



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

QUADERNI DI FINANZA

DOCUMENTI

INDAGINE SULLA TRASPARENZA INFORMATIVA E SUI
PROFILI DI CORRETTEZZA COMPORTAMENTALE CONNESSI
ALL'OFFERTA DI CLASSI DI QUOTE E DI AZIONI RELATIVE
AD OICR ESTERI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

QUADERNI DI FINANZA

DOCUMENTI

INDAGINE SULLA TRASPARENZA INFORMATIVA E SUI
PROFILI DI CORRETTEZZA COMPORTAMENTALE CONNESSI
ALL'OFFERTA DI CLASSI DI QUOTE E DI AZIONI RELATIVE
AD OICR ESTERI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA

N. 60 - GIUGNO 2007

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: Alberto Aghemo
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 G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

INDAGINE SULLA TRASPARENZA INFORMATIVA E SUI PROFILI
DI CORRETTEZZA COMPORTAMENTALE CONNESSI
ALL’OFFERTA DI CLASSI DI QUOTE E DI AZIONI RELATIVE AD
OICR ESTERI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA^(*)

EXECUTIVE SUMMARY

Nel presente lavoro viene esaminata la prassi operativa di commercializzazione degli OICR esteri in Italia mediante l’utilizzo di classi di azioni (o di quote).

Le classi sono articolazioni dei prodotti della gestione collettiva del risparmio attraverso le quali si determinano differenti modalità di partecipazione degli investitori al medesimo fondo/sicav.

In particolare, le classi rappresentano articolazioni interne ai prodotti della gestione collettiva e si configurano come differenti tipologie di quote o azioni (di fondi comuni o Sicav) attraverso le quali si determina una diversificazione delle condizioni di offerta quali, ad esempio, le modalità di pagamento delle commissioni, l’ammontare minimo di investimento richiesto e le differenti categorie di investitori.

Per l’investitore le varie componenti di costo di un OICR concorrono a determinare il rendimento (netto) di tale prodotto e, in ragione di ciò, risultano fondamentali tanto per la scelta del comparto, quanto per quella delle relative classi.

Un risultato negativo dell’investimento o, più semplicemente, distante dalle aspettative del sottoscrittore, se non è conseguenza dei rischi presi in considerazione all’atto della sottoscrizione, può dipendere da un’errata valutazione delle componenti di costo del comparto originata dalla difficoltà di confrontare le condizioni proposte per le diverse classi disponibili.

Dall’analisi, effettuata su un campione dei maggiori OICR autorizzati dalle Autorità di Vigilanza di altri Paesi membri dell’Unione Europea e selezionati in considerazione del numero di comparti commercializzati in Italia, emergono rilevanti profili di criticità di tipo informativo con riferimento sia alla “completezza” delle informazioni sulle classi, sia alla “comprensibilità” delle stesse.

^(*) L’indagine è stata curata da Cristina Bracaloni, Maura Antinarella, Francesco Martiniello, Toni Marcelli.

Con riferimento al primo parametro, l'analisi ha evidenziato rilevanti "deficit" informativi sulle caratteristiche delle classi tali da mettere in discussione persino l'esistenza degli stessi criteri "oggettivi" che dovrebbero giustificare la predisposizione delle stesse (con i relativi regimi commissionali) e, pertanto, la diversità di trattamento dei possessori di quote/azioni del medesimo comparto (appartenenti però a classi differenti).

Con riferimento, invece, al livello di "comprensibilità" delle informazioni sulle classi – giudicabile esclusivamente laddove sia soddisfatto il requisito sulla completezza delle informazioni – l'analisi ha parimenti evidenziato profili di criticità dovuti, principalmente, alle difficoltà per l'investitore di "valutare" la convenienza economica delle diverse classi disponibili.

Tale aspetto conferma la modesta sensibilità delle diverse Società di gestione/Sicav di rendere pienamente trasparenti e comparabili le caratteristiche delle classi relative al medesimo comparto.

Si rilevano, inoltre, profili di criticità operative per la presenza di strutture commissionali, riferite al medesimo OICR, non coerenti con le caratteristiche delle classi stesse.

Infine, emergono profili di criticità comportamentale delle reti distributive connesse all'esistenza di sistemi di incentivo, principalmente gli accordi di retrocessione delle commissioni, in base ai quali non sembra "indifferente" per i soggetti-collocatori distribuire, relativamente al medesimo comparto, determinate classi piuttosto che altre.

E' evidente che le classi caratterizzate da strutture commissionali più onerose contribuiscono ad accrescere la remunerazione complessiva del collocatore e, pertanto, non risultano "indifferenti" per lo stesso.

Considerate le rilevanti criticità, informative e non, connesse all'utilizzo delle classi, appare del tutto legittimo auspicare una misura di intervento regolamentare, soprattutto a livello europeo, volta ad armonizzare i criteri oggettivi di utilizzo delle stesse nonché una migliore trasparenza informativa.

INDICE

1.	PREMESSA E FINALITÀ DELL'INDAGINE	5
2.	IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO	7
3.	OGGETTO DELL'ANALISI	11
4.	SELEZIONE DEL CAMPIONE	12
5.	PRASSI OPERATIVA: TIPOLOGIE DI CLASSI E CRITERI DI DIFFERENZIAZIONE.....	14
5.1	TIPOLOGIE DI CLASSI CHE IMPATTANO SULLA “STRUTTURA COMMISSIONALE” DEGLI OICR	16
5.1.1	CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIE DI INVESTITORI	16
5.1.2	CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI	17
5.1.3	CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO	18
5.1.4	CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO.....	19
5.1.5	COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO	20
5.2	TIPOLOGIE DI CLASSI CHE IMPATTANO DIRETTAMENTE SUI “RENDIMENTI” DEGLI OICR	21
5.2.1	CLASSI DIFFERENZIATE PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO.....	21
5.2.2	CLASSI DIFFERENZIATE DALLA POLITICA DI DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI	23
5.3	QUADRO DI SINTESI: LE TIPOLOGIE DI CLASSI	24
6.	TIPOLOGIA DI CLASSI: LA DISCLOSURE DELLE CARATTERISTICHE DELLE CLASSI NELLA DOCUMENTAZIONE D'OFFERTA	27

6.1	CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI	29
6.2	CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO.....	30
6.3	CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIE DI INVESTITORI	32
6.4	CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO	33
6.5	COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO	34
6.6	CLASSI DIFFERENZIATE DALLA POLITICA DI DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI	35
6.7	CLASSI DIFFERENZIATE PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO.....	37
6.8	LA DISCLOSURE DELLE CARATTERISTICHE DELLE CLASSI: GIUDIZIO DI SINTESI	39
7.	TIPOLOGIA DI CLASSI CHE IMPATTANO SULLA STRUTTURA COMMISSIONALE: ANALISI DEI COSTI E PROFILI DI CRITICITA’	40
7.1	ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI	42
7.2	ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO	50
7.3	ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO	53
7.4	ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIA DI INVESTITORI.....	60
7.5	ANALISI DELLE COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO.	60
8.	RETI DISTRIBUTIVE: POSSIBILI PROFILI DI CRITICITA’	64
9.	CONCLUSIONI	66

1. PREMESSA E FINALITÀ DELL'INDAGINE

Le classi di azioni (o di quote) relative a comparti di Sicav (o di fondi comuni d'investimento) rappresentano una recente tendenza relativa alle modalità di commercializzazione dei prodotti di gestione collettiva del risparmio in Italia e all'estero.

E' bene sottolineare che, ad oggi, l'utilizzo delle classi, quale modalità di commercializzazione dei prodotti di gestione collettiva del risparmio, da parte degli intermediari di diritto italiano assume una dimensione del tutto marginale rispetto alla dimensione dell'industria dell'*asset management*. A motivo di ciò l'analisi è stata focalizzata sugli OICR offerti in Italia da intermediari esteri e/o esterovestiti.

Si tratta di articolazioni dei prodotti della gestione collettiva del risparmio attraverso le quali si determinano differenti modalità di partecipazione degli investitori al medesimo fondo/Sicav.

Le “*share classes*” nascono, nei Paesi di diritto anglosassone, come istituti serventi alla diversa politica di distribuzione dei proventi dell'attività di gestione. Si tratta infatti di strumenti che originariamente rispondevano alla necessità, per gli intermediari operanti nel settore dell'*asset management*, di apprestare differenti regimi amministrativi per i sottoscrittori che optavano per la distribuzione (classe a distribuzione) o la capitalizzazione (classe ad accumulazione) del reddito prodotto dal proprio investimento. Regimi che, è bene precisare, non comportavano alcuna differenza in termini di oneri commissionali.

Lo stesso strumento è stato poi utilizzato anche per finalità affatto diverse tanto che la diversificazione tra classi ad accumulazione e a distribuzione non costituisce più la funzione esclusiva di tale istituto, soprattutto se ci si riferisce agli OICR offerti in Italia da intermediari esteri e/o esterovestiti¹ (di seguito “esteri”).

Accanto alle classi che possiamo definire “tradizionali” sono infatti emerse ulteriori tipologie di classi caratterizzate, in prevalenza, da una struttura commissionale differenziata.

In particolare i diversi oneri richiesti ai sottoscrittori delle varie classi (ma partecipanti allo stesso comparto) sembrano essere giustificati:

- dalle differenti categorie di investitori (classi *institutional/retail*);
- dalle differenti “modalità” di pagamento delle commissioni;
- dalle differenti soglie di investimento (commissioni correlate all'ammontare dell'investimento);
- dal differente canale distributivo utilizzato;
- dalla presenza o meno di servizi supplementari per gli investitori (principalmente la copertura del rischio di cambio).

¹ Con il termine “estero-vestiti” si intendono gli intermediari di diritto estero che fanno riferimento a gruppi finanziari italiani.

In una prospettiva di vigilanza ancorata ai principi di trasparenza e correttezza comportamentale di cui all'art. 5 TUF, risulta di tutto interesse per l'Istituto il controllo nella documentazione d'offerta del livello di "disclosure" delle caratteristiche delle classi al fine di verificare la presenza di criteri "oggettivi" che giustificerebbero la predisposizione delle stesse (con relativi regimi commissionali) e pertanto la diversità di trattamento dei possessori di quote/azioni del medesimo comparto (appartenenti però a classi differenti). Ciò a maggior ragione visto che non si riscontra, in sede dottrinale, un adeguato approfondimento sul fenomeno in questione.

In ragione di tale finalità l'analisi è stata condotta sulla documentazione d'offerta² di diversi OICR al fine di verificare:

- 1) la presenza di caratteristiche distintive delle diverse classi predisposte dalla prassi operativa;
- 2) il livello di *disclosure* dell'informativa sulle classi.

I principali risultati dell'analisi, effettuata su un campione dei maggiori OICR esteri commercializzati in Italia, hanno evidenziato rilevanti *criticità di tipo informativo* sia in ordine alla "completezza" delle informazioni che alla "comprensibilità" delle stesse. Proprio in relazione a quest'ultimo aspetto appare opportuno sottolineare che:

- in nessuno dei diversi OICR oggetto dell'analisi è apparso alcun riferimento ad eventuali criteri che potrebbero "guidare" l'investitore nella lettura e scelta delle diverse classi disponibili;
- in un numero non irrilevante di OICR la descrizione delle caratteristiche delle classi è effettuata in diversi paragrafi della documentazione d'offerta ed è tale da non consentire un'immediata ricostruzione delle caratteristiche delle classi.

Rilevanti *criticità di tipo operativo* emergono poi con riferimento all'analisi delle strutture commissionali riferite al medesimo OICR. Al riguardo sono state individuate diverse classi che si caratterizzano per la presenza di strutture commissionali non "coerenti" con le caratteristiche delle stesse.

