del gestore pare non avvenire in modo indipendente, in virtù dell'effettiva preferenza rilevata per l'acquisto di OICR per i quali si percepiscono retrocessioni.

TAV. 9

#### ACCORDI DI RETROCESSIONE E DIVERSIFICAZIONE DEGLI INVESTIMENTI PER I FONDI DI FONDI MULTIMARCA

GESTORE	PATRIMONIO INVESTITO IN OICR CON ACCORDI DI RETROCESSIONE AL 31/12/2000 <sup>1</sup>	PATRIMONIO INVESTITO IN OICR CON ACCORDI DI RETROCESSIONE AL 30/04/2001 <sup>1</sup>
SGR 1	100	100
SGR 2	87	86
SGR 3	10	28
SGR 4	N.D.	N.D.
SGR 5	N.D.	95
SGR 6	100	100
SGR 8	n.d.	74 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Dato rilevato al 31 luglio 2001.

#### **4.b Effetti sul rischio di portafoglio**

Il 51% dei 65 accordi esaminati prevedono retrocessioni differenziate a seconda delle categorie di OICR: in particolare, esse risultano maggiori per i comparti azionari rispetto a quelli obbligazionari. Si è dunque proceduto a verificare se tale meccanismo contrattuale potesse risultare distorsivo inducendo il gestore a sovra-dimensionare la componente azionaria del portafoglio, allo scopo di lucrare una retrocessione più elevata, e a discostarsi nelle scelte effettuate dalla politica di investimento dichiarata nel prospetto.

La tavola che segue illustra il confronto tra la composizione dei fondi di fondi obbligazionari e bilanciati di alcune delle SGR operative al 31 maggio 2001 e il peso della componente azionaria sul portafoglio conforme alla classificazione Assogestioni e rilevata, per i fondi armonizzati di diritto italiano, a fine giugno 2001. Non sono stati considerati i fondi di fondi azionari poiché per i prodotti appartenenti a questa categoria la componente azionaria deve essere pari almeno al 70% del portafoglio e può raggiungere il 100% del patrimonio.

Ad eccezione di un solo caso, tutti i fondi di fondi esaminati presentano una componente azionaria compresa nell'intervallo definito dalla classificazione Assogestioni. Il confronto con gli investimenti in azioni effettuati dai fondi italiani rivela inoltre uno scostamento significativo tra le scelte dei gestori dei fondi di fondi e la tendenza media di mercato solo in tre circostanze.

L'analisi non sembrerebbe confermare, dunque, se non in casi limitati, l'ipotesi che la stipulazione di accordi di retrocessione induca un investimento eccessivo nei prodotti appartenenti alle categorie che garantiscono retrocessioni più elevate.

## COMPONENTE AZIONARIA DEL PORTAFOGLIO DEI FONDI DI FONDI

GESTORE	COMPARTO	CATEGORIA SECONDO CLASSIFICAZIONE ASSOGESTIONI	COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO: COMPONENTE AZIONARIA <sup>1</sup>		
			SECONDO CLASSIFICAZIONE ASSOGESTIONI	FONDI ARMONIZZATI DI DIRITTO ITALIANO <sup>2</sup>	FONDI DI FONDI
SGR 2	FONDO A	BILANCIATO	30 - 70	48,1	28,0
	FONDO B	BILANCIATO	30 - 70	48,1	40,0
	FONDO C	BILANCIATO	30 - 70	48,1	72,1
	FONDO D	BILANCIATO	30 - 70	48,1	66,0
	FONDO E	OBBLIGAZIONARIO	0	0	0
	FONDO F	OBBLIGAZIONARIO	0	0	0
SGR 4	FONDO G	BILANCIATO	10-50	22,6	33,0
	FONDO H	BILANCIATO	30 - 70	48,1	46,4
	FONDO I	BILAN. AZIONARIO	50-90	73,1	70,5
SGR 6	FONDO L	BILANCIATO	30 - 70	48,1	49,0
	FONDO M	BILANCIATO	30 - 70	48,1	49,2
SGR 8	FONDO N	BILANCIATO	10-50	22,6	21,2
	FONDO O	BILANCIATO	30 - 70	48,1	48,0
	FONDO P	BILANCIATO AZIONARIO	50-90	73,1	67,0

<sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Valori medi di mercato; rilevazioni Assogestioni al 29 giugno 2001.

#### 4.c Effetti sull'attività di "fund picking"

L'ultimo aspetto che ci si propone di esaminare nel presente paragrafo riguarda la possibilità che il gestore, a parità di categoria di OICR, scelga l'OICR che gli garantisce una retrocessione maggiore fra quelli collocati dai gestori esteri con i quali ha stipulato un accordo di retrocessione<sup>6</sup>.

L'entità della retrocessione è determinata da due componenti: la commissione di gestione dell'OICR bersaglio e la percentuale di commissione (ovvero i punti base di patrimonio) retrocessa.

A parità di percentuale retrocessa, fondi caratterizzati da commissioni di gestione più elevate garantiscono retrocessioni maggiori e potrebbero dunque risultare più attraenti per la società di gestione dei fondi di fondi: qualora tale effetto fosse significativo, i sottoscrittori

6

Le considerazioni che seguono prescindono da confronti delle performance degli OICR bersaglio.

sarebbero costretti a sopportare un ingiustificato aggravio di costi (a prescindere dalle già ricordate possibili distorsioni sul piano dell'efficienza degli investimenti).

A parità di commissioni di gestione, il gestore potrebbe preferire quei fondi che, in base alla convenzione stipulata, permettono di accedere a una retrocessione maggiore: in tal caso, pur non ricorrendo un aumento degli oneri a carico del sottoscrittore, potrebbero permanere le eventuali inefficienze legate alla insufficiente diversificazione del portafoglio.

Per verificare la rilevanza del fenomeno, si è confrontata sia la commissione di gestione che la retrocessione rispettivamente dovuta e goduta con riferimento all'OICR bersaglio con i valori mediani corrispondenti alla scelta di un fondo omogeneo (ossia appartenente alla medesima categoria) collocato dagli altri gestori con i quali sono stati conclusi accordi. Tale confronto è stato eseguito per 4 SGR operative al 31 maggio 2001, con riferimento agli investimenti in OICR bersaglio superiori al 3% del patrimonio complessivo investito in prodotti collocati da società che garantiscono la retrocessione; il campione così determinato comprende 16 società di gestione degli OICR bersaglio e 34 fondi, di cui 16 obbligazionari e 18 azionari.

L'analisi della distribuzione delle commissioni di gestione dell'OICR bersaglio rispetto alle commissioni praticate dalle società con convenzioni di retrocessione rivela che nel 62% dei casi (21 su 34) la società di gestione dell'OICR bersaglio pratica una commissione superiore a quella mediana dell'insieme degli OICR offerti da società con accordi di retrocessione (Tav. 11). In particolare, in 3 casi la commissione è la più elevata all'interno del campione di fondi alternativi all'OICR bersaglio; in 3 casi è uguale al valore massimo; nei restanti 15, infine, è compresa tra il valore mediano e massimo osservato nel campione stesso. La tendenza a investire in OICR più costosi appare più marcata per il sottogruppo costituito dai comparti obbligazionari rispetto a quelli azionari, essendo uguali rispettivamente al 69% e al 56% circa i casi in cui le commissioni relative all'OICR bersaglio sono superiori alla media.

**DISTRIBUZIONE DELLE COMMISSIONI DI GESTIONE DEGLI OICR BERSAGLIO RISPETTO  
ALLE COMMISSIONI PRATICATE DAL CAMPIONE DI SOCIETÀ  
CON ACCORDI DI RETROCESSIONE<sup>1</sup>  
(DATI AGGREGATI PER CATEGORIE DEI FONDI)**

CATEGORIA	COMMISSIONI OICR BERSAGLIO						TOTALE
	< MIN	=MIN	> M I N & < =MEDIANA	> MEDIANA & < MAX	=MAX	> MAX	
OBBLIGAZ. USA			1				1
OBBLIGAZ. INTER.				5			5
OBBLIGAZ. EUROPA		1		3			4
OBBLIGAZ. EURO	1		2	2			5
OBBLIG. CORPORATE						1	1
AZ. USA			2	2	2	1	7
AZ. INTER.			2				2
AZ. GIAPPONE	1						1
AZ. EUROPA L.GE CAP			1			1	2
AZ. EUROPA			1	2	1		4
AZ. EURO			1	1			2
TOTALE	2	1	10	15	3	3	34

Fonte: Elaborazioni su dati forniti dalle SGR.

<sup>1</sup> I valori minimo, medio e mediano sono calcolati, con riferimento a una determinata categoria e per ogni SGR, rispetto alle commissioni di gestione praticate per la medesima categoria dalle società con le quali l'SGR ha concluso accordi.

Lo scostamento tra commissioni di gestione degli OICR bersaglio e commissioni mediane di OICR della stessa categoria offerti dalle società con cui sono stati conclusi accordi è mediamente maggiore per i comparti obbligazionari (13 punti base sul patrimonio investito) rispetto a quello osservato per i comparti azionari (4,5 p. b.); tuttavia la differenza mediana è uguale a 10 p.b. per entrambe le categorie di OICR (Tav. 12). Dal confronto tra commissioni di gestione degli OICR bersaglio e commissione medie di settore per l'insieme degli OICR del medesimo comparto si rileva, peraltro, uno scostamento mediamente negativo<sup>7</sup>; i dati disaggregati per singolo fondo sono riportati in Appendice 2 (Graff. 2 e 3).

<sup>7</sup>

La media di settore di fonte Morningstar, è però altamente influenzata da *outliers* (non essendo disponibile invece un valore mediano). Tale confronto è quindi solo parzialmente informativo.

**CONFRONTO TRA COMMISSIONI DI GESTIONE DEGLI OICR BERSAGLIO E COMMISSIONI  
DI OICR DELLA MEDESIMA CATEGORIA**  
(VALORI IN PUNTI BASE DEL PATRIMONIO)

	SCOSTAMENTO RISPETTO OICR OFFERTI DA SOCIETÀ CON ACCORDO		SCOSTAMENTO RISPETTO OICR DELLA MEDESIMA CATEGORIA (MEDIA DI SETTORE) <sup>1</sup>	
	OBBLIGAZIONARI	AZIONARI	OBBLIGAZIONARI	AZIONARI
MIN	-30,0	-50,0	-46,0	-83,0
MAX	52,0	54,5	27,0	48,0
MEDIA	13,0	4,5	-7,6	-10,8
MEDIANA	10,0	10,0	-7,0	-4,0

<sup>1</sup> Fonte: Morningstar.

L'analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sull'attività di *fund picking* può essere completata con l'esame delle commissioni retrocesse alla società di gestione del fondo di fondi.

Anche in questo caso si è proceduto a confrontare la retrocessione accordata dalla società dell'OICR bersaglio con i valori mediani corrispondenti alla scelta di un fondo appartenente alla medesima categoria offerto dagli altri gestori con i quali sono state stipulate convenzioni. Il campione di riferimento è identico a quello utilizzato per le Tavv. 11 e 12.

La distribuzione delle retrocessioni degli OICR bersaglio presenta, com'è logico attendersi, una forte corrispondenza a quella rilevata per le commissioni di gestione. In particolare, in 21 casi (62% del totale) l'SGR dei fondi di fondi beneficia di una retrocessione superiore a quella mediana che l'SGR avrebbe ottenuto se avesse investito in OICR della stessa categoria offerti da società con accordi (Tav. 13). Risulta accentuata, rispetto a quanto emerge dalla Tav. 11, la differenziazione tra distribuzioni delle retrocessioni relative ai due sottogruppi individuati dalle categorie obbligazionaria e azionaria: i casi in cui la retrocessione relativa all'OICR bersaglio risulta superiore al valore mediano sono infatti pari rispettivamente al 69% e al 44% circa.