Dall'analisi sono emersi altresì rilevanti profili di *criticità di tipo comportamentale* in relazione all'esistenza di sistemi impliciti di incentivo, principalmente gli "accordi di retrocessioni"³, in base ai quali risulterebbe vantaggioso, per il singolo distributore, collocare le classi economicamente più "onerose", valendosi delle asimmetrie informative nei confronti dei sottoscrittori.

Con riferimento alla struttura del lavoro, essa risulta articolata come segue. Nel secondo paragrafo viene offerta una panoramica dell'attuale quadro giuridico, con

² Appare opportuno evidenziare che l'analisi ha riguardato le informazioni contenute nei prospetti informativi approvati, fino a luglio 2006, dalle Autorità di Vigilanza di altri Paesi membri dell'Unione Europea (principalmente Lussemburgo ed Irlanda).

³ Per accordi di retrocessione si intendono le convenzioni concluse fra il soggetto gestore ed il soggetto collocatore in base alle quali quest'ultimo percepisce una quota percentuale degli oneri a carico dell'investitore.

riferimento sia alla disciplina comunitaria che a quella nazionale. Nei paragrafi 3 e 4 vengono descritti l'oggetto dell'analisi e le modalità di selezione del campione. Il paragrafo 5 offre una sintesi sulle tipologie di classi emerse dalla disamina del campione e dei relativi criteri di differenziazione. Il paragrafo 6 è invece dedicato all'esame del livello di "disclosure" delle caratteristiche delle classi nella documentazione d'offerta. Il paragrafo 7 tratta, invece, l'andamento nel tempo dei costi a carico dell'investitore connessi alla sottoscrizione delle diverse classi definite per la medesima categoria di OICR. Il paragrafo 8 descrive alcuni profili di criticità comportamentale delle reti distributive connessi all'esistenza delle classi. Infine il paragrafo 9 propone la sintesi ed il commento delle principali problematiche connesse all'offerta di classi.

Prima di entrare nel merito dell'analisi è bene sottolineare che la stessa è stata effettuata esclusivamente sulle classi presenti nella documentazione d'offerta e commercializzate in Italia tralasciando pertanto le ulteriori e molteplici tipologie di classi che, pur essendo presenti nella documentazione d'offerta, non sono offerte nel nostro Paese.

2. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

La Direttiva comunitaria 85/611/CEE (nel testo integrato dalle Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE), disciplinante le condizioni di accesso al mercato e di esercizio dell'attività, i limiti d'investimento degli OICR armonizzati nonché i contenuti dei documenti d'offerta al pubblico, non contiene alcun riferimento all'articolazione in classi.

Si tratta, infatti, di un fenomeno originato dalla prassi operativa dell'industria dell'*asset management* attraverso cui si definiscono differenti modalità di partecipazione degli investitori al medesimo OICR.

In particolare, le classi rappresentano articolazioni interne ai prodotti della gestione collettiva e si configurano come differenti tipologie di quote o azioni (di fondi comuni o Sicav) attraverso le quali si determina una diversificazione delle condizioni di offerta quali, ad esempio, le modalità di pagamento delle commissioni ovvero l'ammontare minimo di investimento richiesto.

In quanto articolazioni interne, le classi non risultano caratterizzate da una specifica politica d'investimento tale da giustificarne la qualificazione in termini di prodotto autonomo (cfr. la Sezione V della Direttiva in parola "*Obblighi relativi alla politica d'investimento degli o.i.c.v.m.*", artt. 19-26).

Ciò premesso, l'offerta di classi sembrerebbe attenere alle "*modalità di commercializzazione delle quote*" che la citata Direttiva riserva alla competenza delle Autorità dello Stato comunitario (diverso da quello d'origine) in cui l'OICR viene commercializzato⁴.

⁴ A mente dell'art. 46 della Direttiva 285/611/CEE un OICVM che si proponga di commercializzare le sue quote in uno Stato membro diverso da quello in cui è situato deve trasmettere alle Autorità competenti dell'*host country* le informazioni sulle modalità di commercializzazione delle sue quote. Trascorsi due mesi da tale comunicazione la

In Italia, infatti, compete alla Consob (ed alla Banca d'Italia per i profili di competenza) verificare il rispetto “*delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vigenti che non rientrano nel settore disciplinato dalla direttiva*”, purché tali disposizioni vengano applicate “*in modo non discriminatorio*”⁵.

In tale contesto il fenomeno delle classi richiede un'attenta verifica del rispetto dei principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento tra i destinatari della sollecitazione previsto in via generale dall'art. 95, comma 1 lett. c), T.U.F. e specificati dall'art. 14 del Regolamento Emittenti.

Laddove due classi di quote/azioni riferite allo stesso comparto risultassero gravate in via continuativa da oneri commissionali diversi, ma al contempo non riportassero nessun altro elemento di differenziazione, potrebbe configurarsi una violazione dei citati obblighi di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta. Al riguardo si sottolinea, tuttavia, che eventuali interventi da parte dell'Autorità del Paese ospitante trovano un limite nell'obbligo del mutuo riconoscimento della documentazione d'offerta autorizzata dall'Autorità di Vigilanza del Paese membro di origine dell'OICR.

Con riferimento al quadro normativo italiano, il combinato disposto degli artt. 36, comma 8, e 50, comma 1, del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 58/1998), prevedeva che le quote di partecipazione ai fondi comuni (e le azioni relative ai comparti di Sicav) dovessero essere rappresentate dai certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore, e che la Banca d'Italia potesse stabilire, sentita la Consob, in via generale le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote.

Dal testo di tale norma è stato però espunto, a seguito delle modifiche introdotte dalla Legge 274/2003, l'inciso per il quale dette quote sono “*tutte di eguale valore e con eguali diritti*”, con ciò confermando indirettamente la libertà operativa degli intermediari del settore di modulare differenti categorie degli strumenti partecipativi ai medesimi OICR.

La problematica, peraltro, è stata oggetto di analisi da parte della Banca d'Italia nella comunicazione avente ad oggetto “Fondi comuni. Commissioni di gestione”, pubblicata nel Bollettino di vigilanza n. 8 – agosto 2000.

Limitatamente alle classi di quote di partecipazioni ai fondi comuni d'investimento ed alla misura delle commissioni di gestione, la Banca d'Italia aveva infatti chiarito che la precedente formulazione dell'art. 36, comma 8, TUF, conteneva una “*previsione di carattere generale volta essenzialmente ad assicurare che tutti i sottoscrittori partecipino in uguale misura ai risultati della gestione del patrimonio comune*”.

società di investimento o la società di gestione può iniziare la commercializzazione delle sue quote nell'altro Stato membro, a meno che le Autorità competenti non dichiarino che le modalità previste per la commercializzazione non sono conformi alla normativa nazionale.

⁵ Art. 44 Direttiva 85/611/CEE.

In ragione di ciò, la stessa Autorità di Vigilanza concludeva per la compatibilità con l'obbligo legislativo di parità delle quote rappresentative di un medesimo fondo, in relazione sia al valore che ai diritti in esse incorporati, delle previsioni di misure e/o modalità di calcolo delle commissioni di gestione diversificate purché “*siano definite in maniera oggettiva le condizioni richieste per accedere alle varie classi di quote*”.

Al riguardo, si precisa che tali parametri potevano attenersi tanto ai profili oggettivi dell'operazione di sottoscrizione (es. l'importo minimo della sottoscrizione stessa), quanto alle caratteristiche ed alle qualità dei sottoscrittori (es. investitori istituzionali).

Detta comunicazione prosegue poi ad elencare le condizioni al rispetto delle quali la Banca d'Italia riteneva ammissibile la previsione di differenti regimi commissionali in relazione alle diverse classi commercializzate, condizioni riguardanti essenzialmente:

- a) la presenza di apposite previsioni nel regolamento di gestione del fondo;
- b) la metodologia di calcolo del valore della quota;
- c) i conseguenti adempimenti amministrativi riguardanti i certificati di partecipazione, i prospetti contabili periodici e la pubblicazione del valore della quota.

In particolare, sul punto *sub a)*, veniva specificato che una corretta formulazione delle clausole contrattuali che stabiliscono la diversificazione in questione richiede una chiara individuazione, nel regolamento del fondo, delle classi e dei criteri in base ai quali le diverse commissioni vanno applicate, nonché la definizione, in maniera oggettiva, delle condizioni richieste per accedere alle diverse classi di quote.

Con riferimento al punto *sub b)*, veniva precisato che la metodologia di calcolo del valore della quota doveva garantire a tutte le classi la medesima *performance* (in termini di incremento/decremento percentuale rispetto al valore di riferimento precedente) al lordo delle commissioni di gestione. Queste ultime, si aggiungeva al riguardo, dovevano pertanto essere imputate a ciascuna classe, secondo il rispettivo ammontare, solo dopo che il valore complessivo netto del fondo risultante in ciascuna giornata di calcolo fosse stato ripartito proporzionalmente tra le varie classi.

Relativamente al punto *sub c)*, veniva evidenziato che gli adempimenti amministrativi connessi con l'adozione di commissioni differenziate per classi dovevano anzitutto assicurare che i certificati di partecipazione al fondo recassero l'indicazione della classe di appartenenza; che i prospetti contabili periodici destinati al pubblico illustrassero adeguatamente il valore e l'andamento delle diverse classi di quote; che venisse distintamente reso noto, con le modalità di pubblicazione ordinariamente previste, il valore della quota di ciascuna classe.

L'esigenza che il fenomeno delle “*share classes*” non comporti una violazione del principio di parità di trattamento è stata espressa in contesti di rilevanza internazionale: nel documento elaborato dallo “*Standing Committee on Investment*

Management” (SC5)⁶ dello IOSCO, avente l’obiettivo di identificare la *best practice* in materia di commissioni e oneri applicate ai fondi, si legge che “*l’esistenza di differenti classi di azioni non dovrebbe compromettere l’uguaglianza degli investitori che investono o hanno investito nella stessa classe di azioni*” ed ancora “*nessun vantaggio dovrebbe essere procurato ad una classe di azioni che risulterebbe in pregiudizio verso un’altra classe o fondo*”⁷.

Nel medesimo documento, inoltre, viene ribadita l’importanza dell’individuazione dei criteri oggettivi quale presupposto per l’articolazione in classi, disponendosi al riguardo che “*le differenze tra commissioni e spese dovranno basarsi su criteri oggettivi esplicitati nel prospetto (ad esempio l’importo della sottoscrizione*”⁸).

Inoltre, nella Raccomandazione datata 27 aprile 2004 emanata dalla Commissione Europea relativamente a taluni elementi che devono figurare nel prospetto semplificato (conformemente allo schema C di cui all’allegati I della Direttiva 85/611/CEE), si prescrive che “*quando le commissioni e le spese variano a seconda delle diverse classi, queste commissioni/spese dovrebbero essere indicate separatamente nel prospetto semplificato*” ed inoltre che “*un’avvertenza aggiuntiva dovrebbe precisare che i criteri oggettivi (come l’ammontare della sottoscrizione) sui quali si basano tali differenze sono disponibili nel prospetto completo*”⁹.

Coerente con tale impostazione, da ultimo, anche il documento dell’*Expert Group on Investment Management* del CESR (The Committee of European Securities Regulators) del giugno 2006 intitolato “*Cesr’s Guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*”, illustra nella *guidelines* n. 9 l’importanza dell’esistenza dei criteri oggettivi necessari a fondare l’articolazione in classi di quote o azioni.

In particolare, “*se vengono aggiunte nuove classi di azioni ad un comparto/fondo, lo UCITS dovrà notificarle all’Autorità di Vigilanza dello Stato ospitante facendo disclosure sui criteri oggettivi (ad esempio l’importo della sottoscrizione, commissioni/spese) su cui sono basate ed il periodo dei due mesi non si applicherà, infatti lo UCITS può iniziare a commercializzare le classi immediatamente considerato che non esistono ulteriori motivi che ne impediscono la commercializzazione*”¹⁰.

⁶ Iosco SC5, Paper on “Elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds”, febbraio 2004, paragrafo 44 “Multiclass funds”.

⁷ “*The existence of different share classes should not result in a breach of equality of investors who invest or have invested in the same share class*” ed ancora “*No advantage should be provided to a share class that would result in a prejudice to another share class or to the fund*”.

⁸ “*Differences in fee and expenses shall be based on objective criteria disclosed in the fund prospectus (e.g the amount of subscription)*”.

⁹ Raccomandazione della Commissione Europea n. 2004/384/CE, Allegato I punto 6.

¹⁰ “*If new share classes are added to the sub-fund of an umbrella, the UCITS shall notify the host State authority the new share classes added to the sub-funds of an umbrella disclosing the objective criteria (e.g. the amount of subscription, fees/expenses) on which they are based and the two-month period shall not apply, i.e. the UCITS may begin marketing the share classes immediately provided that other reasons which prohibit marketing do not apply*”.

Infine, appare utile richiamare le riflessioni maturate in senso alla Commissione Europea con riguardo al sistema di remunerazione delle reti distributive, tema che viene affrontato nel presente lavoro al paragrafo 8.

Con riguardo alla *disclosure* dei costi a carico del sottoscrittore la Commissione, nel “*Green paper on the enhancement of the EU framework for investment fund*” del luglio 2005, sosteneva che “*il perseguimento di un miglior livello di trasparenza – in particolare per quanto riguarda il regime dei costi e delle commissioni – rappresenta una questione chiave indispensabile per mantenere la fiducia degli investitori*”¹¹.

Nel “*White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*” del novembre 2006 la Commissione affermava che “*Considerazioni circa il livello delle commissioni pagate dai promotori del fondo ai distributori, non dovrebbero determinare la propensione alla scelta del fondo. Al momento, i fund managers pagano in media il 50% delle commissioni di gestione verso distributori terzi. Deve essere valutato se questo tipo di commissioni costituiscono il corrispettivo per i servizi forniti, come ad esempio quelli pre/post vendita. I conflitti di interesse e gli inducements devono essere gestiti correttamente o ne deve essere data evidenza: gli intermediari devono diligentemente perseguire l’interesse del cliente retail*”¹².

3. OGGETTO DELL’ANALISI

L’indagine che costituisce il tema del presente lavoro è articolata in un duplice livello di analisi:

1. un primo livello che si pone l’obiettivo di individuare le diverse tipologie di classi definite dalla prassi operativa nonché i possibili criteri di differenziazione;
2. un secondo volto ad analizzare:
 - dapprima, il grado di “*disclosure*” delle caratteristiche delle classi nella documentazione d’offerta sia in termini di presenza di criteri di differenziazione che di comprensibilità degli stessi;
 - successivamente, la “*coerenza*” e la “*ragionevolezza*” fra le diverse tipologie di classi commercializzate per il medesimo comparto e le relative strutture commissionali.

¹¹ “*Improved transparency - in particular, as regards of costs and fees - is a key issue which must be addressed to maintain investors’ confidence*” (paragrafo 2.3.2. “*Disclosure of fees and commissions*”).

¹² “*Considerations, such as the level of commissions paid by fund promoters to distributors, should not bias the selection of funds. At present, fund managers will pay on average 50% of their management fee to a third party distributor. It needs to be examined whether such commissions constitute payment for services rendered such as pre/after-sales service to clients. Conflicts of interest and inducements must be properly managed or disclosed: intermediaries must diligently undertake duties of care to the retail client*” (paragrafo 2.2 “*Distribution system*”).

Infine, vengono svolte alcune riflessioni sugli “incentivi” impliciti, presenti negli accordi di retrocessione¹³ delle commissioni, e sui possibili effetti comportamentali della rete distributiva con evidenza delle potenziali distorsioni in presenza di servizi resi agli investitori.

L’analisi in questione è stata condotta sulle informazioni rese ai sottoscrittori attraverso la documentazione d’offerta imposta dalla vigente disciplina comunitaria e nazionale, quale:

- il prospetto informativo completo e semplificato (artt. 42 e 50 TUF; art. 20 delibera Consob 11971/99);
- il modulo di sottoscrizione (artt. 42 e 50 TUF; art. 25, comma 1, lett. c), delibera Consob 11971/99).

4. SELEZIONE DEL CAMPIONE

L’analisi che verrà di seguito illustrata è stata effettuata sulla documentazione d’offerta relativa ad un campione di OICR (Sicav/Fondo comune di investimento) autorizzati da Autorità di Vigilanza di altri Paesi membri dell’Unione Europea e selezionati in considerazione del numero di comparti commercializzati in Italia al fine di definire un campione sufficientemente rappresentativo dei prodotti esteri del risparmio gestito diffusi in Italia.

In particolare, hanno costituito oggetto di analisi la documentazione d’offerta (prospetto informativo completo, prospetto informativo semplificato, modulo di sottoscrizione e allegato al modulo di sottoscrizione) di 29 OICR, distinti in 23 OICR esteri “puri” e in 6 OICR c.d. “estero-vestiti” ossia gestiti da intermediari di diritto estero che fanno riferimento a gruppi finanziari italiani.

Tale selezione ha consentito l’individuazione di un campione rappresentativo di 1.054 comparti¹⁴ (di cui 194 estero-vestiti) commercializzati in Italia. Il campione oggetto di analisi risulta pertanto così composto:

¹³ Cfr. precedente nota 3.

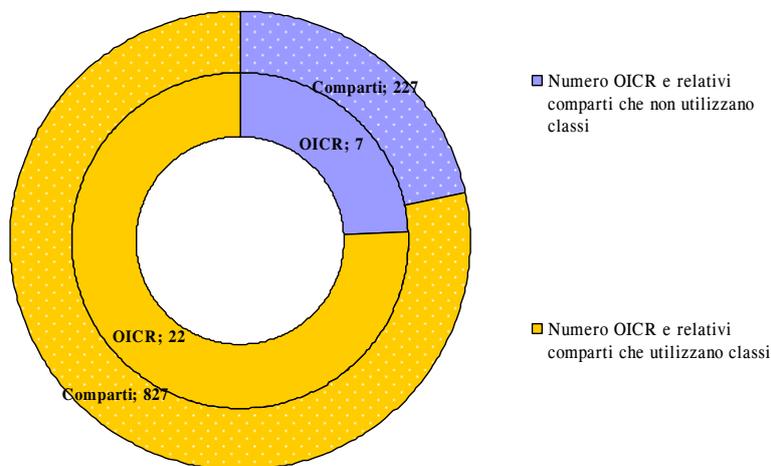
¹⁴ Appare opportuno evidenziare che nell’analisi non sono stati considerati quei comparti che - seppur offerti da OICR che utilizzano le classi - non presentano un’articolazione in classi.

Tav. 1 – Composizione del campione

Categoria	OICR	Stato membro d'origine	Comparti commercializzati in Italia	Utilizzo delle classi
<i>Esteri</i>	Citi Sicav	LUX	...	SI
	DWS Invest Sicav	LUX	...	SI
	Schroder International Selection Fund Sicav	LUX	...	SI
	UBS (Lux) Equity Fund	LUX	...	NO
	Russell Investment Company Plc Sicav	IRL	...	SI
	Russell Investment Company Plc II Sicav	IRL	...	NO
	Multi-Style Multi-Manager Funds Plc Sicav	IRL	...	NO
	Dexia Equities Fund L Sicav	LUX	...	SI
	Fidelity Funds Sicav	LUX	...	SI
	Morgan Stanley Sicav	LUX	...	SI
	Parvest Sicav	LUX	...	SI
	JP Morgan Funds Sicav	LUX	...	SI
	Franklin Templeton Investment Funds Sicav	LUX	...	SI
	Merrill Lynch International Investment Funds Sicav	LUX	...	SI
	ABN Amro Funds Sicav	LUX	...	SI
	Aviva Morley Sicav	LUX	...	SI
	Fortis L Fund Sicav	LUX	...	NO
	HSBC Global Investment Funds Sicav	LUX	...	SI
	ING (L) Invest Sicav	LUX	...	NO
	Invesco Funds Sicav	LUX	...	SI
Ixis International Funds Lux I Sicav	LUX	...	SI	
SGAM Fund Sicav	LUX	...	SI	
<i>Eestero-vestiti</i>	BNL Global Funds plc Sicav	IRL	...	SI
	Interfund Sicav	LUX	...	NO
	Capitalia Investment Management Fund	LUX	...	SI
	Challenge Funds	IRL	...	SI
	Pioneer Funds	LUX	...	SI
	Nextra International Sicav	LUX	...	NO
	San Paolo International Fund	LUX	...	SI
Totale	29		1.054	

Al riguardo si evidenzia che dei 29 OICR oggetto del campione, circa il 24% (pari a 7 OICR) non utilizza un'articolazione in classi. Detti OICR rappresentano in termini di comparti circa il 22% (pari a 227 comparti) del totale dei comparti oggetto di analisi. Di seguito si riporta un grafico di sintesi:

Graf. 1 - Composizione del campione



Considerate pertanto le finalità della presente analisi appare opportuno evidenziare che nei paragrafi successivi l'attenzione sarà posta esclusivamente sugli OICR e relativi comparti che presentano un'articolazione in classi (pari rispettivamente a 22 OICR ed a 827 comparti).

5. PRASSI OPERATIVA: TIPOLOGIE DI CLASSI E CRITERI DI DIFFERENZIAZIONE

In tale paragrafo sono sintetizzate le diverse "tipologie" di classi che sono emerse dall'analisi del campione e che dovrebbero giustificare il diverso trattamento economico dei sottoscrittori delle stesse.

Nel corso dell'analisi sono state individuate le seguenti tipologie di classi:

- *Classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni.*
- *Classi differenziate per canale distributivo.*
- *Classi differenziate per categorie di investitori.*
- *Classi differenziate per soglie di investimento.*
- *Combinazioni di classi: classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento.*

- *Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi.*
- *Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio.*

Si evidenzia che tale schematizzazione è stata resa possibile dall'individuazione, nella documentazione d'offerta degli OICR selezionati, di "caratteristiche" comuni alle diverse classi oggetto di analisi.

Prima di analizzare in dettaglio le suddette tipologie di classi è opportuno evidenziare che le stesse, oltre a presentare delle caratteristiche distintive, possono essere ricomprese all'interno di due macro-categorie in funzione della diversa modalità con cui impattano sul "costo" dell'OICR oggetto di investimento. In particolare possono essere raggruppate in:

1. ***Tipologie di classi che impattano sulla "struttura commissionale" degli OICR:*** rientrano in tale macro-categoria quelle classi che si caratterizzano per strutture commissionali differenziate¹⁵.

Appartengono a tale macro-categoria:

- *Classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni.*
- *Classi differenziate per canale distributivo.*
- *Classi differenziate per categorie di investitori.*
- *Classi differenziate per soglie di investimento.*
- *Combinazioni di classi: classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e classi differenziate per soglie di investimento.*

2. ***Tipologie di classi che impattano direttamente sui "rendimenti" degli OICR*** nel senso di influenzare direttamente il NAV dell'OICR senza differenziarsi a livello di struttura commissionale.

Rientrano in tale macro-categoria:

- *Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi.*
- *Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio.*

¹⁵ La struttura commissionale di un OICR è influenzata sostanzialmente dalle seguenti commissioni: commissione di sottoscrizione, commissione di gestione, commissione di distribuzione, commissione di vendita differita, commissione di uscita.

Alla luce di quanto detto nei paragrafi successivi saranno evidenziate le principali caratteristiche, i criteri di differenziazione nonché i singoli OICR (e relativi comparti) rientranti nelle suddette tipologie di classi.