**DISTRIBUZIONE DELLE RETROCESSIONI DEGLI OICR BERSAGLIO RISPETTO ALLE  
RETROCESSIONI PRATICATE DAL CAMPIONE DI SOCIETÀ CON ACCORDI<sup>1</sup>**  
(DATI AGGREGATI PER CATEGORIE DEI FONDI)

CATEGORIA	RETROCESSIONI OICR BERSAGLIO						
	< MIN	=MIN	> M I N & < =MEDIANA	>MEDIANA & < MAX	=MAX	>MAX	TOTALE
OBBLIGAZ. USA		1					1
OBBLIGAZ. INTER.				5			5
OBBLIGAZ. EUROPA			1	3			4
OBBLIGAZ. EURO	1	2		2			5
OBBLIG. CORPORATE						1	1
AZ. USA			1	4	2		7
AZ. INTER.			2				2
AZ. GIAPPONE	1						1
AZ. EUROPA L.GE CAP			1			1	2
AZ. EUROPA			3	1			4
AZ. EURO			2				2
TOTALE	2	1	10	15	3	3	34

Fonte: Elaborazioni su dati forniti dalle SGR. <sup>1</sup>I valori minimo, medio e mediano sono calcolati, con riferimento a una determinata categoria e per ogni SGR, rispetto alle retrocessioni praticate per la medesima categoria dalle società con le quali l'SGR ha concluso accordi.

La Tavola 14 riporta alcune caratteristiche degli scostamenti tra retrocessioni corrispondenti agli OICR bersaglio e retrocessioni mediane di OICR della stessa categoria offerti dalle società con convenzioni. Dalle statistiche di sintesi sembra emergere la tendenza delle SGR a selezionare i fondi con retrocessioni maggiori soprattutto per i comparti obbligazionari: per quelli azionari, infatti, lo scostamento medio è negativo e quello mediano è nullo (in Appendice 2, sono riportati i grafici che illustrano l'entità dello scostamento con riferimento ai singoli fondi - Graff. 4 e 5).

**CONFRONTO TRA COMMISSIONI DI GESTIONE RETROCESSE DAGLI OICR BERSAGLIO E  
RETROCESSIONI OTTENIBILI DA INVESTIMENTI ALTERNATIVI**  
(VALORI IN PUNTI BASE DEL PATRIMONIO)

OICR	SCOSTAMENTO RISPETTO OICR OFFERTI DA SOCIETÀ CON ACCORDO			
	MIN	MAX	MEDIA	MEDIANA
OBBLIGAZIONARI	-14,5	23,5	4,8	5,3
AZIONARI	-33,1	18,6	-1,2	0,0

Fonte: Elaborazioni su dati forniti dalle SGR.

## 5. Effetti degli accordi di retrocessione sulla struttura delle fonti di reddito

Gli accordi di retrocessione esistono e riguardano la maggior parte degli OICR su cui il fondo di fondi investe; tale situazione non può non influire pesantemente sul bilancio delle SGR interessate ed in particolare sulla struttura dei ricavi derivanti dal fondo di fondi.

I risultati delle analisi svolte rivelano che i proventi derivanti da retrocessione di commissioni costituiscono sempre una parte rilevante delle entrate derivanti dai fondi di fondi, come chiaramente illustrato dalla Tav. 15. Confermano questa ipotesi in modo robusto i dati relativi alla SGR 2 ed alla SGR 6, dato che per queste due società il periodo di osservazione del fenomeno risulta essere il più esteso<sup>8</sup>.

Come si rileva dalla lettura della Tav. 15, la SGR 2 e la SGR 6 percepiscono retrocessioni la cui incidenza sulle fonti di reddito, al 30 aprile, è pari rispettivamente al 22% ed al 25%.

---

8

Non si dispone dei dati delle tre SGR che al 30 aprile 2001 non erano ancora operative ed appaiono poco significativi i dati relativi alla SGR 1, poiché i proventi da retrocessione di commissioni non derivano da normali accordi di retrocessione, ma da un unico e più ampio accordo di esclusiva per cui la SGR 1 in cambio dei propri investimenti gode, oltre che della retrocessione di parte delle commissioni, anche di molti altri servizi accessori (forniture di *software*, consulenza in materia di gestione...). Per i motivi ora esposti deve ritenersi che la percentuale di ricavi derivante da retrocessione di commissioni sia per questa Società inferiore alla media.

**ANALISI DELLE FONTI DI REDDITO DERIVANTI DALLA GESTIONE DI FONDI DI FONDI  
MULTIMARCA CON ACCORDI DI RETROCESSIONE**

GESTORE	PRESENZA DI COMMISSIONI DI SOTTOSCRIZIONE O RIMBORSO	PERCENTUALE DEI RICAVI PROVENIENTI DALLA RETROCESSIONE DI COMMISSIONI DAGLI OICR BERSAGLIO <sup>1</sup>		RAPPORTO TRA COMMISSIONI RETROCESSE E COMMISSIONI DI GESTIONE	
		AL 31 DICEMBRE 2000	AL 30 APRILE 2001	AL 31 DICEMBRE 2000	AL 30 APRILE 2001
		SGR 1	SI	11	11
SGR 2	SI	34	22	0,61	0,32
SGR 3 <sup>2</sup>	NO	0	0	0,5	0,84
SGR 4	SI	//	//	//	//
SGR 5	SI	//	11	//	0,11
SGR 6	NO	22	25	0,29	0,33
SGR 7	SI	//	//	//	//
SGR 8	SI	//	//	//	//

<sup>1</sup> Per calcolare i ricavi totali non sono state prese in considerazione le commissioni di sottoscrizione o rimborso poiché le medesime sono di norma interamente retrocesse alla rete di vendita, inoltre il non considerare questo tipo di redditi permette di poter meglio confrontare l'incidenza della retrocessione delle commissioni con la commissione di gestione (che dovrebbe essere la fonte di reddito principale del gestore e che è trasparente perché dichiarata nel prospetto informativo) ed analizzare l'incidenza sul costo del prodotto.

<sup>2</sup>Si rammenta che per i fondi di fondi gestiti dalla SGR 3 le commissioni vengono retrocesse direttamente ai fondi di fondi, mentre la società di gestione non percepisce alcun provento derivante dagli accordi di retrocessione.

La retrocessione delle commissioni, infine, va ad incidere sulle fonti di reddito dell'impresa in misura rilevante anche se considerata in rapporto alla ordinaria commissione di gestione (che come si dirà più approfonditamente in seguito è l'unico costo realmente trasparente per l'investitore).

## **6. Accordi di retrocessione e *best practice* sul mercato**

La fonte dei ricavi di cui godono le SGR per effetto degli accordi di retrocessione, oltre ad essere consistente, è anche occulta all'investitore che attraverso la lettura della documentazione d'offerta ha notizia esclusivamente dell'ammontare della commissione di gestione; mentre non conosce affatto gli ulteriori costi derivanti al fondo di fondi dalla

retrocessione.

E' necessario ora chiarire perché la retrocessione debba essere considerata un costo per il fondo di fondi; ciò deve considerarsi vero per tre diversi ordini di considerazioni:

1. i flussi reddituali positivi derivanti dagli accordi di retrocessione dovrebbero essere di diretta pertinenza del fondo, non essendo destinati a remunerare la società di gestione per la propria attività caratteristica ed essendo prodotti solo grazie al patrimonio del fondo. Quindi, in sostanza, la retrocessione in favore della SGR anziché dell'OICR costituisce la privazione di un provento per quest'ultimo;
2. da un secondo punto di vista la retrocessione di commissioni in favore del gestore può essere qualificata come la mancata riduzione di un onere a carico del fondo. Esso, infatti, grazie solo all'investimento del proprio patrimonio negli OICR bersaglio, potrebbe ridurre il costo totale della gestione venendo rimborsato di una parte (circa il 50%) delle spese di gestione che sopporta perché dovute alle società di gestione degli OICR oggetto di investimento;
3. alla privazione di un provento o, se si preferisce, alla mancata riduzione di un onere corrisponde, come si è detto, una fonte reddituale per la SGR che non svolge alcuna attività che possa direttamente giustificare la percezione dei ricavi in discorso. Ci si trova dinnanzi, infatti, ad un provento che dovrebbe essere di pertinenza del fondo di fondi.

E' importante evidenziare in relazione alla questione ora considerata il comportamento che la SGR 3 ha deliberato di adottare in merito ai proventi derivanti dagli accordi di retrocessione. La Società non percepisce alcun profitto ricollegabile alle retrocessioni, poiché il diretto beneficiario di tali redditi è il fondo di fondi. Le commissioni retrocesse, infatti, non transitano neppure dalla contabilità della SGR, ma, al contrario, vengono direttamente accreditate sui conti dei fondi di fondi gestiti dalla Società 3. Nel rendiconto del fondo di fondi i ricavi derivanti dalle retrocessioni vengono contabilizzati alla voce "*Proventi diversi*" ed influiscono positivamente sul risultato economico del fondo. La decisione da parte della SGR di rendere il fondo beneficiario delle retrocessioni commissionali è pure capace di influenzare positivamente le *performance* del fondo di fondi; infatti, ad esempio, i proventi derivanti dalle retrocessioni al 30 aprile 2001 sono, da soli, quasi sufficienti ad annullare i costi addebitati al fondo di fondi per commissioni di gestione dovute alla SGR 3 (cfr. dati reddituali alla Tav. 15). La soluzione scelta dalla Società, inoltre, elimina qualsiasi eventuale problema di conflitto di interesse o di correttezza dato che gli accordi di retrocessione vengono stipulati ad esclusivo beneficio del fondo di fondi.

Deve pure considerarsi che la retrocessione effettuata direttamente verso i singoli fondi di fondi da parte delle società bersaglio può dar vita a meccanismi complessi e difficoltosi da gestire quando il fondo di fondi è suddiviso in numerosi comparti che devono godere delle retrocessioni nel pieno rispetto del principio di separatezza patrimoniale.

In questi casi le società bersaglio si vedrebbero costrette ad implementare complesse procedure di redistribuzione delle commissioni retrocesse sui singoli comparti; tale onere potrebbe scoraggiare le società bersaglio dallo stipulare accordi di retrocessione quando il

beneficiario degli accordi non è la sola SGR, ma i singoli comparti del fondo di fondi.

Il problema ora prospettato appare, per il vero, di facile soluzione; infatti, la SGR che gestisce il fondo di fondi potrebbe far transitare i proventi derivanti dalle retrocessioni dalla propria contabilità sociale per girarle in seguito al fondo di fondi (ad esempio trimestralmente) tramite una mera partita di giro distribuendoli sui vari comparti interessati.

Anche utilizzando la soluzione ora prospettata potrebbe superarsi ogni eventuale problema di conflitto di interessi o di correttezza di comportamento da parte dell'intermediario gestore.

## **7. Mancanza di trasparenza degli oneri posti a carico del fondo di fondi ed inefficienze nella gestione dei costi**

Nel prospetto informativo relativo ai fondi comuni di investimento mobiliare di tipo aperto o alla Sicav (cfr. all. 1/B schemi n. 8 e 9 del Regolamento CONSOB n. 11971/1999) sono indicate con piena evidenza tutte le commissioni (di gestione, di incentivo) poste a carico del fondo di fondi. Nello stesso si propone una tavola riepilogativa del rapporto definito su base annua tra tutti i costi posti a carico del fondo/Sicav ed il patrimonio dell'OICR stesso.

A queste rappresentazioni, tuttavia, per i fondi di fondi, sfuggono sia le commissioni pagate dagli OICR oggetto di investimento<sup>9</sup>, che l'ammontare delle commissioni retrocesse da questi ultimi alla SGR-gestore (per la rappresentazione dei motivi per cui la retrocessione delle commissioni di gestione in favore della società di gestione deve essere considerato un costo per il fondo di fondi si rinvia al par. 6).

Al fine di dimostrare l'importanza di questi costi che rimangono occulti per l'investitore si è analizzato il portafoglio di sei fondi di tre diverse società di gestione selezionati tra gli altri perché ritenuti maggiormente rappresentativi del fenomeno della retrocessione.

Si sono scelti i portafogli dei fondi "SGR 2 - Bilanciato", "SGR 2 - Bilanciato Moderato", "SGR 6 - Bilanciato", "SGR 6 - Azionario Europa", "SGR 8 - Bilanciato" ed "SGR 8 - Bilanciato Moderato", che alla data presa a riferimento per l'analisi presentavano la massa gestita maggiore per singola SGR. Cinque dei sei fondi analizzati sono stati scelti anche perché appartengono alla categoria dei bilanciati (anche se con una diversa incidenza della componente azionaria) come la gran parte dei fondi di fondi (34 su 71, rappresentativi di quasi il 60% della massa gestita da fondi di fondi a maggio 2001).