5.1 TIPOLOGIE DI CLASSI CHE IMPATTANO SULLA “STRUTTURA COMMISSIONALE” DEGLI OICR

In tale paragrafo saranno analizzate quelle tipologie di classi che presentano, come caratteristica costante, una differenziazione del relativo regime commissionale e che dovrebbero caratterizzarsi per un’“immediata” analisi in termini di “convenienza economica” per l’investitore.

5.1.1 CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIE DI INVESTITORI

Rientrano in tale tipologia quelle classi differenziate per categorie di investitori (generalmente retail vs istituzionali). La caratteristica principale di tale classe è quella di prevedere un regime commissionale più favorevole per gli investitori istituzionali¹⁶ rispetto agli investitori retail. Di seguito si riporta un tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano tale tipologia di classe:

<i>Tav 2 - Classi differenziate per categorie di investitori</i>						
<i>OICR</i>	<i>Totale comparti</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>% comparti/campione</i>
<i>OICR 1</i>	21	Azionari	13	4	A Acc. - A Distr.- B Acc. - B Distr.	2,5%
		Obbligazionari	5			
		Bilanciati e Flessibili	1			
		Liquidità	2			

¹⁶ Al riguardo si richiamano i principali fattori, economici e non, che giustificano il minor livello commissionale previsto a carico degli investitori “istituzionali”, quali: i) i maggiori volumi di investimento con conseguenti economie di scala nella gestione dell’OICR; ii) il maggiore potere contrattuale cui si connette un minore fabbisogno di protezione contrattuale e normativa; iii) una maggiore stabilità dell’investimento (soprattutto in termini di turnover di portafoglio) cui si connette un minor fabbisogno di liquidità dell’OICR.

5.1.2 CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI

Rientrano in tale tipologia quelle classi caratterizzate da relazioni, generalmente di proporzionalità inversa, tra le commissioni a vario titolo previste, tese a mettere a disposizione dei sottoscrittori una differente modalità di versamento degli oneri, e il periodo di permanenza nel fondo da parte del sottoscrittore (c.d. *holding period*).

Di seguito si riporta un tipico esempio di classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni:

<i>OICR</i>	<i>Comparto</i>	<i>Classe</i>	<i>Categoria di investitore</i>	<i>Ammontare minimo di sottoscrizione</i>	<i>Commissione di sottoscrizione</i>	<i>Commissione di gestione</i>
<i>Y Sicav</i>	β	A	<i>retail</i>	2.000	5%	1,50%
		C	<i>retail</i>	2.000	0	2,50%

Come si evince dalla tabella sopra riportata la classe A e la classe C si caratterizzano per una diversa struttura del regime commissionale. In particolare, la classe A si differenzia dalla classe C per la presenza di una commissione di sottoscrizione (pari al 5% vs 0%) e di una minore commissione di gestione (1,50% vs 2,50%).

Al riguardo appare opportuno evidenziare che la scelta dell'investitore di sottoscrivere la classe A o la classe C dovrebbe essere effettuata in funzione del suo orizzonte temporale d'investimento (c.d. *holding period*) in modo da scegliere quella classe che, nel tempo in cui si ipotizza di detenerla, riduca al minimo i costi connessi all'OICR.

Tale aspetto, richiedendo al sottoscrittore un vero e proprio processo valutativo, costituirà, come spiegato nel successivo paragrafo 6.1, la maggiore criticità di tale tipologia di classe.

La tabella seguente riporta gli OICR nonché il numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano tale tipologia di classe:

Tav. 3 - Classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni

<i>OICR</i>	<i>Totale comparti</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>% comparti/campione</i>
<i>OICR 2</i>	17	Azionari	1	2	A - C	24,3%
		Bilanciati e Flessibili	16			
<i>OICR 3</i>	69	Azionari	34	2	Classic - L	
		Obbligazionari	23			
		Bilanciati e Flessibili	4			
		Liquidità	8			
<i>OICR 4</i>	52	Azionari	35	2	A - N	
		Obbligazionari	12			
		Bilanciati e Flessibili	3			
		Liquidità	2			
<i>OICR 5</i>	29	Azionari	19	2	A - E	
		Obbligazionari	6			
		Bilanciati e Flessibili	2			
		Liquidità	2			
<i>OICR 6</i>	34	Azionari	21	2	L - S	
		Obbligazionari	9			
		Bilanciati e Flessibili	2			
		Liquidità	2			

5.1.3 CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO

Rientrano in tale tipologia quelle classi che si contraddistinguono per la presenza di soglie di investimento caratterizzate da un rapporto di proporzionalità inversa tra la dimensione delle suddette soglie e la misura degli oneri commissionali.

Caratteristica principale di tale classe è quella di prevedere un regime commissionale meno “oneroso” all’aumentare dell’importo sottoscritto dall’investitore ed a prescindere dal periodo di detenzione dell’investimento.

Di seguito si riporta un esempio di classi differenziate per soglie di investimento:

<i>OICR</i>	<i>Comparto</i>	<i>Classe</i>	<i>Categoria di investitore</i>	<i>Ammontare minimo di sottoscrizione (€)</i>	<i>Commissione di sottoscrizione</i>	<i>Commissione di gestione</i>
<i>Y Sicav</i>	β	B	<i>retail</i>	<u>2.000</u>	5%	2,50%
		D	<i>retail</i>	<u>25.000</u>	5%	1,50%

Come si evince dalla tabella sopra riportata la classe D si differenzia dalla classe B per presenza di regime commissionale meno “oneroso” per qualsiasi orizzonte

temporale d'investimento (c.d. *holding period*) in funzione dell'importo minimo di sottoscrizione (25.000 € per la classe D vs 2.000 € per la classe B).

La tabella seguente riporta il numero di OICR nonché il numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano tale tipologia di classe:

Tav. 4 - Classi differenziate per soglie di investimento						
<i>OICR</i>	<i>Totale comparti</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>% comparti/campione</i>
<i>OICR 7</i>	23	Azionari	17	2	A - B	10,0%
		Obbligazionari	6			
<i>OICR 8</i>	3	Bilanciati e Flessibili	3	2	A - C	
<i>OICR 9</i>	57	Azionari	47	6	A Acc. - A Distr. - B Acc. C Acc. - D Acc. - X Acc	
		Obbligazionari	8			
		Bilanciati e Flessibili	2			

5.1.4 CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO

Rientrano in tale tipologia quelle classi che dovrebbero differenziarsi per una diversa struttura commissionale in funzione del canale distributivo utilizzato (ad esempio: collocamento attraverso sportelli bancari, promotori finanziari, internet, ecc.). In linea generale tale tipologia di classe dovrebbe assicurare una remunerazione differenziata in funzione dei costi “effettivamente” sostenuti per la distribuzione del prodotto.

Tale tipologia di classi dovrebbe pertanto caratterizzarsi:

- per un’“oggettiva” descrizione nella documentazione d’offerta dei diversi canali distributivi utilizzati e tale da giustificare la diversa onerosità degli stessi;
- per l’impossibilità da parte dei soggetti-collocatori di collocare le suddette classi se non attraverso gli specifici canali per esse predisposti¹⁷.

Questi aspetti costituiranno, come spiegato nel successivo paragrafo 6.2, la maggiore criticità di tale tipologia di classe.

¹⁷ In particolare attraverso l'utilizzo di tale tipologie di classe l'investitore non “potrebbe” sottoscrivere, ad esempio, attraverso lo sportello bancario quelle classi che sono destinate al collocamento attraverso il canale “internet” e viceversa.

Di seguito si riporta un tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano tale tipologia di classe:

<i>Tav. 5 - Classi differenziate per canale distributivo</i>						
<i>OICR</i>	<i>Totale comparti</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>% comparti/campione</i>
<i>OICR 10</i>	27	Azionari	27	2	C - N	36,3%
<i>OICR 11</i>	58	Azionari	35	3	A - B - E	
		Obbligazionari	15			
		Bilanciati e Flessibili	5			
		Liquidità	3			
<i>OICR 12</i>	53	Azionari	34	2	A - D	
		Obbligazionari	17			
		Liquidità	2			
<i>OICR 13</i>	60	Azionari	52	2	A Distr. - E Acc.	
		Obbligazionari	8			
<i>OICR 14</i>	46	Azionari	34	2	A - E	
		Obbligazionari	12			
<i>OICR 15</i>	56	Azionari	27	2	E - F	
		Obbligazionari	25			
		Bilanciati e Flessibili	4			

5.1.5 COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO

Infine dall’analisi sono emersi alcuni OICR che commercializzano i propri comparti attraverso “combinazioni” delle suddette tipologie di classi. In particolare sono stati individuati alcuni OICR che commercializzano la totalità dei comparti attraverso le seguenti “combinazioni” di classi: classi differenziate per modalità di pagamento delle commissioni e classi differenziate per soglie di investimento.

Per un’analisi delle principali caratteristiche di detta tipologia di classe si rinvia ai paragrafi precedenti 5.1.2 e 5.1.3.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano tale tipologia di classe:

Tav. 6 - Classi combinate: classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento						
<i>OICR</i>	<i>Totale comparti</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>% comparti/campione</i>
<i>OICR 16</i>	38	Azionari	19	3	FC - LC - NC	22,0%
		Obbligazionari	15			
		Bilanciati e Flessibili	2			
		Liquidità	2	2	FC - NC	
<i>OICR 17</i>	57	Azionari	39	4	A - A1 - B - C	
		Obbligazionari	15			
		Bilanciati e Flessibili	1			
		Liquidità	2			
<i>OICR 18</i>	38	Azionari	26	3	A - B - I	
		Obbligazionari	10			
		Bilanciati e Flessibili	2			
<i>OICR 19</i>	49	Azionari	30	3	A - F - P	
		Obbligazionari	17			
		Liquidità	2	2	A - F	

5.2 TIPOLOGIE DI CLASSI CHE IMPATTANO DIRETTAMENTE SUI “RENDIMENTI” DEGLI OICR

In tale paragrafo saranno analizzate quelle tipologie di classi che non prevedono, come caratteristica costante, una differenziazione del relativo regime commissionale, ma che impattano, *riflettendo oneri diversi*, direttamente sul livello del NAV.

5.2.1 CLASSI DIFFERENZIATE PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO

Rientrano in tale tipologia quegli OICR che si differenziano per la presenza o meno del servizio di copertura del rischio di cambio svolto dal gestore.

Al riguardo appare opportuno evidenziare che il costo a carico dei sottoscrittori delle classi coperte dal rischio valuta è direttamente compreso nel NAV, calcolato separatamente da quello relativo alle classi “non coperte” e può risultare, in rapporto a quest’ultimo, più o meno elevato in conseguenza del “segno” dell’oscillazione tra le divise cui si fa riferimento.

Si precisa altresì che tale tipologia di classe è prevista unicamente per quei comparti che investono in strumenti finanziari espressi in divisa diversa da quella di denominazione dei fondi (“divisa di riferimento”) e che prevedono il ricorso a tecniche di copertura del rischio di cambio relativo a tali divise.

Alla luce di quanto detto emerge che se, da un lato, il servizio di copertura del rischio valuta costituisce un ulteriore servizio per l'investitore, dall'altro, non appare dissimile ad una modalità di gestione capace di definire ulteriormente la politica d'investimento dell'OICR e pertanto qualificabile in termini di prodotto autonomo, ovvero di un comparto caratterizzato da uno specifico "stile gestionale".

Tale aspetto costituirà, come spiegato nel successivo paragrafo 6.7, la maggiore criticità di detta tipologia di classe.

Di seguito si riporta un tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti rispetto al totale che utilizzano detta tipologia di classe:

Tav. 7 - Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio		
OICR	Numero comparti offerti con opzione di scelta fra copertura rischio di cambio o meno	Valore % sul totale comparti offerti
<i>OICR 20</i>	21	100%
<i>OICR 3 (*)</i>	9	13%
<i>OICR 15 (**)</i>	2	4%
<i>OICR 11 (**)</i>	4	7%
<i>OICR 14 (**)</i>	3	7%
<i>OICR 19 (***)</i>	17	35%
<i>OICR 9 (****)</i>	4	7%
<i>OICR 8 (****)</i>	1	33%
<i>OICR 21 (*****)</i>	3	100%
Totale	64	

(*) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni

(****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per soglie di investimento

(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo

(*****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi

(***) OICR rientrante anche nelle classi combinate: differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento

Come emerge dalla suddetta tabella rientrano in tale tipologia di classe - oltre a *OICR 20* che compare esclusivamente in tale gruppo - alcuni OICR che, nonostante rientrino anche in altre tipologie di classi, si caratterizzano per una presenza non "residuale" della copertura del rischio in oggetto nei diversi comparti commercializzati.

Nel gruppo delle *classi non coperte dal rischio di cambio* rientrano anche quei comparti che consentono all'investitore di sottoscrivere le azioni/quote della sicav/fondo in valute diverse da quella di riferimento.

In sintesi si potrebbe affermare che esiste una certa “somiglianza”, fra le classi non coperte dal rischio di cambio e le classi con opzione di scelta fra diverse valute di sottoscrizione e tale affinità risiede proprio nell’esposizione al rischio di cambio.

Ciò detto, si riporta di seguito una tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti rispetto al totale che permettono all’investitore di scegliere fra diverse valute di sottoscrizione:

Tav. 8 - Classi con opzione di scelta fra diverse valute di sottoscrizione		
OICR	Numero comparti offerti con opzione di scelta fra valute	Valore % sul totale comparti offerti
OICR 22	16	100%
OICR 4 (*)	13	25%
OICR 13 (**)	9	15%
OICR 17 (***)	15	26%
Totale	53	

(*) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni

(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo

(***) OICR rientrante anche nelle classi combinate: differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento

Come emerge dalla suddetta tabella rientrano in tale tipologia di classe - oltre ad OICR 22 che compare esclusivamente in tale gruppo - alcuni OICR che, nonostante rientrino anche in altre tipologie di classi, si caratterizzano per una presenza non “residuale” nei diversi comparti commercializzati dell’opzione di scelta fra diverse valute di sottoscrizione.

5.2.2 CLASSI DIFFERENZIATE DALLA POLITICA DI DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI

Rientrano in tale tipologia quelle classi che dovrebbero differenziarsi per la diversa politica di distribuzione dei proventi dell’attività di gestione. Si tratta di strumenti che dovrebbero rispondere alla necessità, per gli intermediari operanti nel settore dell’*asset management*, di apprestare differenti regimi amministrativi per i sottoscrittori che optano per la distribuzione (classe a distribuzione) o la capitalizzazione (classe ad accumulazione) del proventi realizzati dall’investimento.

Caratteristica peculiare delle classi a distribuzione dovrebbe essere quella di “limitare” il potere “discrezionale” degli amministratori in merito alla politica di distribuzione dei proventi e, pertanto, dovrebbero differenziarsi dalle classi ad accumulazione per un’“oggettiva¹⁸” politica distributiva.

¹⁸ A titolo esemplificativo per classe caratterizzata da un “oggettiva” politica di distribuzione si intende: “...la classe B si caratterizza per la distribuzione del 70% dei proventi realizzati in ciascun anno di riferimento....”.

Tale aspetto costituirà, come spiegato nel successivo paragrafo 6.6, la maggiore criticità di tale tipologia di classe. Di seguito si riporta una tabella di sintesi sugli OICR nonché sul numero % di comparti che utilizzano tale tipologia di classe.

Tav. 9 - Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi		
OICR	Numero comparti offerti con opzione di scelta fra classe accumulazione e distribuzione	Valore % sul totale comparti offerti
<i>OICR 21 (*)</i>	3	100%
<i>OICR 4 (**)</i>	24	46%
<i>OICR 6 (**)</i>	8	24%
<i>OICR 9 (***)</i>	57	100%
<i>OICR 1 (****)</i>	21	100%
<i>OICR 13 (*****)</i>	3	5%
Totale	116	

() OICR rientrante anche nelle classi con copertura del rischio di cambio*

*(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni*

*(***) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per soglie di investimento*

*(****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per categorie di investitori*

*(*****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo*

Come emerge dalla suddetta tabella rientrano in tale tipologia di classe alcuni OICR che, nonostante rientrino anche in altre tipologie di classi, si caratterizzano per una "rilevante" presenza, nei diversi comparti commercializzati, dell'opzione di scelta fra classe ad accumulazione e distribuzione.

5.3 QUADRO DI SINTESI: LE TIPOLOGIE DI CLASSI

Come analizzato nei paragrafi precedenti dall'analisi della prassi operativa sono emerse diverse tipologie di classi che si differenziano sia per la diversa modalità con cui impattano sul "costo" dell'OICR sia per le diverse caratteristiche che le contraddistinguono.

Ai fini metodologici appare opportuno evidenziare che dall'analisi sono emersi alcuni comparti che si caratterizzano per la presenza simultanea di classi appartenenti a tipologie differenti.

Nella pagina seguente si riporta una tabella che sintetizza per tipologia di classe il numero di comparti offerti da ciascun OICR.

Tav. 10 - Numero di comparti offerti da ciascun OICR suddivisi per tipologia di classe

OICR	Classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni	Cassi differenziate per canale distributivo	Classi combinate: differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento	Classi differenziate per soglie di investimento	Classi differenziate per categorie di investitori	Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi	Classi differenziate per la "copertura" del rischio di cambio	Totale comparti per OICR
OICR 2	17							17
OICR 16			38					38
OICR 17			57				(15)	57
OICR 21						3	(3)	3
OICR 10		27						27
OICR 13		60				(3)	(9)	60
OICR 18			38					38
OICR 3	69						(9)	69
OICR 9				57		(57)	(4)	57
OICR 4	52					(24)	(13)	52
OICR 11		58					(4)	58
OICR 12		53						53
OICR 1					21	(21)		21
OICR 14		46					(3)	46
OICR 5	29							29
OICR 22							16	16
OICR 19			49				(17)	49
OICR 7				23				23
OICR 8				3			(1)	3
OICR 6	34					(8)		34
OICR 15		56					(2)	56
OICR 20							21	21
Totale comparti per tipologia di classe	201	300	182	83	21	116	117	

(...) numero dei comparti dello stesso OICR che utilizzano anche altre tipologie di classi

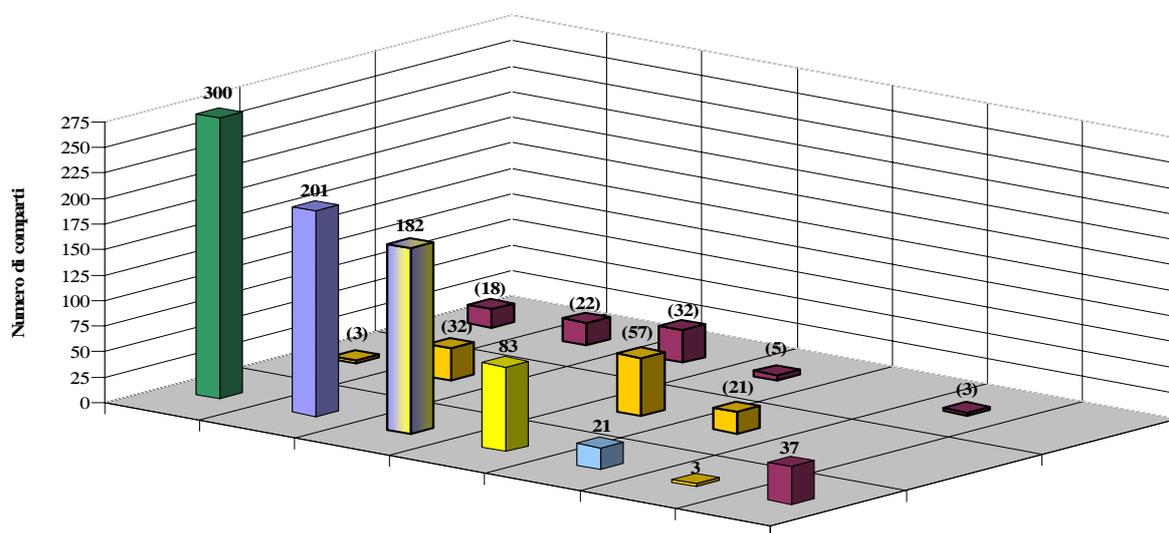
Dalla tabella suddetta emerge che una parte non irrilevante (pari a circa il 38%) degli OICR oggetto d'analisi commercializza la totalità dei comparti attraverso l'utilizzo di almeno due tipologie di classi. Rientrano in tale gruppo gli OICR rientranti nella tipologia "combinazioni di classi"¹⁹, OICR 21, OICR 9 e OICR 1.

Per i restanti OICR (pari a circa il 62%) emerge invece una generale relazione "biunivoca" fra singolo comparto e singola tipologia di classe.

¹⁹ In particolare: OICR 16; OICR 17; OICR 18 e OICR 19.

Tale aspetto emerge con maggiore chiarezza analizzando il successivo grafico che suddivide il numero dei comparti per le diverse tipologie di classe. In particolare la prima serie di colonne riporta il totale dei comparti (pari a 827) suddivisi per le diverse tipologie di classi (compresa la tipologia “*combinazioni di classi*”). La seconda e la terza serie invece rappresentano la parte dei suddetti comparti che nonostante siano già ricompresi nelle altre tipologie di classi utilizzano anche alternativamente o le *Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi* o le *Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio*²⁰.

Graf. 2 – Numero di comparti per tipologie di classi



- Classi differenziate per canale distributivo
- Classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni
- Classi combinate: differenziate per modalità di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento
- Classi differenziate per soglie di investimento
- Classi differenziate per categorie di investitori
- Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi
- Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio

²⁰ Unica eccezione è rappresentata da *OICR 9* e da *OICR 13* i cui comparti utilizzano contemporaneamente le *Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi* e le *Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio*.

6. TIPOLOGIA DI CLASSI: LA DISCLOSURE DELLE CARATTERISTICHE DELLE CLASSI NELLA DOCUMENTAZIONE D'OFFERTA

Nel paragrafo in oggetto vengono analizzate le informazioni sulle classi presenti nella documentazione d'offerta dei 22 OICR oggetto del campione, facendo riferimento alla disciplina prevista dalla Direttiva 85/611/CEE (nel testo emendato dalle Direttive 2001/107/CEE e 2001/108/CEE) ed in particolare alle norme dedicate agli obblighi informativi nei confronti dei partecipanti ai fondi (artt. 27 - 35) ed ai criteri indicati dall'allegato I, schema A, alla Direttiva, relativi alle informazioni obbligatorie che devono essere contenute nel prospetto informativo (completo) degli OICR esteri armonizzati.

Detta valutazione è stata, dunque, effettuata conformemente al generale principio di trasparenza sancito dall'art. 28, paragrafo 1, della Direttiva, per il quale *“Il prospetto semplificato e il prospetto completo devono contenere le informazioni necessarie perché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sull'investimento che è loro proposto”*.

Il generale principio di trasparenza comporta non solo l'obbligo di includere nei prospetti tutte le informazioni obbligatorie (*requisito della completezza*) per il mutuo riconoscimento degli stessi, ma anche che siffatte informazioni siano idonee a consentire una scelta d'investimento consapevole, ovvero realizzata sulla base di tutti gli elementi idonei a valutare, pienamente e correttamente, il rischio ed il rendimento caratterizzanti un investimento (*requisito della comprensibilità*). È evidente, peraltro, che ci si riferisce a dati che possono anche essere distintamente ascrivibili ad uno dei due parametri menzionati, ma che devono necessariamente essere letti congiuntamente ai fini di una scelta coerente con i propri obiettivi d'investimento e la propria propensione al rischio.