L'analisi svolta dimostra che il fondo di fondi sopporta in media oneri totali per commissioni di gestione doppi rispetto a quelli dichiarati nel prospetto informativo (Tav. 16). Tali costi sono addirittura largamente superiori al doppio di quelli dichiarati nel prospetto informativo per i due fondi gestiti dalla SGR 8.

Le commissioni di gestione pagate dal fondo di fondi agli OICR bersaglio rappresentano la metà degli oneri totali posti a carico del fondo di fondi a titolo di commissioni

---

9

In verità, si rileva che questi costi sfuggono ad ogni tipo di rappresentazione prospettica tutte le volte in cui ci si trova ad analizzare una gestione in fondi, indipendentemente dalla presenza o meno di accordi di retrocessione. Questo difetto di trasparenza appare di difficile soluzione in quanto il costo della gestione è implicito nel valore della quota degli OICR bersaglio e, pertanto, la società di gestione non ha evidenza contabile degli oneri di gestione addebitati agli OICR oggetto di investimento.

di gestione. Dell'ammontare di queste commissioni ulteriori non si dà alcuna notizia nel prospetto informativo, poiché sono effettivamente di difficile stima anche per la SGR che gestisce il fondo di fondi.

Lo strumento della trasparenza appare, dunque, difficilmente utilizzabile per rappresentare questi costi che sono di complessa quantificazione ex-post, ed assolutamente impossibili da stimare ex-ante; pertanto all'investitore è dato sapere soltanto che dovrà sopportare anche i costi delle commissioni dovute agli OICR bersaglio, ma l'ammontare degli stessi costi rimane per lui sconosciuto.

Assicurare la trasparenza degli accordi di retrocessione e dei loro effetti sui costi addebitati al fondo appare molto difficoltoso a causa delle diverse modalità di calcolo della retrocessione e della difficoltà di stima della rilevanza dei diversi investimenti. E', quindi, impossibile dare una rappresentazione anticipata dei costi addebitati al fondo a causa della retrocessione di commissioni di cui gode il solo soggetto gestore.

Il prospetto, come accade oggi, potrà esclusivamente porre in evidenza il fatto che questi accordi possono essere stipulati e possono porre il gestore in conflitto di interessi con gli OICR gestiti. Tale informativa appare scarsamente efficace alla luce degli effetti che gli accordi di retrocessione hanno sui costi del fondo e sulle modalità di gestione dello stesso.

Nei sei casi analizzati si è in presenza di un contrasto tra le commissioni di gestione da prospetto, largamente inferiori a quelle medie di categoria, e le commissioni di gestione totali che, al contrario, sono tutte molto al di sopra delle medie di categoria. Il quadro deve essere, inoltre, completato dalla considerazione che i ricavi derivanti alle SGR dai fondi di fondi per l'attività di gestione sono nella media di quelli percepiti dalle società di gestione che gestiscono fondi appartenenti alle stesse categorie (Tav. 16).

Per ciò che riguarda più in particolare gli accordi di retrocessione appare evidente che essi costituiscono un mancato guadagno per il fondo. Tale mancato guadagno è rilevante a tal punto da essere spesso pari a più del 50% delle commissioni pagate all'OICR bersaglio; ovvero se la retrocessione avvenisse in favore del fondo, quest'ultimo "spenderebbe" la metà delle commissioni che, invece, è costretto a pagare all'OICR bersaglio.

La stipula di convenzioni di retrocessione, quindi, rende il fondo di fondi un prodotto non trasparente dato che, nel caso del fondo "SGR 8 - Bilanciato", l'investitore conosce solo gli oneri di gestione rappresentati nel prospetto pari allo 0,8%, ma in realtà il fondo di fondi sopporta costi per commissioni di gestione pari all'1,71%. La SGR, infine, incassa, oltre il 60% delle spese addebitate al fondo di fondi per commissioni di gestione dovute agli OICR bersaglio, incrementando in questo modo i propri ricavi di oltre il 70%.

## **8. Obbligo generale di contenimento dei costi**

La valutazione della correttezza del comportamento del gestore basata sul confronto tra costi di OICR appartenenti alla medesima categoria offerti da diverse società può lasciare margini di ambiguità (prodotti della medesima categoria non necessariamente sono del tutto identici). Tali ambiguità, tuttavia, vengono meno quando di fronte ad uno stesso comparto di OICR diviso in classi differenziate per la modalità di applicazione delle commissioni il gestore preferisce scegliere l'investimento più costoso.

Si riscontra comunemente, infatti, il caso in cui l'OICR oggetto di investimento sia caratterizzato dalla divisione tra classi di quote/azioni dedicate agli investitori *retail* (di solito

denominate classi A o B) con commissioni di gestione “normali” e classi dedicate agli investitori istituzionali (di solito denominate I) con commissioni di gestione “scontate”; le SGR poste di fronte a tale scelta spesso preferiscono orientare il loro investimento su azioni/quote dedicate all’investitore privato per ottenere un più alto livello di retrocessione.

Tale fenomeno deve ritenersi diffuso essendo stato riscontrato, come si illustrerà meglio in seguito, in tutti i casi esaminati nel corso delle analisi effettuate sui portafogli dei fondi di fondi. Peraltro si rileva anche la diffusione di accordi di retrocessione che, in presenza di comparti divisi in più classi di azioni o quote, limitano preventivamente l’oggetto dell’accordo alla sola classe con le commissioni di gestione più alte (Tav. 7).

Ciò significa che, se il gestore volesse acquistare azioni o quote appartenenti a classi più convenienti per l’OICR gestito, l’accordo di retrocessione non opererebbe affatto e la SGR non godrebbe di alcun provento da retrocessione. Nel caso ora analizzato, pertanto, il gestore del fondo di fondi sarà doppiamente incentivato a selezionare esclusivamente i prodotti più costosi poiché sono i soli che rendono operativo l’accordo di retrocessione.

Il fenomeno ora descritto (selezione di classi con alto livello di costi), dunque, è spesso formalizzato nel meccanismo contrattuale che regola l’accordo di retrocessione. A questo proposito pare opportuno fare riferimento, per un esempio chiarificante, al contratto stipulato dalla SGR 2, dalla SGR 3, dalla SGR 6 e dalla SGR 8 con la società di gestione di una Sicav lussemburghese.

L’operatività di tale accordo viene limitata dalle parti contraenti alle sole azioni di classe A emesse dalla Sicav e dedicate all’investitore *retail*, pur venendo emesse per tutti i comparti della Sicav stessa azioni di classe I riservate ad investitori istituzionali con commissioni di gestione più basse (per ciascuno degli oltre 30 comparti della Sicav le commissioni di gestione previste per le azioni di classe A sono maggiori di circa il 50% rispetto a quelle previste per le azioni di classe I).

Le SGR italiane ricevono come ricompensa del loro investimento in azioni di classe A una retrocessione pari, a seconda dei casi, al 50% al 60% o al 70% delle commissioni di gestione, ovvero una retrocessione compresa tra il 40% ed il 25% delle commissioni di gestione, a seconda che si tratti di comparti azionari o obbligazionari.

La determinazione dell’ammontare della retrocessione sulla base di un calcolo percentuale effettuato sulla commissione di gestione dell’OICR bersaglio costituisce probabilmente il meccanismo contrattuale maggiormente controindicato per la determinazione della retrocessione, poiché induce il gestore a selezionare proprio quei comparti in cui la commissione di gestione è più alta scartando gli altri.

L’esclusione dagli investimenti delle azioni di classe I comporta per il fondo di fondi un potenziale incremento dei costi per commissioni dovute all’OICR bersaglio superiore al 50%, corrispondente ad un proporzionale aumento dei ricavi per la SGR che gestisce il fondo di fondi.

Le considerazioni sin qui svolte sono chiaramente confermate dalle analisi effettuate sui portafogli dei singoli fondi di fondi (per dettagli si rimanda all’Appendice 3).

La parte di patrimonio che viene investita in classi di azioni con costi più elevati del dovuto è sempre consistente e varia dal 28% per arrivare fino ad un massimo del 60%.

È utile notare che l’investimento viene concentrato maggiormente nelle classi di investimento più costose quando la commissione di gestione da prospetto è più bassa; tale concentrazione decresce all’aumentare della commissione di gestione da prospetto.

Il fenomeno cui si è ora accennato può essere facilmente spiegato. Come si è detto al

paragrafo precedente i ricavi da commissioni di gestione direttamente applicate o retrocesse sembrano, per le SGR che gestiscono fondi di fondi, in linea con quelli di mercato; mentre, le commissioni di gestione “facciali” (cioè quelle rappresentate nel prospetto) sono sempre inferiori a quelle medie di categoria. Pertanto, per compensare i minori ricavi provenienti da commissioni di gestione, le SGR che gestiscono fondi di fondi concentrano i portafogli su quelle classi di azioni che hanno commissioni di gestione più alte e che, quindi, garantiscono un maggiore margine di retrocessione. Tale concentrazione, di conseguenza è tanto più elevata quanto più bassa è la commissione di gestione da prospetto.

Appare anche utile rilevare che, dalle analisi effettuate, è risultato che due gestori su tre selezionano sistematicamente la classe di azioni con costi più elevati; mentre nel terzo caso la frequenza con cui il gestore sceglie di investire sulla classe più costosa è di circa due volte su tre (cfr. app.3).

La particolare modalità operativa ora delineata causa anche un notevole incremento dei costi posti a carico del fondo di fondi; infatti, rispetto alla “migliore” composizione del portafoglio (che deve essere considerata quella in cui si selezionano le classi con costi di gestione inferiori tutte le volte in cui è possibile) si registrano incrementi di costi che vanno dal 7% al 32% (Tav. 16).

Ancora una volta deve sottolinearsi che tali incrementi di costo sono maggiormente vistosi per quei fondi che hanno una commissione di gestione “facciale” più bassa e che così puntano a compensare i minori ricavi da essa derivanti.

Nei rapporti con i clienti il comportamento ora descritto può tradursi in aggressive politiche di *marketing* volte a reclamizzare la convenienza del prodotto in rapporto ai fondi tradizionali. Tale approccio del collocatore sulla clientela sarebbe possibile grazie al fatto che tutti i costi aggiuntivi derivanti, dagli accordi di retrocessione, rimangono occulti per il sottoscrittore.

**SCHEMA RIASSUNTIVO DEI COSTI APPLICATI PER COMMISSIONI DI GESTIONE AI FONDI DI FONDI SOTTOPOSTI AD  
ANALISI DI PORTAFOGLIO ALLE DATE DEL 30 APRILE 2001 e DEL 31 LUGLIO 2001**

Denominazione del fondo di fondi	Commissione di gestione da prospetto (A)	Costi per commissioni di gestione dovute agli OICR bersaglio in valore percentuale sul totale della massa gestita (B)	Costi totali a carico del fondo per commissioni di gestione (C = A + B)	Costo dell'investimento al miglior prezzo disponibile sul mercato (Z)	Incremento dei costi dovuto alla selezione di classi di azioni/quote con commissioni di gestione più alte del dovuto ([C-Z]/Z)	Commissioni retrocesse dagli OICR bersaglio in valore percentuale sul totale della massa gestita (D)	Totale dei ricavi percepiti dalla SGR per commissioni di gestione direttamente applicate o retrocesse (A + D = E)	Incremento dei ricavi dovuto alla retrocessione in rapporto alle commissioni di gestione dichiarate nel prospetto (D/A)	Commissione di gestione media applicata ad OICR italiani della stessa categoria <sup>1</sup> (F)	Variazione percentuale tra ricavi percepiti dalla SGR per commissioni di gestione direttamente applicate o retrocesse e commissione di gestione media ([E-F]/F)
SGR 2 - FONDO BILANCIATO	1%	1%	2%	1,82%	+9,89%	0,55%	1,55%	+55%	1,37%	+13,13%
SGR 2 - FONDO BILANCIATO MODERATO	1%	0,83%	1,83%	1,69%	+8,28%	0,45%	1,45%	+45%	1,17%	+23,39%
SGR 6 - FONDO BILANCIATO	1,20%	0,82%	2,02%	1,87%	+8,02%	0,36%	1,56%	+30%	1,37%	+13,86%
SGR 6 - FONDO AZIONARIO EUROPA	1,20%	0,99%	2,19%	2,04%	+7,35%	0,40%	1,60%	+33%	1,71%	-6,43%
SGR 8 - FONDO BILANCIATO MODERATO	0,60%	0,87%	1,47%	1,11%	+32,43%	0,54%	1,14%	+90%	1,17%	-2,56%
SGR 8 - FONDO BILANCIATO	0,80%	0,91%	1,71%	1,39%	+23,02%	0,57%	1,37%	+71%	1,37%	0%

<sup>1</sup> Fonte sito Morningstar Italia ([www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)), dati aggiornati a novembre 2001 e riferiti alle categorie di appartenenza attribuite ai fondi presi in considerazione per le analisi di portafoglio dalla medesima Società.