In particolare, le varie componenti di costo di un OICR certamente concorrono a determinare il rendimento (netto) di tale prodotto e, in ragione di ciò, risultano fondamentali tanto per la scelta del fondo, quanto per quella della classe caratterizzata da un regime commissionale specifico.

In sintesi, un risultato negativo dell'investimento o, più semplicemente, distante dalle aspettative del sottoscrittore, se non è conseguenza dei rischi presi in considerazione all'atto della sottoscrizione, può dipendere comunque da un'errata valutazione delle componenti di costo del fondo, originata dalla difficoltà di confrontare le condizioni proposte per le diverse classi disponibili.

Obiettivo del presente paragrafo è, pertanto, quello di esaminare la documentazione d'offerta²¹ dei 22 OICR, suddivisi tra le diverse tipologie di classi, al fine di analizzare:

- 1) il livello di completezza delle informazioni²² sulle classi fornite nella documentazione d'offerta;

²¹ Appare opportuno evidenziare che l'analisi ha riguardato le informazioni contenute nei prospetti informativi approvati, fino a luglio 2006, dalle Autorità di Vigilanza di altri Paesi membri dell'Unione Europea (principalmente Lussemburgo ed Irlanda).

- 2) il livello di comprensibilità²³ delle suddette informazioni per l'investitore "retail"²⁴.

Prima di analizzare in dettaglio i risultati delle suddette verifiche appare opportuno evidenziare che con riferimento alle stesse sono stati espressi dei giudizi sintetici, come di seguito si rappresenta:

1) giudizio sulla **completezza**:

- positivo: la documentazione d'offerta si caratterizza per una completa descrizione delle caratteristiche delle classi tale da giustificare il diverso trattamento dei sottoscrittori del medesimo fondo/comparto;
- negativo: la documentazione d'offerta si caratterizza per l'assenza o parziale descrizione delle caratteristiche delle classi tale da non giustificare il diverso trattamento dei sottoscrittori del medesimo fondo/comparto;

2) giudizio sulla **comprensibilità**:

- positivo²⁵: le informazioni sulle classi, contenute nella documentazione d'offerta, sono facilmente comprensibili ed interpretabili dall'investitore "retail";
- negativo: le informazioni sulle classi, contenute nella documentazione d'offerta, non sono facilmente comprensibili ed interpretabili dall'investitore "retail".

²² In particolare si intende verificare il livello di disclosure delle caratteristiche delle classi e della relativa struttura commissionale.

²³ Rientra in tale ambito di analisi anche la verifica dell'esistenza nella documentazione d'offerta di eventuali criteri-guida per la scelta delle diverse classi.

²⁴ Si fa presente che è la stessa Direttiva 85/611/CEE, nel testo emendato dalle Direttive 2001/107/CEE e 2001/108/CEE, a dare rilevanza autonoma al criterio della comprensibilità in quanto, oltre al già citato disposto di cui all'art. 28 par. 1, si fa riferimento (art. 28, par. 3) alla figura "dell'investitore medio" per chiarire il livello di comprensibilità delle notizie che devono essere indicate nel prospetto semplificato da consegnare ai sottoscrittori. Al riguardo, si precisa che l'obbligo, per le società di gestione estere che intendono commercializzare in Italia OICR armonizzati, di pubblicare e consegnare ai sottoscrittori, gratuitamente prima della conclusione del contratto, il prospetto semplificato è stabilito dal combinato disposto degli artt. 27, paragrafo 1, e 33, paragrafo 1, Direttiva 85/611/CEE.

²⁵ Con riferimento all'analisi sulla "comprensibilità" delle informazioni, appare opportuno sottolineare che potrà essere espresso un giudizio positivo solamente laddove l'analisi sulla "completezza" abbia ricevuto un giudizio non negativo. Ciò non preclude che pur in presenza di un giudizio positivo sulla "completezza" delle informazioni si possa esprimere un giudizio negativo sulla "comprensibilità" delle stesse.

6.1 CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI

Relativamente al parametro della completezza, l’analisi ha evidenziato un livello di disclosure positivo” sia delle caratteristiche delle classi sia della loro struttura commissionale.

Con riferimento invece al parametro della comprensibilità delle informazioni, si è rilevato un giudizio negativo dovuto principalmente alla difficoltà per il lettore di valutare la convenienza economica delle diverse classi disponibili.

In sostanza l’investitore, nella scelta fra le diverse classi, dovrebbe effettuare un vero e proprio calcolo di convenienza basato non solo e non tanto sull’analisi della struttura commissionale, si da scegliere quella in assoluto meno onerosa al momento della sottoscrizione, ma sull’analisi della stessa struttura in funzione del proprio orizzonte temporale d’investimento (c.d. *holding period*), in modo da optare per quella classe che, nel tempo in cui si ipotizza di detenerla, riduca al minimo i costi connessi all’investimento.

Tale difficoltà è viepiù aumentata nei casi come *OICR 4* e *OICR 6* nei quali la descrizione delle caratteristiche delle classi è effettuata in diversi paragrafi della documentazione d’offerta.

Particolare attenzione merita altresì l’indicazione per i diversi OICR delle commissioni – soprattutto quelle di sottoscrizione – in termini di onere massimo, ad esempio: “*commissione di sottoscrizione fino ad un massimo del 6%*”. Tali fattispecie, non prevedendo alcun criterio oggettivo in merito alla loro applicazione, si traducono in una “leva” a favore della rete distributiva che, nel quantificarle, potrebbe determinare all’interno della medesima tipologia di classe ulteriori articolazioni della stessa in funzione dei diversi oneri applicati alla clientela.

Pertanto dette commissioni potrebbero determinare rilevanti profili di criticità di tipo comportamentale qualora, nell’attività di collocamento, gli intermediari non definissero delle “oggettive” politiche commerciali in modo da assicurare il rispetto degli obblighi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento tra i destinatari della sollecitazione previsto in via generale dall’art. 95 TUF e specificati dall’art. 14 del Regolamento Emittenti (delibera Consob n. 11971/99).

A titolo di esempio si riporta una frase tratta dalla documentazione d’offerta di *OICR 2* ed in particolare: “*...la classe C può prevedere l’applicazione di una commissione supplementare massima dell’1% sulla commissione di sottoscrizione.....*”.

Al riguardo appare opportuno sottolineare che la descrizione degli oneri commissionali in termini di “importo massimo” rappresenta una caratteristica comune alle diverse tipologie di classi individuate nel corso dell’analisi.

Da ultimo si evidenzia che in nessuno dei diversi OICR è apparso alcun riferimento ad eventuali criteri che potrebbero “guidare” l’investitore nella lettura e scelta delle diverse classi disponibili.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche, suddivise per singolo OICR:

<i>Tav. 11 - Classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni</i>					
<i>OICR</i>	<i>giudizio sulla completezza</i>	<i>indicazione oneri commissionali</i>	<i>giudizio sulla comprensibilità</i>	<i>criticità informative</i>	<i>presenza di criteri guida nella scelta delle classi</i>
<i>OICR 2</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) classe C può essere applicata una commissione supplementare massima del 1%	NO
<i>OICR 3</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili;	NO
<i>OICR 4</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO
<i>OICR 5</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili;	NO
<i>OICR 6</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO

6.2 CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO

Relativamente al parametro della completezza, l’analisi ha evidenziato per la totalità degli OICR rientranti in tale tipologia un livello di disclosure “negativo” delle caratteristiche delle classi.

In particolare, nelle classi differenziate per canale distributivo è emersa l’assenza della “disclosure” delle caratteristiche “oggettive” desumibili dalla documentazione d’offerta (ad esempio: collocamento attraverso sportelli bancari, promotori finanziari, internet, ecc.) tale da giustificare il differente trattamento fra i sottoscrittori del medesimo comparto.

Tale aspetto è ancor più avvalorato dalla presenza nella documentazione d’offerta di frasi quali: “.....*la classe B è disponibile attraverso specifici distributoriindividuati dalla Società.....*” che si caratterizzano per un’assoluta “indeterminatezza” in merito ai presupposti che dovrebbero giustificare il diverso trattamento dei sottoscrittori del medesimo comparto.

Un ulteriore profilo di criticità deriva dalla circostanza che una parte non irrilevante di tali classi si caratterizza per la presenza di strutture commissionali “più onerose” rispetto alle altre indipendentemente dall’intervallo temporale di investimento.

Tale “modus operandi” trasforma un tipico problema di ripartizione dei profitti fra gestore e collocatore in un problema di efficienza. Detto in altri termini, ciò che dovrebbe rappresentare una mera problematica di ripartizione dei flussi commissionali tra la società di gestione e gli intermediari-collocatori (ininfluente rispetto al costo complessivo dell’investimento sopportato dal sottoscrittore) viene aggirato proprio **attraverso l’incremento sistematico delle commissioni applicate agli OICR. A variare sono così i costi applicati ai diversi sottoscrittori e non la “ripartizione” dei flussi tra il soggetto-collocatore ed il soggetto-gestore.**

Può verificarsi, così, il rischio di una diversità di trattamento degli investitori del medesimo comparto in funzione dell’utilizzo, nella fase di sottoscrizione tramite il canale “ sportelli bancari”, dell’intermediario A o dell’intermediario B in conseguenza dei diversi accordi di collocamento stipulati dai medesimi con il gestore.

Sempre in tema di completezza dell’informativa particolare attenzione merita poi una clausola riscontrata nel modulo di sottoscrizione di *OICR 13* per la quale “*....in mancanza di istruzioni, l’ordine di acquisto verrà effettuato in relazione ad azioni della classe A.....*”, ovvero la classe che presenta il livello più elevato delle commissioni di sottoscrizione.

Concludendo se, dal punto di vista teorico, tale tipologia di classe dovrebbe assicurare una remunerazione differenziata in funzione dei costi effettivamente sostenuti dalla distribuzione, dall’analisi della prassi operativa sembra emergere che la stessa rappresenti una “leva” per la rete distributiva a collocare le classi più onerose. Ciò non solo costituisce una barriera alla riduzione dei costi dell’industria dell’*asset management*, ma assicura ai distributori, in virtù del meccanismo della retrocessioni di commissioni, quel “potenziale” risparmio di competenza del sottoscrittore.

Alla luce di quanto detto anche l’analisi sulla comprensibilità delle informazioni, ha evidenziato un giudizio negativo tale da non consentire la “ricostruzione” delle caratteristiche delle diverse classi.

Inoltre appare opportuno evidenziare che in nessuno dei diversi OICR oggetto dell’analisi è apparso alcun riferimento ad eventuali criteri che potrebbero “guidare” l’investitore nella lettura e scelta delle diverse classi disponibili.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche, suddivise per singolo OICR:

<i>Tav. 12 - Classi differenziate per canale distributivo</i>					
<i>OICR</i>	<i>giudizio sulla completezza</i>	<i>indicazione oneri commissionali</i>	<i>giudizio sulla comprensibilità</i>	<i>criticità informative</i>	<i>presenza di criteri guida nella scelta delle classi</i>
<i>OICR 10</i>	negativo	SI	negativo	i) classe N riservata a distributori appositamente designati dalla società di gestione	NO
<i>OICR 11</i>	negativo	SI	negativo	i) classe B disponibile ai clienti di e ad altri investitori a discrezione del gestore; ii) classe E disponibile in alcuni Paesi attraverso specifici distributori individuati dal gestore	NO
<i>OICR 12</i>	negativo	SI	negativo	i) gli amministratori possono limitare la disponibilità della classe D a determinati distributori/Paesi; ii) gli amministratori si riservano il diritto di modificare le caratteristiche delle classi di azioni	NO
<i>OICR 13</i>	negativo	SI	negativo	i) in mancanza di indicazioni la sottoscrizione si intende effettuata con la classe A (classe più onerosa); ii) le azioni di classe E sono ammesse al collocamento in Lussemburgo, Italia, Portogallo e Spagna; iii) Italia: possono essere previsti costi aggiuntivi da parte degli intermediari per i servizi forniti secondo modelli locali di distribuzione.	NO
<i>OICR 14</i>	negativo	SI	negativo	i) classe E disponibile in alcuni Paesi attraverso specifici distributori individuati dal gestore; ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO
<i>OICR 15</i>	positivo	SI	positivo (classe F principalmente attraverso internet)	-	SI (classe F principalmente attraverso internet)

6.3 CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIE DI INVESTITORI

Relativamente al parametro della completezza, l'analisi ha evidenziato un livello di disclosure "positivo" sia delle caratteristiche delle classi sia della loro struttura commissionale.