## 9. Inquadramento giuridico delle fattispecie rilevate

Il meccanismo economico su cui si fondano gli accordi di retrocessione pone il soggetto gestore in una posizione di forte conflitto di interessi con i patrimoni gestiti. Le scelte di investimento, infatti, potrebbero naturalmente essere influenzate dall'interesse delle società di gestione a procurarsi i proventi derivanti dall'attivazione degli accordi in discorso.

Al riguardo, si rammenta che nell'ambito dello svolgimento dell'attività di gestione collettiva il gestore può, a certe condizioni, operare in conflitto di interessi con i patrimoni degli OICR gestiti (art. 49, Regolamento CONSOB n. 11522/1998).

Tale facoltà, tuttavia, non esime le SGR dall'obbligo di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse" (art. 40, comma 2, lett. b, del TUF).

La presenza massiccia di accordi di retrocessione e la sua ripercussione sulle scelte di investimento definite di tempo in tempo dal gestore costituisce una fonte di conflitto di interessi che diviene non occasionale ed inevitabile ma strutturale e frutto di una libera e positiva scelta dell'intermediario.

La forza di questo conflitto è espressa dai dati relativi alla percentuale di patrimonio investita in OICR con cui si sono conclusi accordi di retrocessione, che, come si ricorderà, è superiore all'85% (Tav. 9).

Il risultato dell'operatività svolta dalle SGR nella selezione degli OICR con cui si sono conclusi accordi di retrocessione è una fonte di reddito che è stata stimata pari a circa il 25-30% dei ricavi provenienti dalla gestione di fondi di fondi (Tav. 15).

L'operatività in conflitto di interessi, così, diviene in sostanza fonte costante ed essenziale di proventi per la società di gestione; la presenza di una tale organizzazione delle fonti di reddito appare difficilmente conciliabile con le disposizioni del citato art. 40 del TUF.

Come risulta dalle evidenze empiriche esposte nel corso del presente studio la situazione di conflitto di interessi derivante dagli accordi di retrocessione si è dimostrata capace di influenzare concretamente e significativamente l'attività gestoria: tra gli OICR con cui si sono conclusi accordi di retrocessione, la società di gestione tende infatti ad investire nei prodotti con livello di commissioni retrocesse più alto (cfr. par. 4.a).

Inoltre, e a conferma ulteriore della rilevanza della posizione di conflitto di interessi in cui il gestore si pone, si è riscontrato che tra diverse classi di azioni del medesimo OICR, differenziate solo dal livello di commissioni applicate, il gestore preferisce spesso selezionare per l'investimento quella maggiormente costosa per il fondo di fondi (o per il cliente della Gpf) (cfr. par. 8 ed appendice 3).

Preliminarmente è bene rammentare che questo tipo di irregolarità potrebbero incidere negativamente sulla piena salvaguardia del generale principio che obbliga i gestori ad operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori per le Gpf (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - Art. 26, let. f) ovvero a carico degli OICR per le gestioni collettive (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - Art. 48, let. e).

Nel caso di specie per il solo gestore di patrimoni collettivi potrebbe pure richiamarsi la norma che impone alle società di gestione di individuare *"...i casi in cui le condizioni contrattuali convenute con i soggetti che prestano servizi a favore di dette società confliggono con gli interessi degli OICR gestiti e assicurano: a) che il patrimonio degli OICR non sia gravato da oneri altrimenti evitabili..."* (Regolamento CONSOB n. 11522/1998, art. 49, comma 2).

Al riguardo, infine, non sembra superfluo rammentare le norme che disciplinano il

generale obbligo di *best execution* a cui il gestore è tenuto sia per le gestioni individuali (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - art. 43, comma 4) che per quelle collettive (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - art. 54, comma 4). Anche ai sensi delle disposizioni ora richiamate, infatti, gli intermediari sono tenuti ad esigere che le operazioni da essi disposte per conto dei patrimoni gestiti siano eseguite alle migliori condizioni possibili. Si pensi, in proposito, al fatto che di norma le classi di azioni riservate ad investitori qualificati non hanno commissioni di ingresso o di uscita, mentre l'investimento in classi di azioni destinate alla clientela *retail* può comportare il pagamento di tali commissioni.

#### **10. Effetti della diffusione e rilevanza degli accordi di retrocessione sul sistema finanziario - Disfunzioni ed inefficienze nel settore del risparmio gestito**

Come si è visto gli accordi di retrocessione costituiscono per i fondi di fondi non un'eccezione, ma una vera e propria prassi; non esiste, in sostanza, un fondo di fondi multimarca che non basi la propria operatività sulla presenza di questo tipo di accordi.

I fondi di fondi costituiscono ad oggi una fetta molto piccola del mercato del risparmio gestito, ed ancora più piccola è quella parte di fondi di fondi effettivamente multimarca. Tuttavia, la struttura operativa riscontrata nel corso dell'analisi dei fondi di fondi deve ritenersi, come più volte accennato, assolutamente applicabile anche alle Gpf. Si deve presumere, pertanto, che anche il servizio di gestione individuale in parti di OICR, se multimarca, basi sistematicamente la propria operatività sulla presenza di accordi di retrocessione.

Le Gpf rappresentano una parte importante del risparmio gestito e circa il 15% delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Si ritiene, dunque, che gli accordi di retrocessione, se applicati su una tale massa di risparmio, siano in grado di influenzare negativamente l'intero settore del risparmio gestito creando disfunzioni ed inefficienze.

Nello specifico, paradossalmente le SGR o le Sicav che istituiscono OICR che potrebbero essere oggetto di investimento da parte di Gpf o fondi di fondi subirebbero degli effetti potenzialmente diseconomici da una eventuale riduzione delle commissioni applicate agli OICR. Gli OICR con commissioni di gestione basse, infatti, diverrebbero poco appetibili per i gestori istituzionali a causa della scarsa quantità di commissioni che potrebbe essere soggetta a retrocessione.

La stessa diffusa presenza di accordi di retrocessione non può non provocare una contrazione delle positive dinamiche concorrenziali afferenti al livello dei costi. Gli intermediari, infatti non avrebbero più interesse a ridurre le commissioni al fine di rendere i propri prodotti maggiormente appetibili per gli investitori dato che gli investitori più importanti preferirebbero gli OICR con le commissioni più alte. Questo processo andrebbe a scapito dell'investitore *retail* che non godrebbe di positive contrazioni dei prezzi sugli OICR "normali" e, nel caso in cui preferisse investire in fondi di fondi o Gpf, subirebbe una selezione degli OICR da immettere in portafoglio che privilegia quelli con i costi di gestione più alti.

Gli accordi di retrocessione potrebbero quindi determinare un aumento del "prezzo" del risparmio gestito nel nostro paese, in un quadro in cui le pressioni competitive sembrano non esercitare una adeguata pressione verso il contenimento dei margini e l'efficienza di costo da parte delle SGR. Infatti, i dati contenuti in un recente rapporto sull'industria curato da Mediobanca mostrerebbero un aumento di circa 60 punti base (in rapporto ai patrimoni gestiti)

del costo complessivo del risparmio gestito dal 1996 al 2000 (Tav. 17). In realtà, i dati diffusi da Mediobanca non indicano necessariamente che il potere di mercato delle SGR sia aumentato, poiché gli oneri posti a carico dei patrimoni gestiti includono le commissioni di performance (*performance fees*), oneri che possono risentire fortemente dell'andamento dei mercati azionari e obbligazionari<sup>10</sup>.

Infatti, in uno studio alternativo condotto dalla McKinsey sono stati analizzati i costi del risparmio gestito in Italia prescindendo dalla considerazione delle *performance fees*, che per definizione non sono quantificabili *ex ante*. In particolare, nello studio si calcola il costo medio di un investimento in fondi su un orizzonte temporale di tre anni e assumendo che il risparmiatore ponga in essere due operazioni di *switch*. Inoltre, si prendono in considerazione due tipologie di investitori (un investitore *retail* ed uno con disponibilità finanziarie più consistenti, cosiddetto *affluent*), poiché alcune tipologie di costo (ad esempio, commissioni di ingresso ed uscita) possono variare in funzione dell'importo investito. Lo studio indica un costo medio per l'investitore *affluent* in linea con quello riportato nello studio Mediobanca (cioè circa 170 punti base sul patrimonio gestito), mentre il costo per l'investitore *retail* risulta nettamente superiore (circa 230 punti base). Sebbene nello studio McKinsey manchi la prospettiva storica (per cui non è possibile stabilire se i costi siano o meno cresciuti nel tempo), l'analisi indica che il costo del risparmio gestito in Italia è in linea con quello di altri paesi europei (in particolare, Francia, Spagna, Germania e U.K.).

TAV. 17

**ANALISI DELL'INCIDENZA DEI COSTI POSTI  
A CARICO DEGLI OICR ITALIANI**

	1996	1997	1998	1999	2000
SPESE TOTALI POSTE A CARICO DEGLI OICR ITALIANI <sup>1</sup>	991	1876	3769	5563	6966
RAPPORTO TRA SPESE TOTALI E PATRIMONIO GESTITO <sup>1</sup>	1,07%	1,08%	1,14%	1,28%	1,7%

Fonte: Rapporto di Mediobanca su 870 fondi e Sicav italiani.

<sup>1</sup> Dati espressi in milioni di Euro.

## 11. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni che si sono sin qui svolte deve concludersi che gli accordi di retrocessione rappresentano una rilevante area critica per l'efficienza del sistema del

10

Anche la valorizzazione dei patrimoni gestiti risente dell'andamento dei mercati, per cui ci si aspetterebbe che il rapporto di cui alla tavola 17 non debba mutare nel tempo solo per questo motivo; tuttavia, l'aumento del costo del risparmio gestito potrebbe dipendere da un progressivo diffondersi dell'uso delle *performance fees* in un ciclo di borsa complessivamente positivo e dalla possibilità che in media gli investitori pongano in essere operazioni di *switch* con più frequenza.

risparmio gestito in Italia.

Una prima iniziativa capace di limitare gli effetti distorsivi provocati dalle retrocessioni potrebbe essere identificata nell'adozione da parte degli intermediari interessati di accordi di retrocessione che non operino in favore dei gestori, ma in favore dei patrimoni gestiti uniformandosi allo standard di *best practice* oggi già presente sul mercato.

La riorganizzazione prospettata sarebbe volta a superare la posizione di duraturo conflitto di interessi creata dai tradizionali accordi di retrocessione ed idonea ad influenzare negativamente la correttezza di comportamento del gestore.

In chiave prospettica si rileva che la diminuzione di accordi di retrocessione stipulati in favore dei soggetti gestori (e, quindi, la riduzione delle fonti di reddito derivanti dalle retrocessioni stesse) è suscettibile di indurre un aumento delle commissioni di gestione nominali applicate sul fondo di fondi e rappresentate nel prospetto informativo. In tale contesto l'aumento di costo dovrebbe, tuttavia, essere compensato dai proventi derivanti dalla rinegoziazione degli accordi di retrocessione.

In sostanza, il mercato tenderebbe a ridefinire le fonti di reddito per le SGR (da ricavi per retrocessioni a ricavi per maggiori commissioni di gestione) ed a ristrutturare sia le fonti di reddito (presenza di ricavi per retrocessioni) che quelle di costo (maggiori oneri per commissioni di gestione) per il fondo di fondi o per le Gpf.

La nuova struttura delle voci di reddito e di costo per gestore e fondo renderebbe il prodotto OICR o il servizio di gestione pienamente trasparenti.

Peraltro, gli intermediari che volessero mantenere in vita accordi che prevedono la retrocessione di commissioni di gestione in loro favore dagli OICR bersaglio potrebbero quantomeno renderne trasparenti gli effetti economici. Tale finalità potrebbe essere conseguita prendendo in considerazione gli oneri sopportati dai patrimoni gestiti per effetto degli accordi di retrocessione (per l'analisi delle motivazioni per cui la retrocessione debba essere considerata un costo per il fondo si rinvia a quanto detto al par. 6) per il calcolo del *Total Expenses Ratio*<sup>11</sup> dei fondi di fondi ovvero per la redazione del rendiconto di gestione delle Gpf.

Affinché il processo di selezione dell'investimento si svolga in modo efficiente il risparmiatore dovrebbe avere a disposizione un set completo di informazioni sui diversi prodotti disponibili sul mercato, che comprenda cioè anche il livello dei costi effettivi dell'investimento.

L'opacità di quest'ultimo parametro porterebbe ad una inefficienza della scelta, causata esclusivamente da asimmetrie informative: per i prodotti tradizionali i costi di gestione sono trasparenti, per le Gpf e per i fondi di fondi sono, invece, solo parzialmente osservabili. Questa asimmetria informativa può essere superata con un utilizzo estensivo degli strumenti di trasparenza (*Total Expenses Ratio* e nel rendiconto di gestione delle Gpf) a disposizione degli intermediari interessati.

---

11

Il *Total Expenses Ratio* è il rapporto tra i costi totali posti a carico del fondo nell'arco dell'anno ed il patrimonio del fondo stesso. Tale rapporto è rappresentato nella parte II del prospetto informativo di fondi aperti e Sicav ai sensi dell'allegato 1/B, schemi n. 8 e 9, al Regolamento Emittenti e riporta i dati relativi agli ultimi tre anni. Tali dati, oltre ad essere illustrati al potenziale investitore prima della sottoscrizione, vengono aggiornati e comunicati al partecipante all'OICR entro febbraio di ciascun anno.

Assicurare la parità di informazione su prodotti omogenei garantirebbe all'investitore la possibilità di selezionare il prodotto maggiormente conveniente, e gli consentirebbe, una volta sottoscritto il contratto, di rimanere pienamente informato in relazione a tutti i costi dell'attività di gestione.

Appare auspicabile, infine, che, alla luce di una interpretazione che garantisca la piena salvaguardia del principio generale che obbliga i gestori ad operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori per le Gpf (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - Art. 26, let. f), ovvero a carico degli OICR per le gestioni collettive (Regolamento CONSOB n. 11522/1998 - Art. 48, let. e), i gestori si impegnino a selezionare tra diverse classi di azioni/quote di uno stesso OICR quella più conveniente per i patrimoni gestiti (chiaramente quest'impegno rimarrebbe valido anche nel caso in cui non siano stati stipulati accordi di retrocessione).

L'intermediario potrebbe agire, così, direttamente sui processi aziendali inerenti alla selezione degli OICR bersaglio, escludendo la possibilità di scegliere all'interno del medesimo comparto di OICR la classe di quote/azioni oggetto di investimento allo scopo di incrementare l'ammontare delle retrocessioni e di conseguenza gli oneri a carico dei patrimoni gestiti.

Con questo intervento si renderebbe il processo di selezione degli investimenti indipendente dalle negative influenze prodotte dai meccanismi di retrocessione.

E' utile evidenziare come la garanzia di elevati livelli di trasparenza informativa, sebbene contribuisca notevolmente ad affievolire le criticità derivanti dagli accordi di retrocessione, non elimina alla radice il problema della presenza di un duraturo conflitto di interessi tra gestore e patrimoni gestiti. Tale conflitto potrebbe spingere le società di gestione a compiere scelte di investimento dannose per i patrimoni ad esse affidati al solo fine di ottenere incrementi di profitto.

L'esclusione definitiva del conflitto di interessi potrebbe realizzarsi solo con l'esclusione degli accordi di retrocessione di commissioni tra soggetti gestori ovvero con l'identificazione del fondo di fondi (o della Gpf) come unico beneficiario dell'accordo.

## APPENDICE 1

Si riporta qui di seguito, a titolo esemplificativo, una tabella che illustra i termini essenziali di alcune convenzioni di retrocessione stipulate tra le SGR oggetto di analisi e le società di gestione di OICR bersaglio sia esteri che italiani.

### PRINCIPALI CARATTERISTICHE ECONOMICHE DI ALCUNE CONVENZIONI DI RETROCESSIONE ESEMPLIFICATIVE DEL FENOMENO

Società di gestione contraente	OICR bersaglio oggetto della convenzione	Validità della convenzione anche per il servizio di Gpf	Esenzione dal pagamento di commissioni di ingresso	Meccanismo della retrocessione
Alfa S.A.	Alfa Sicav di diritto lussemburghese	SI	NO	60% del totale delle commissioni di gestione e di mantenimento annue
Beta Company	Beta Sicav di diritto lussemburghese	SI	SI	le commissioni di gestione vengono retrocesse alla SGR in una misura variabile tra il 45% (comparti obbligazionari a rischio molto basso) ed il 57% (comparti azionari specializzati a rischio molto alto)
Gamma SGR	Gamma Fondo Aperto di diritto italiano	SI	SI	70% delle commissioni di gestione annue
Delta S.A.	Delta Sicav di diritto lussemburghese (esclusivamente azioni di classe A)	SI	SI	viene retrocesso il 40% della commissione di gestione annuale dei fondi azionari ed il 25% della commissione di gestione annuale per i fondi obbligazionari
Lambda Asset Management	Fondi e Sicav del Gruppo Lambda	SI	SI	la retrocessione varia tra i 32 e i 108 punti base calcolati sul capitale investito a seconda del comparto selezionato
Sigma S.A.	Sigma Sicav (esclusivamente azioni di classe A1)	SI	SI	vengono retrocessi 65 punti base calcolati sul capitale investito per i comparti azionari e 50 punti base per i comparti obbligazionari
Omega S.A.	Omega Fondo Aperto di diritto lussemburghese	SI	SI	Fino ad un investimento pari a 100 milioni di euro viene retrocesso il 60% delle commissioni di gestione, per gli investimenti superiori viene retrocesso il 70% delle commissioni di gestione

Dalla lettura dei dati riportati nella Tavola si desume che la percentuale di commissione retrocessa dagli OICR oggetto di investimento è spesso vicina al 50% se non superiore (e ciò indipendentemente dal meccanismo di calcolo applicato).

Come si può notare alcune convenzioni limitano il proprio oggetto a determinate classi di quote/azioni (classe A, classe A1); tali classi sono quelle con commissioni di gestione più alte e, per prodotti identici, vengono selezionate al posto di quelle con le commissioni di gestione maggiormente convenienti.

Sono pure diffuse quelle convenzioni che fanno variare l'ammontare della retrocessione in funzione del profilo di rischio che caratterizza l'OICR bersaglio, ovvero in funzione dell'ammontare degli investimenti totali effettuati dal fondo di fondi. Tali meccanismi di calcolo della retrocessioni possono spingere il gestore a selezionare gli OICR maggiormente rischiosi, ovvero a concentrare gli investimenti in portafoglio su un numero limitato di OICR.

Si rileva, infine, che tutte le convezioni riportate in tabella sono valide anche per investimenti fatti per conto di clienti aderenti al servizio di Gpf. Il dato ora evidenziato conferma ancora una volta che gli stessi problemi che si stanno analizzando per i fondi di fondi sono presenti anche nel servizio di Gpf.

## APPENDICE 2

La presente Appendice riporta i dati relativi all'attività di *fund picking* (cfr. sezione 4) disaggregati per singolo fondo; i valori sull'asse delle ascisse corrispondono agli Oicr bersaglio nei quali il gestore ha investito (16 per la categoria degli obbligazionari e 18 per la categoria degli azionari).

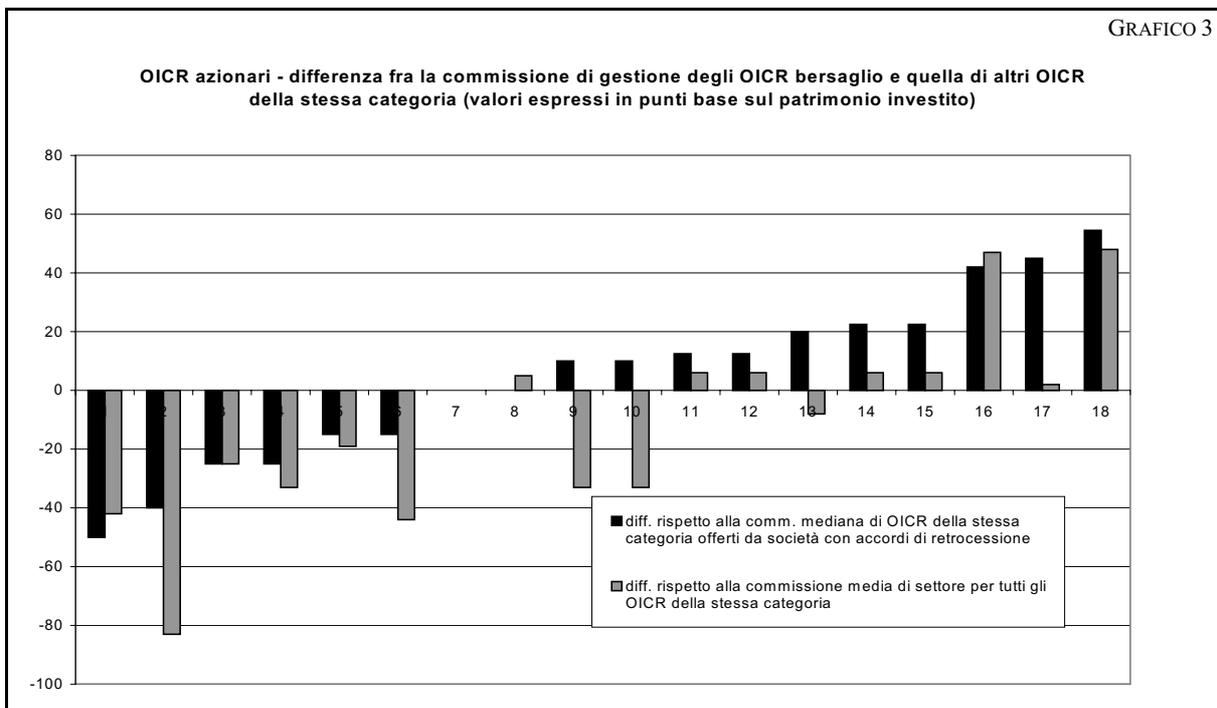
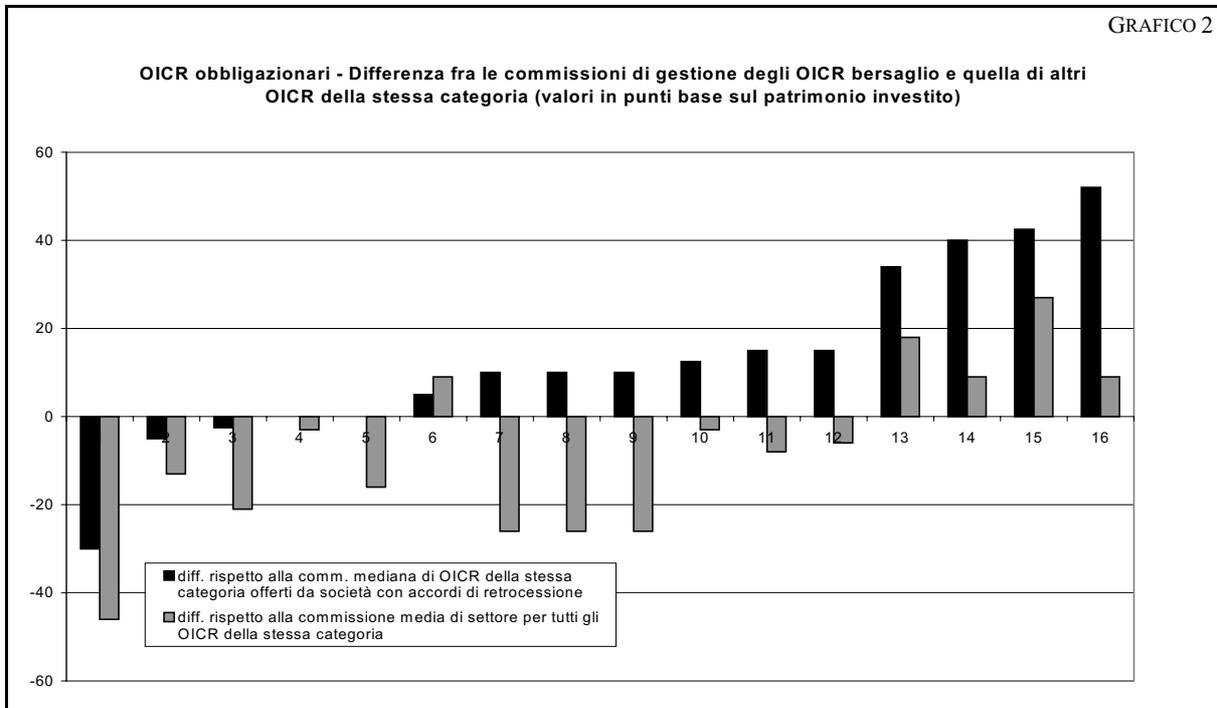