In particolare nel caso di *OICR 1* la classe "B" (destinata agli investitori "retail") si differenzia dalla struttura commissionale prevista per la classe "A" (destinata agli investitori "istituzionali") per la presenza della commissione di distribuzione (pari a 0,25%).

Con riferimento invece al parametro della comprensibilità delle informazioni, si è rilevato un giudizio negativo in quanto il vincolo di destinazione, ossia l'impossibilità da parte dell'investitore "retail" di sottoscrivere la classe istituzionale, non emerge dalla documentazione d'offerta ma da una specifica lettera indirizzata a Consob con la quale la Società si è impegnata a differenziare la distribuzione delle classi in funzione della tipologia di investitore.

Da ultimo si evidenziano alcuni profili di criticità comportamentale che potrebbero emergere nell'operatività degli investitori "istituzionali" appartenenti a gruppi bancari che, soprattutto nelle gestioni individuali, possono essere "incentivati" a sottoscrivere classi retail, al posto di quelle loro destinate, per assicurare al proprio gruppo di riferimento maggiori profitti attraverso il c.d. meccanismo delle retrocessioni. A motivo di ciò gli investitori istituzionali che svolgono il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi non dovrebbero sottoscrivere classi destinate ad investitori "retail".

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche:

<i>Tav. 13 - Classi differenziate per categorie di investitori</i>					
<i>OICR</i>	<i>giudizio sulla completezza</i>	<i>indicazione oneri commissionali</i>	<i>giudizio sulla comprensibilità</i>	<i>criticità informative</i>	<i>presenza di criteri guida nella scelta delle classi</i>
<i>OICR 1</i>	positivo	SI	negativo	i) l'impegno del gestore a differenziare le classi per tipologia di investitori non si evince dalla documentazione d'offerta ma da una lettera d'impegno nei confronti della CONSOB	SI

6.4 CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO

Relativamente al parametro della completezza, l'analisi ha evidenziato un livello di disclosure "positivo" sia delle caratteristiche delle classi sia della loro struttura commissionale.

In tutti gli OICR oggetto di analisi la predisposizione delle differenti soglie d'investimento appare "ragionevole" sia in termini di importo di sottoscrizione sia in termini di convenienza economica dei relativi oneri commissionali.

Alla luce di quanto detto anche l'analisi della comprensibilità delle informazioni, ha evidenziato un giudizio generalmente positivo tale da consentire un'agevole "ricostruzione" delle caratteristiche delle diverse classi offerte e dei diversi costi ad esse connessi.

In tale tipologia di classe appare opportuno evidenziare che già dall'analisi delle caratteristiche delle classi sono deducibili i criteri guida necessari per la scelta delle stesse da parte dell'investitore.

Particolare attenzione merita però la documentazione d'offerta di *OICR 7* nella quale è presente la seguente frase: "...Nessun limite all'importo iniziale minimo o alle sottoscrizioni successive sarà applicabile agli azionisti di Classe B che sono o (i) investitori istituzionali o (ii) impiegati del gruppo o consulenti finanziari...". Detta fattispecie sembrerebbe inficiare la caratteristica principale di tale tipologia di classe ossia la presenza di aliquote commissionali decrescenti all'aumentare dell'importo di sottoscrizione.

Sempre con riferimento alla documentazione d'offerta di *OICR 7* appare opportuno evidenziare che la descrizione delle caratteristiche delle classi è effettuata in

diversi paragrafi della stessa e non consente un'immediata ricostruzione delle caratteristiche delle classi.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche, suddivise per singolo OICR:

<i>Tav. 14 - Classi differenziate per soglie di investimento</i>					
<i>OICR</i>	<i>giudizio sulla completezza</i>	<i>indicazione oneri commissionali</i>	<i>giudizio sulla comprensibilità</i>	<i>criticità informative</i>	<i>presenza di criteri guida nella scelta delle classi</i>
<i>OICR 7</i>	positivo	SI	negativo	i) in circostanze eccezionali, gli importi minimi iniziali possono essere ridotti dagli Amministratori a loro esclusiva discrezione e valutando caso per caso. Nessun limite sarà posto all'importo iniziale della classe B per: a) investitori istituzionali; b) impiegati del gruppo o consulenti finanziari. ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	SI
<i>OICR 8</i>	positivo	SI	positivo	-	SI
<i>OICR 9</i>	positivo	SI	positivo	-	SI

6.5 COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO

Relativamente a tale tipologia di classe valgono le considerazioni già svolte nei paragrafi precedenti (cfr. paragrafi 6.1 e 6.4). In sintesi è possibile affermare che le criticità informative riguardano principalmente le *classi differenziate per modalità di pagamento delle commissioni*.

Con riferimento alla documentazione d'offerta di *OICR 16* particolare attenzione merita poi la seguente frase: “.....la classe NC non è destinata al collocamento pubblico in Germania.....” che non contiene alcun riferimento alle motivazioni sottostanti tale scelta distributiva.

Un'ulteriore criticità è rappresentata dalla circostanza che in diversi OICR la descrizione delle caratteristiche delle classi è effettuata in diversi paragrafi della documentazione d'offerta ed è tale da non consentire un'immediata ricostruzione delle caratteristiche delle classi.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche, suddivise per singolo OICR:

<i>Tav. 15 - Classi combinate: classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento</i>					
<i>OICR</i>	<i>giudizio sulla completezza</i>	<i>indicazione oneri commissionali</i>	<i>giudizio sulla comprensibilità</i>	<i>criticità informative</i>	<i>presenza di criteri guida nella scelta delle classi</i>
<i>OICR 16</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) la classe NC non è destinata al collocamento pubblico in Germania; ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO
<i>OICR 17</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) gli amministratori possono di volta in volta rinunciare all'applicazione degli importi minimi per le azioni C.	NO
<i>OICR 18</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili;	NO
<i>OICR 19</i>	positivo	SI	negativo	i) difficoltà per il lettore di valutare la convenienze economica delle diverse classi disponibili; ii) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO

6.6 CLASSI DIFFERENZIATE DALLA POLITICA DI DISTRIBUZIONE DEI PROVENTI

Relativamente al parametro della completezza, l'analisi ha evidenziato un livello di disclosure generalmente “negativo” della documentazione d’offerta sia con riferimento alle caratteristiche delle classi sia alla loro struttura commissionale.

In particolare nelle classi a distribuzione dei proventi è emersa l’assenza della caratteristica principale che dovrebbe giustificare la loro “predisposizione” ossia l’“automatica” distribuzione dei proventi realizzati nell’esercizio di riferimento.

Tale criticità trova specifico riferimento nella documentazione d’offerta attraverso le seguenti frasi: “.....*la società di gestione può distribuire i proventi realizzati nella gestione...*” che riservano una totale discrezionalità al CDA della società in merito alla distribuzione o meno dei proventi realizzati durante la gestione.

Unica eccezione è rappresentata dalla documentazione d’offerta di *OICR 9* nella quale è stata riscontrata la seguente frase: “.....*resta inteso che tutte quelle classi di azioni con il suffisso (dist.) distribuiranno almeno l'85% del reddito netto degli investimenti*”. Tale aspetto, oggettivamente individuabile nella documentazione d’offerta, è tale da giustificare il diverso trattamento delle azioni a distribuzione rispetto a quelle ad accumulazione.

Particolare attenzione merita poi una clausola presente nella documentazione d’offerta di *OICR 9*, di *OICR 21* e di *OICR 4* per la quale qualora l’investitore non abbia manifestato, all’atto della sottoscrizione delle azioni a distribuzione, la propria volontà a ricevere i dividendi in pagamento (ad esempio mediante bonifico) quest’ultimi saranno automaticamente reinvestiti in ulteriori azioni a distribuzione.

Da ultimo si sottolinea che dalla documentazione d'offerta di tutti gli OICR considerati non emerge alcuna indicazione sui costi connessi al servizio di distribuzione dei proventi.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle diverse verifiche, suddivise per singolo OICR:

Tav. 16 - Classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi					
OICR	giudizio sulla completezza	indicazione oneri commissionali	giudizio sulla comprensibilità	criticità informative	presenza di criteri guida nella scelta delle classi
OICR 21 (*)	negativo	NO	negativo	i) le azioni di classe a distribuzione sono azioni che distribuiscono di volta in volta i proventi netti, a discrezione degli amministratori, alla data di distribuzione; ii) ogni eventuale distribuzione può variamente riflettere eventuali oneri e spese; iii) l'investitore indicherà per iscritto al gestore al momento della sottoscrizione la volontà di reinvestire i proventi in altre azioni a distribuzione o di riceverli in pagamento mediante bonifico	NO
OICR 4 (**)	negativo	NO	negativo	i) gli amministratori "intendono" distribuire sostanzialmente tutti gli utili attribuibili alle azioni a distribuzione; ii) dividendi relativi alle azioni a distribuzione dei proventi verranno normalmente reinvestiti in altre azioni a distribuzione salvo diversa richiesta del sottoscrittore (da manifestare nel modulo di sottoscrizione)	NO
OICR 6 (**)	negativo	NO	negativo	i) la società di gestione può effettuare una distribuzione relativa alle quote di tipo B	NO
OICR 9 (***)	positivo	SI	positivo	i) solitamente i dividendi verranno reinvestiti. Gli azionisti possono comunicare per iscritto di voler ricevere il pagamento dei dividendi mediante bonifico	SI
OICR 1 (****)	negativo	NO	negativo	i) gli amministratori "intendono" sostanzialmente distribuire tutto il reddito netto attribuibile a tali azioni	NO
OICR 13 (*****)	negativo	NO	negativo	i) gli amministratori "intendono" consigliare la distribuzione di praticamente tutti gli utili netti degli investimenti (annuali) del comparto	NO

(*) OICR rientrante anche nelle classi con copertura del rischio di cambio

(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni

(***) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per soglie di investimento

(****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per categorie di investitori

(*****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo

6.7 CLASSI DIFFERENZIATE PER LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO²⁶

Relativamente al parametro della completezza, l'analisi ha evidenziato un livello di disclosure generalmente "negativo" della documentazione d'offerta sia con riferimento alle caratteristiche delle classi sia alla loro struttura commissionale.

In particolare di seguito si riportano le diverse criticità emerse nel corso dell'analisi suddivise per :

1. *classi differenziate per la copertura del rischio di cambio:*
 - per due OICR (*OICR 3 e OICR 8*) non è emerso alcuna avvertenza sui costi a carico del sottoscrittore per il servizio di copertura del rischio valuta;
 - per due OICR (*OICR 11 e OICR 14*) particolari dubbi derivano dalle seguenti frasi "..... i dettagli delle classi con copertura del rischio di cambio possono essere ottenute presso la sede legale della società e il centro assistenza per gli investitori....." tali da indurre nel lettore un senso di "modificabilità" nel tempo del servizio in oggetto;
 - da ultimo per due OICR (*OICR 21 e OICR 20*) si è ravvisata un'assenza o una non agevole ricostruzione delle caratteristiche delle classi.