GRAFICO 4

OICR obbligazionari - Differenza fra le commissioni retrocesse dagli OICR bersaglio e il valore mediano delle commissioni che sarebbero state retrocesse dagli OICR di altre società con accordi di retrocessione (dati in punti base sul patrimonio investito)

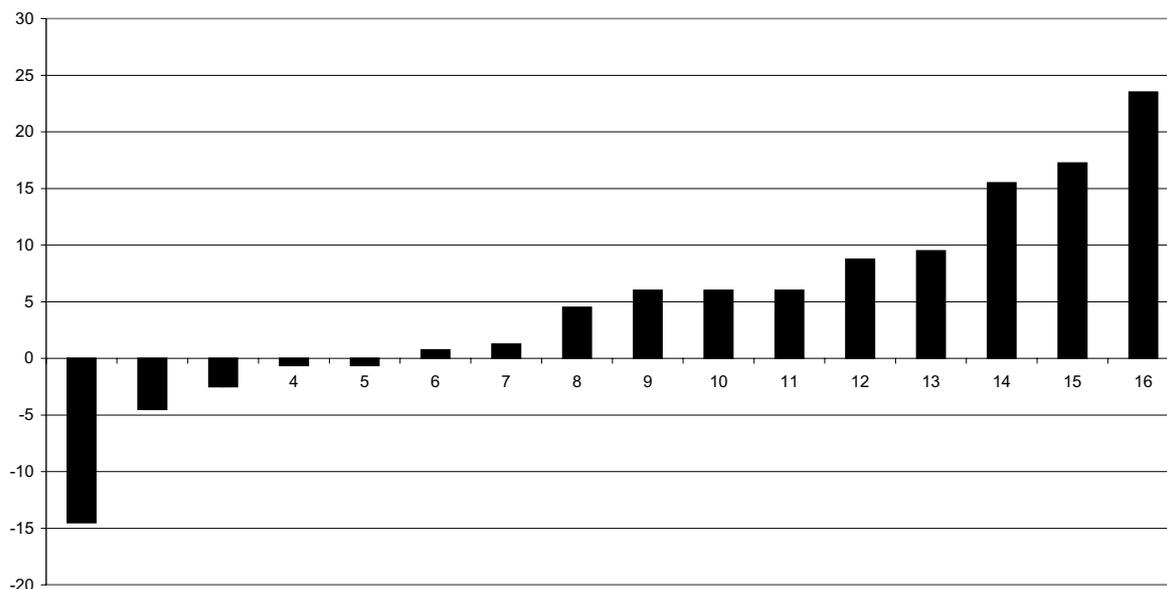
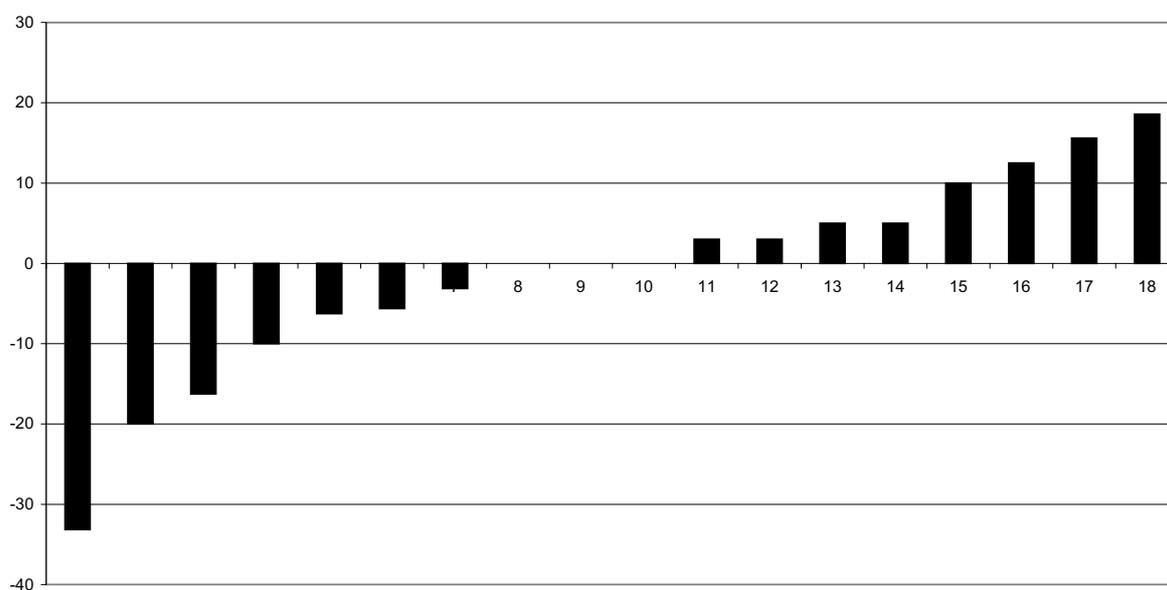
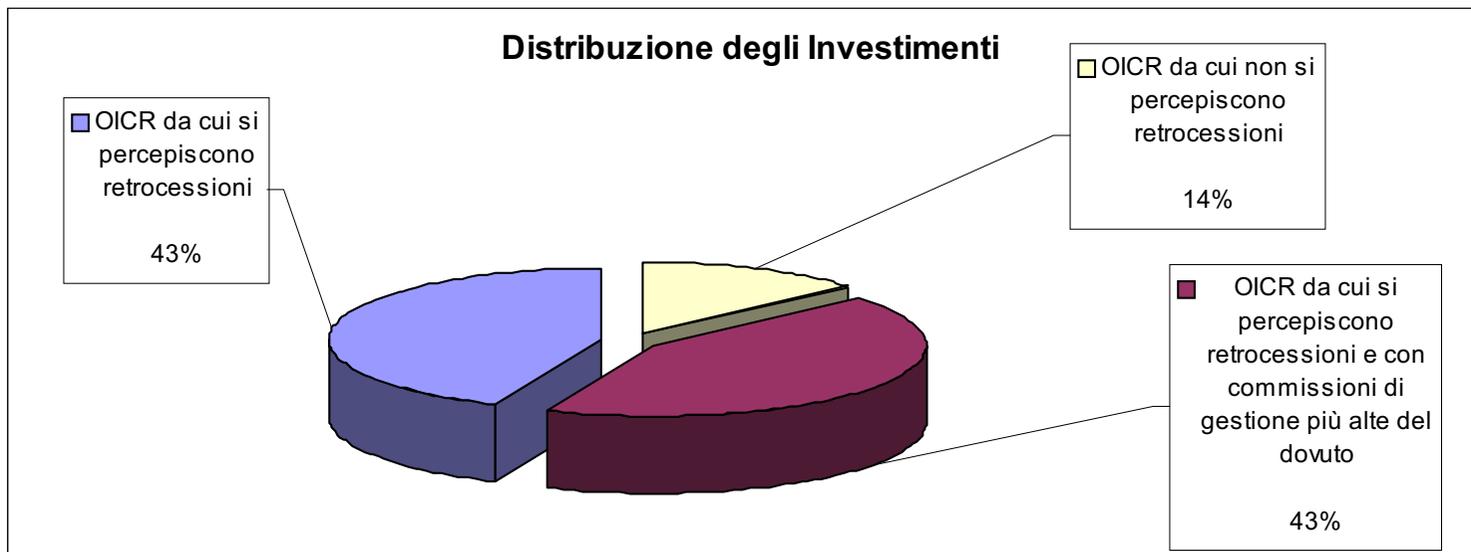


GRAFICO 5

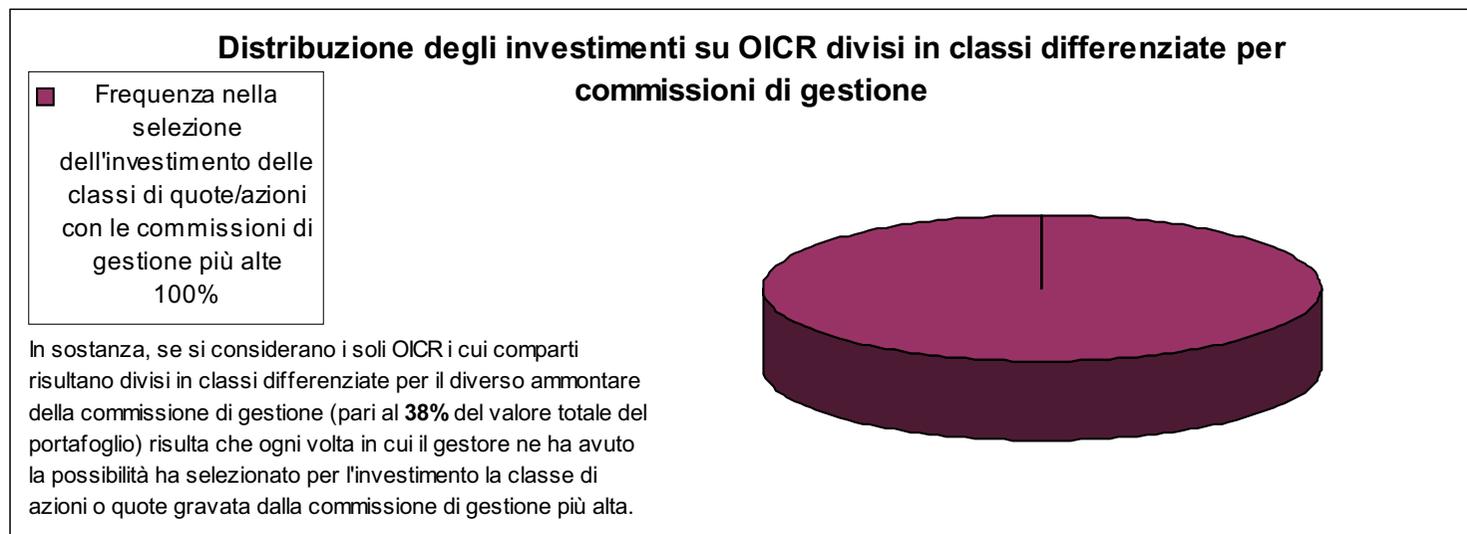
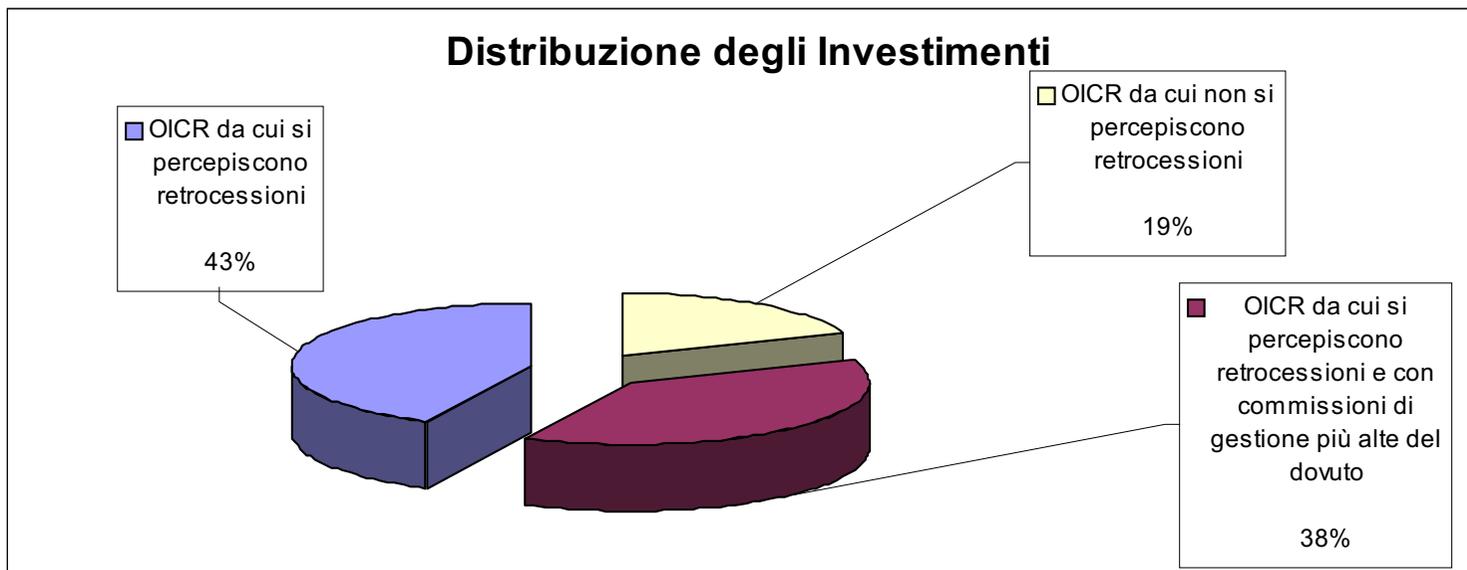
OICR azionari - Differenza fra le commissioni retrocesse dagli OICR bersaglio e il valore mediano delle commissioni che sarebbero state retrocesse dagli OICR di altre società con accordi di retrocessione (dati in punti base sul patrimonio investito)



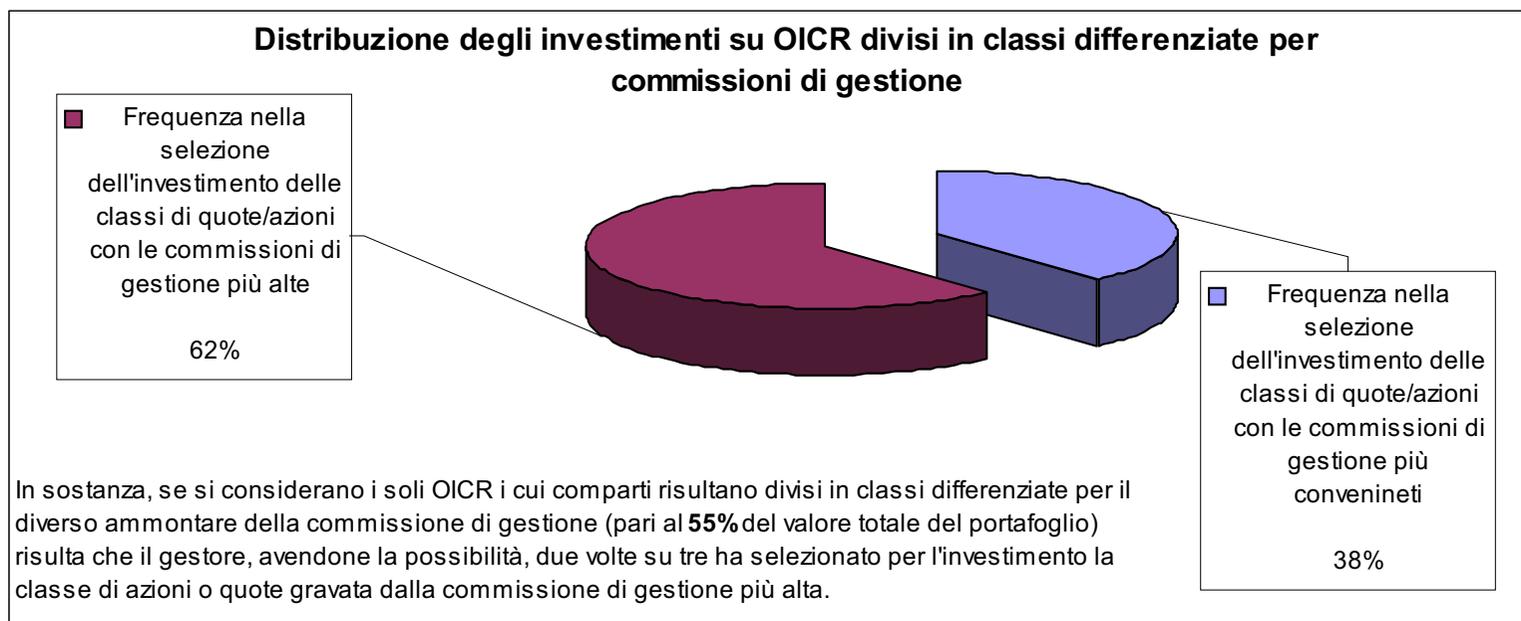
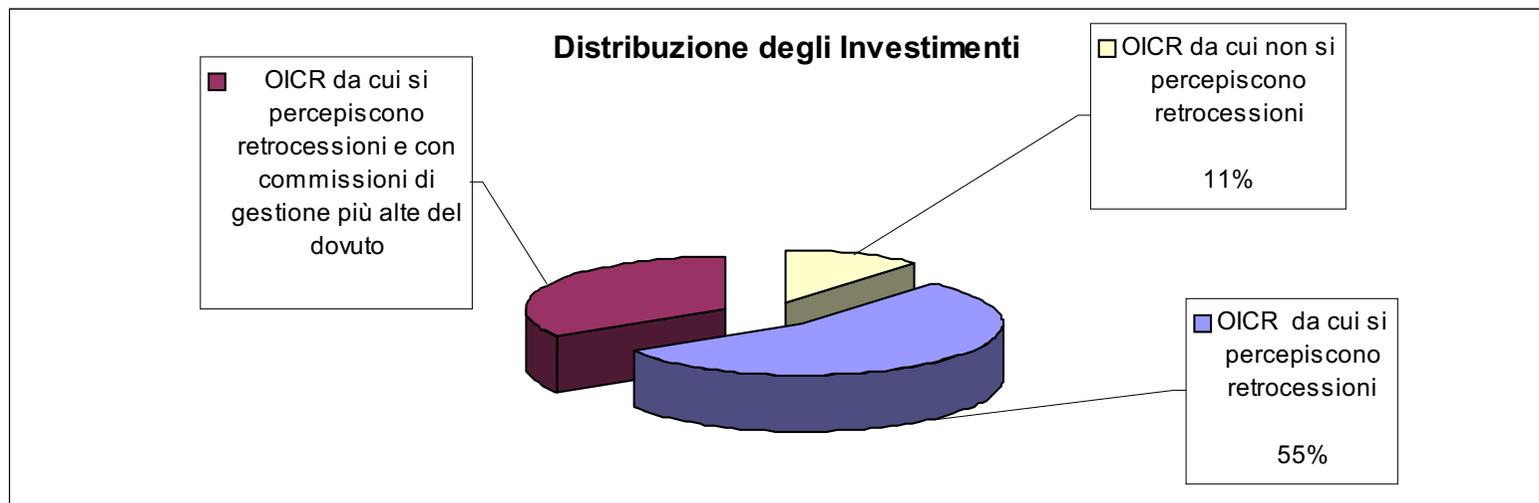
**SGR 2 - FONDO BILANCIATO**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



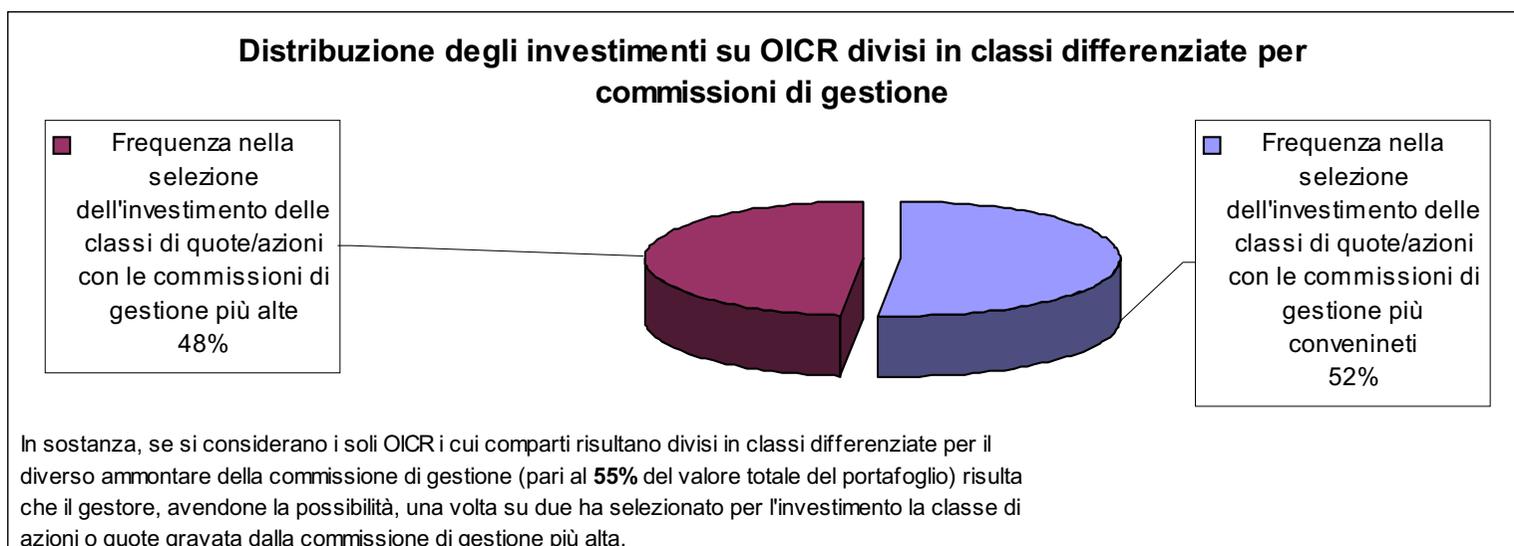
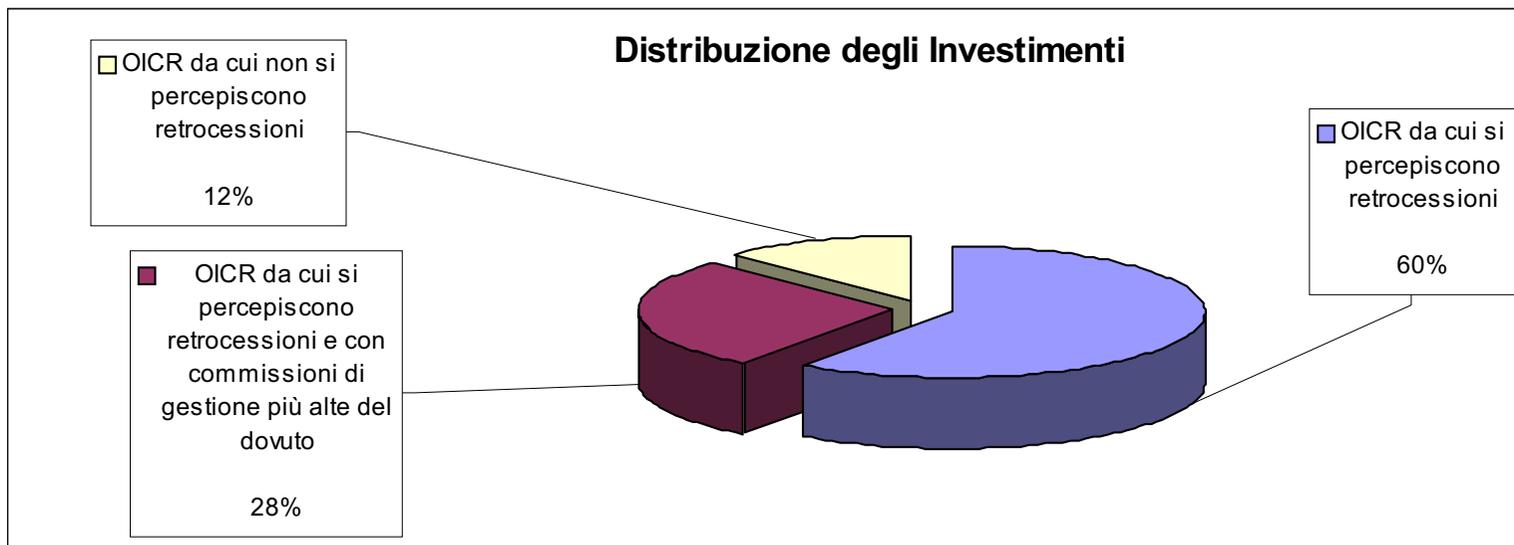
**SGR 2 - FONDO BILANCIATO MODERATO**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



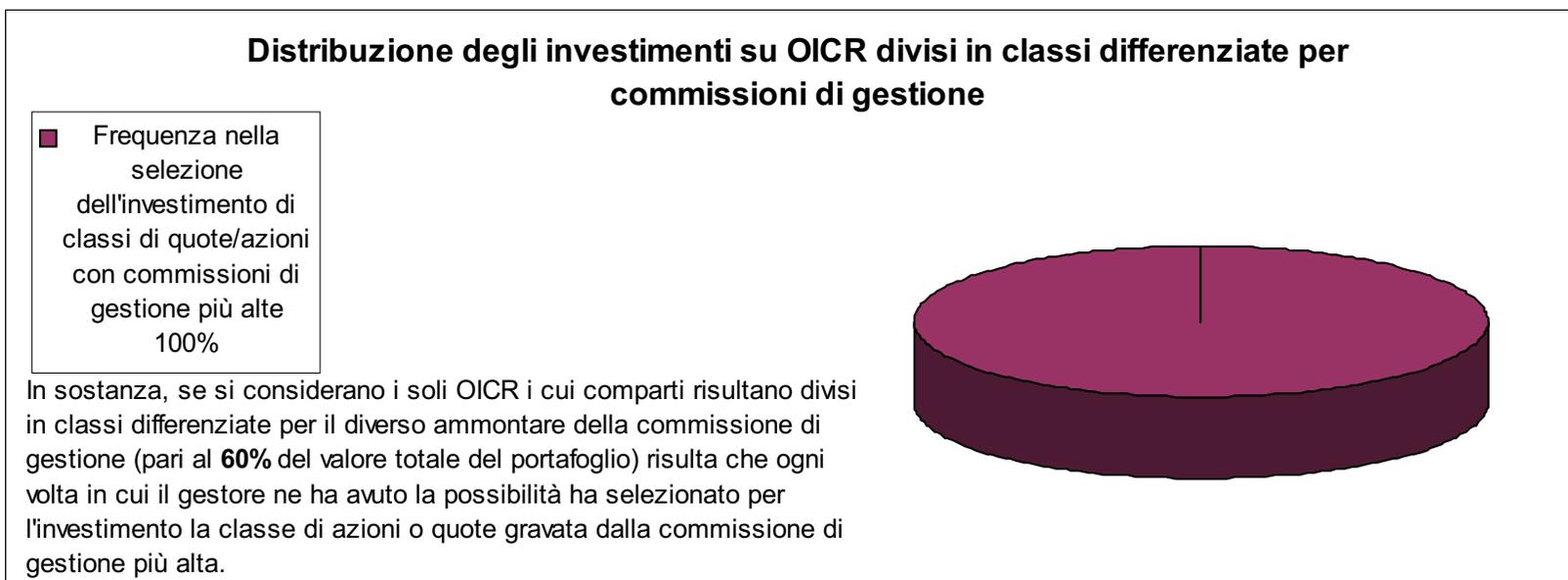
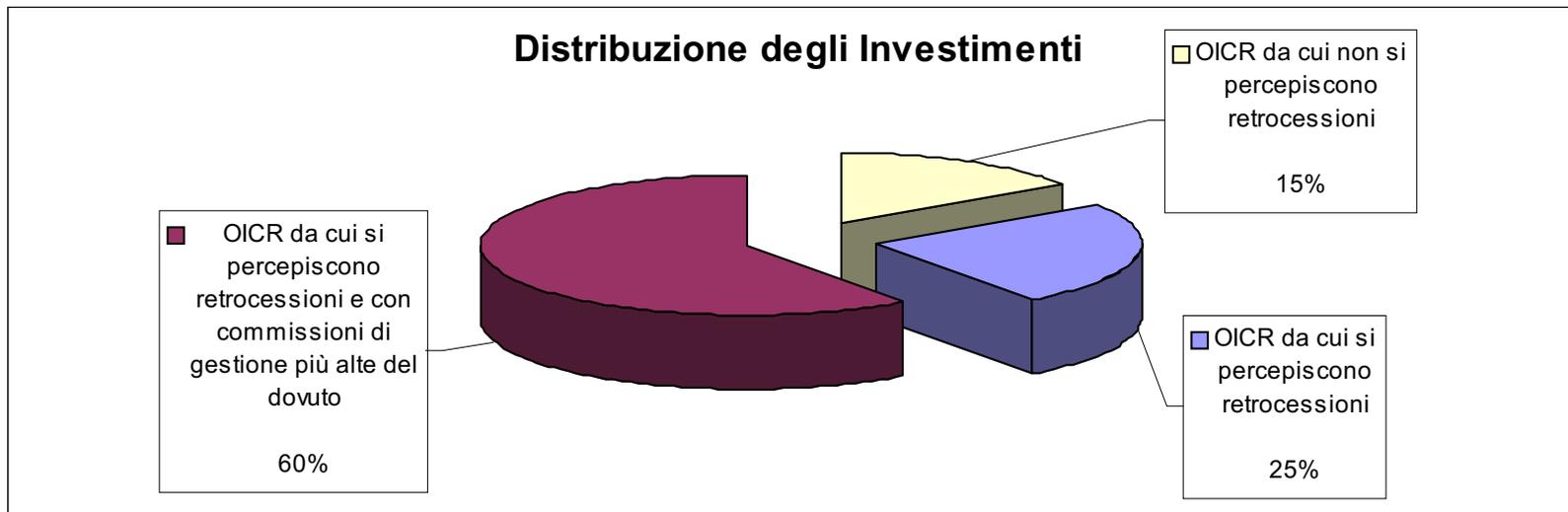
**SGR 6 - FONDO BILANCIATO**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



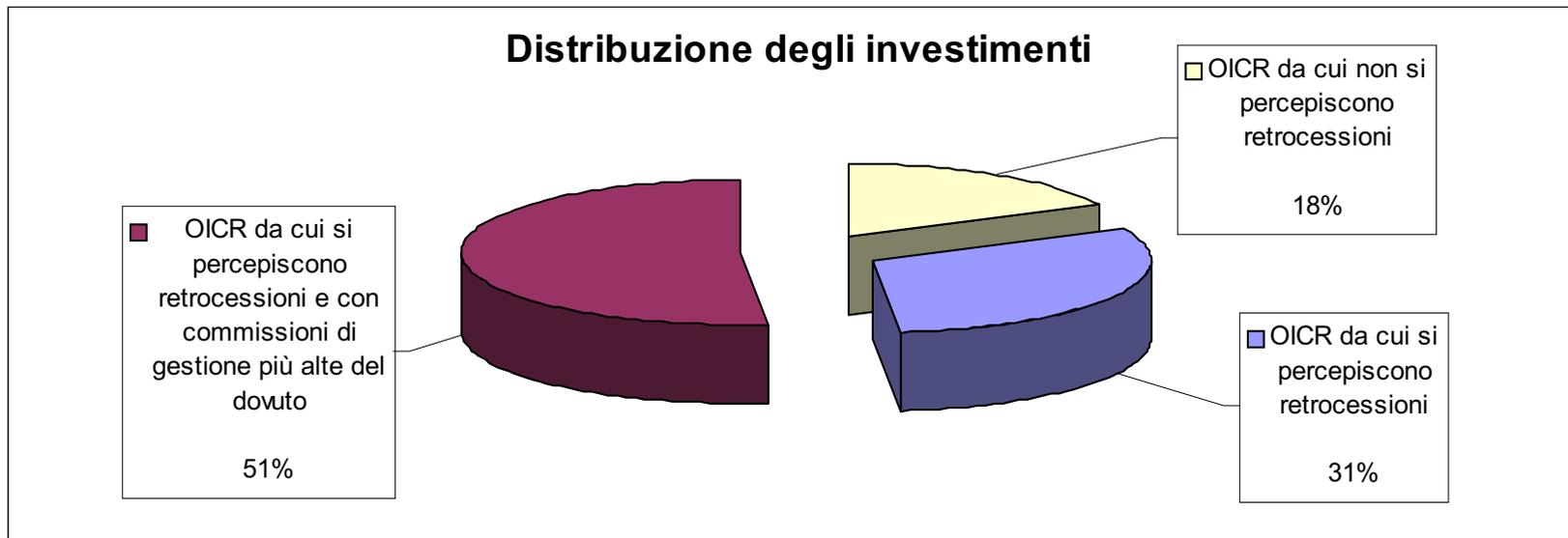
**SGR 6 - FONDO AZIONARIO EUROPA**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



**SGR 8 - FONDO BILANCIATO MODERATO**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



**SGR 8 - FONDO BILANCIATO**  
**Analisi della distribuzione degli investimenti in portafoglio**



ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio* - (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario* - (Agosto 1998)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)
- N. 31 *Documenti* *La globalizzazione dei mercati e l'armonizzazione delle regole contabili*, Atti del convegno, Palazzo Mezzanotte, Milano 19 febbraio 1997 (Ottobre 1998)
- N. 32 *Documenti* *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche* *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche* *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, P. Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche* *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di intermediari non bancari* (Ottobre 1999)
- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)

- N. 39 *Studi e Ricerche* *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche* *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)
- N. 41 *Studi e Ricerche* *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti* *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)
- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Provententi (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)

## **LE PUBBLICAZIONI CONSOB**

- **RELAZIONE ANNUALE**  
*Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.*
- **BOLLETTINO QUINDICINALE**  
*Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.*
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**  
*Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.*
- **RACCOLTA NORMATIVA**  
*Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.*
- **QUADERNI DI FINANZA**  
*Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.*

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) per l'anno 2002 sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: € 20,66, estero: € 28,41.
- BOLLETTINO (abbonamento 24 numeri quindicinali + le varie *Edizioni Speciali*): € 180,76, estero: € 196,25; singoli numeri: € 9,30, estero: € 10,33.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: € 61,97, estero: € 80,05; via fax: € 98,13, estero: € 129,11.
- RACCOLTA NORMATIVA: prezzo € 87,80.
- CD-ROM contenente gli Albi: € 103,29.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): € 61,97, estero: € 80,57; singoli numeri: € 12,91, estero: € 15,49.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

*Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:*

**ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO**  
FUNZIONE EDITORIA, Piazza G. Verdi, 10 - 00198 Roma

E-mail: [vendite@ipzs.it](mailto:vendite@ipzs.it) - Sito web: [www.ipzs.it](http://www.ipzs.it)

☎ 800-864035 • 06-8508.4126 • 06-8508.4124 • Fax 06-8508.4117