2. *classi con opzione di scelta fra diverse valute di sottoscrizione:*
 - per tre OICR (*OICR 22, OICR 13 e OICR 4*) si è ravvisata un'assenza o un'incompleta descrizione delle caratteristiche delle classi.
 - per un OICR (*OICR 17*) particolari dubbi derivano dalla seguente frase "... relativamente a tale classe la società ha la facoltà di effettuare operazioni di copertura.....". Detta clausola appare peraltro "incoerente" rispetto alla circostanza che l'investitore, sottoscrivendo classi di azioni in valuta diversa da quella di riferimento, ha manifestato la propria volontà ad esporsi al rischio di cambio.

Alla luce di quanto detto anche con riferimento al parametro della comprensibilità delle informazioni, si è rilevato un giudizio generalmente "negativo".

Tale aspetto è ancora più avvalorato dalla circostanza che in nessun caso è emerso alcun riferimento al costo (nemmeno in termini di limite massimo) da riconoscere al gestore per il servizio svolto.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei risultati delle suddette verifiche:

²⁶ Appare opportuno evidenziare che rientrano in tale tipologia anche quelle classi che concedono all'investitore la possibilità di sottoscrivere le azioni/quote della sicav/fondo in valute diverse da quella di riferimento c.d. "classi con opzioni di scelta fra differenti valute di sottoscrizione" (cfr. precedente paragrafo 5.2.1).

Tav. 17 - Classi differenziate per la copertura del rischio di cambio

OICR	giudizio sulla completezza	indicazione oneri commissionali	giudizio sulla comprensibilità	criticità informative	presenza di criteri guida nella scelta delle classi
OICR 20	positivo	NO	negativo	i) informazioni sulla struttura commissionale distribuite su più tabelle nel prospetto	NO
OICR 3 (*)	negativo	NO	negativo	i) nessun richiamo sui costi di copertura a carico del comparto	NO
OICR 15 (**)	positivo	NO	positivo	-	NO
OICR 11 (**)	negativo	NO	negativo	i) i dettagli delle classi con copertura del rischio di cambio possono essere ottenute presso la sede legale della società e il centro assistenza per gli investitori	NO
OICR 14 (**)	negativo	NO	negativo	i) i dettagli delle classi con copertura del rischio di cambio possono essere ottenute presso la sede legale della società e il centro assistenza per gli investitori	NO
OICR 19 (***)	positivo	NO	positivo	-	NO
OICR 9 (****)	positivo	NO	positivo	-	NO
OICR 8 (****)	negativo	NO	negativo	i) nessun richiamo sui costi di copertura a carico del comparto	NO
OICR 21 (*****)	negativo	NO	negativo	i) nel paragrafo sulle "classi di azioni" nessun riferimento alle classi coperte/in valuta diverse	NO

(*) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni

(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo

(***) OICR rientrante anche nelle classi combinate: differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento

(****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per soglie di investimento

(*****) OICR rientrante anche nelle classi differenziate dalla politica di distribuzione dei proventi

Tav. 18 - Classi con opzione di scelta fra diverse valute di sottoscrizione

OICR	giudizio sulla completezza	Indicazione oneri commissionali	giudizio sulla comprensibilità	Criticità informative	presenza di criteri guida nella scelta delle classi
OICR 22	negativo	NO	negativo	i) le classi di azioni possono essere quotate in valute diverse	NO
OICR 13 (*)	negativo	NO	negativo	i) nel paragrafo sulle "classi di azioni" nessun riferimento alle classi coperte/in valuta diverse	NO
OICR 4 (**)	negativo	NO	negativo	i) informazioni sulle classi coperte dal rischio di cambio e/o valuta diverse distribuite su più tabelle nel prospetto	NO
OICR 17 (***)	negativo	NO	negativo	i) nel caso di offerta di azioni in una valuta diversa da quella di riferimento verrà istituita un'apposita classe. Relativamente a tali classi la Società di gestione ha la "facoltà" di effettuare operazioni di copertura	NO

(*) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per canale distributivo

(**) OICR rientrante anche nelle classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni

(***) OICR rientrante anche nelle classi combinate: differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento

In conclusione, si potrebbe affermare che la differenza fra le classi in oggetto non consiste in una oggettiva e diversa modalità di partecipazione degli investitori ad un medesimo fondo/sicav, peculiarità questa delle classi, ma in due differenti prodotti caratterizzati da differenti modalità di gestione da parte del gestore (presenza o assenza del servizio di copertura del rischio di cambio).

Alla luce di ciò sembrerebbe non ammissibile un'articolazione in classi legata alla copertura del rischio di cambio, atteso che si tratta di un elemento che differenzia non già partizioni di un singolo prodotto ma più OICR tra loro.

6.8 LA DISCLOSURE DELLE CARATTERISTICHE DELLE CLASSI: GIUDIZIO DI SINTESI

Dall'analisi effettuata nei paragrafi precedenti sulla disclosure della documentazione d'offerta è possibile trarre le seguenti considerazioni:

- per le *classi differenziate per categorie di investitori e per soglie di investimento* non emergono rilevanti profili di criticità sia con riferimento al requisito della completezza sia della comprensibilità delle informazioni sulle classi;
- per le *classi combinate, per quelle differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni, per canale distributivo, per la politica di distribuzione dei proventi e per la copertura del rischio di cambio* emergono invece rilevanti profili di criticità tali da mettere in discussione persino l'esistenza degli stessi criteri "oggettivi" che dovrebbero giustificare la predisposizione delle stesse (con relativi regimi commissionali) e pertanto la diversità di trattamento dei possessori di quote/azioni del medesimo comparto (appartenenti però a classi differenti).

Un ulteriore profilo di criticità è rappresentato dalla circostanza che nella documentazione d'offerta di alcuni OICR l'illustrazione dei dati storici di rendimento, è calcolata con riferimento ad una singola classe - frequentemente la più economica e spesso neanche commercializzata in Italia - e tale da non permettere alla totalità degli investitori, ad esempio ai sottoscrittori delle ulteriori classi, di pervenire ad un fondato giudizio sulla profittabilità del proprio investimento.

Tale aspetto conferma la modesta sensibilità delle diverse Società di gestione/Sicav di rendere pienamente trasparenti e comparabili le caratteristiche delle classi relative al medesimo comparto.

Da ultimo appare opportuno evidenziare la presenza nella documentazione d'offerta dei diversi OICR delle seguenti frasi: *".....Gli amministratori possono deliberare la creazione, nell'ambito di ciascun comparto, di differenti classi di azioni (...) che saranno contraddistinte da una struttura delle commissioni specifica, da una valuta di denominazione o da altre caratteristiche specifiche...."*

Tale aspetto solleva particolari profili di criticità derivanti dal fatto che se, da un lato, la creazione di differenti tipologia di classi si traduce nella creazione di differenti modalità di partecipazione da parte degli investitori al medesimo fondo/Sicav, dall'altro, la stessa articolazione in classi è in grado e di alterare il profilo di rendimento del fondo e soprattutto, in alcuni casi, lo stesso profilo di rischio.

Inoltre non pochi interrogativi emergono dalle seguenti frasi: “.....*la classe C si caratterizza per una commissione di sottoscrizione della misura massima del 6%.....*”. Tale clausola, non prevedendo alcun criterio oggettivo in base al quale è possibile variare l'importo della sottoscrizione, si traduce in una “leva” a favore della rete distributiva che, in assoluta discrezionalità, potrebbe realizzare una disparità di trattamento fra i sottoscrittori della medesima classe creando, ad esempio all'interno della stessa classe, ulteriori articolazioni in funzione o del “potere negoziale” della controparte o della prassi istauratasi per quella particolare area geografica (ad esempio mancata applicazione della commissione di sottoscrizione).

Data la rilevanza e la diffusione del fenomeno delle classi negli Stati membri dell'Unione Europea appare del tutto legittimo auspicare una misura di intervento regolamentare che ponga termine sia alle rilevanti criticità informative evidenziate nei paragrafi precedenti sia alla stessa disomogeneità dei metodi utilizzati dai diversi OICR per descrivere le caratteristiche delle stesse.

7. TIPOLOGIA DI CLASSI CHE IMPATTANO SULLA STRUTTURA COMMISSIONALE: ANALISI DEI COSTI E PROFILI DI CRITICITA'

Con riferimento alle tipologie di classi che impattano sulla struttura commissionale²⁷, si è ritenuto importante verificare l'andamento nel tempo dei costi a carico dell'investitore connessi alla sottoscrizione delle stesse.

Ciò al fine di accertare se la prassi operativa dell'industria, nel definire le diverse tipologie di classi, abbia creato strutture commissionali “coerenti” con le caratteristiche delle stesse e pertanto idonee a giustificare un differente trattamento (in termini di oneri commissionali) dei sottoscrittori del medesimo fondo/sicav.

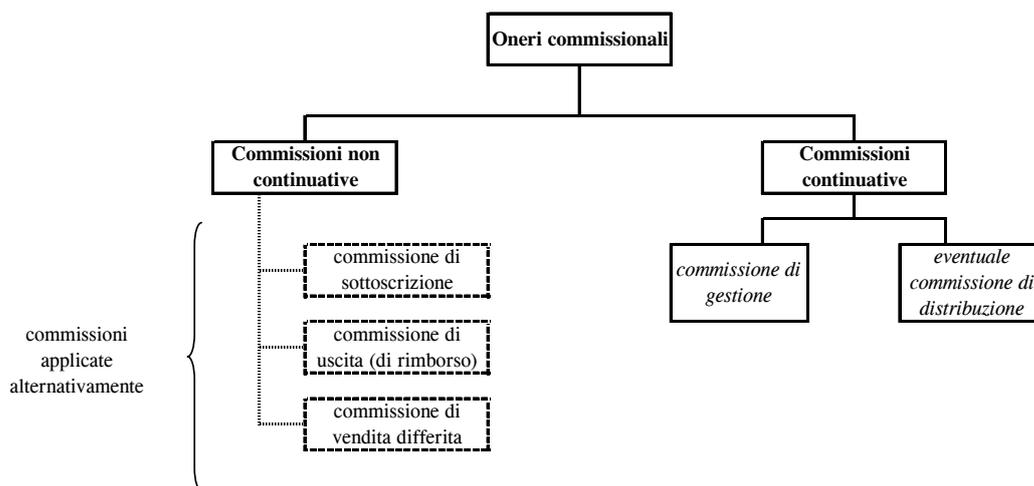
Prima di analizzare in dettaglio i risultati delle suddette verifiche appare opportuno evidenziare che nella definizione di “struttura commissionale” sono state incluse le sole commissioni che sono connesse all'investimento, nel senso che devono essere corrisposte, direttamente o indirettamente, dai sottoscrittori per il solo fatto di partecipare all'investimento.

²⁷ Si rammenta che si tratta delle:

- *classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni;*
- *classi differenziate per canale distributivo;*
- *classi differenziate per categorie di investitori;*
- *classi differenziate per soglie di investimento;*
- *combinazioni di classi: classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e classi differenziate per soglie di investimento.*

In ragione di ciò, sono stati esclusi gli oneri la cui misura è stabilita in forma fissa (es. di banca corrispondente) nonché quelli legati ad avvenimenti solo eventuali (es. commissioni di *performance* o di incentivo).

Ai fini della presente analisi sono stati considerati gli oneri indicati nel schema seguente:



Tale schematizzazione ha permesso di rappresentare, per singolo OICR, l'evoluzione della struttura dei costi delle singole classi nel tempo al fine di valutare l'esistenza di fenomeni di "dominanza".

In considerazione di ciò appare opportuno precisare che nei grafici riportati nei paragrafi successivi:

- l'intercetta delle rette è determinata dalle commissioni non continuative pari o alla commissione di sottoscrizione o alla commissione di uscita o alla commissione di vendita differita²⁸.

Con riferimento alle commissioni di vendita differita si precisa che dal punto di vista grafico le stesse sono raffigurate da una retta spezzata che rappresenta le varie ipotesi relative alle possibilità di uscita a disposizione del sottoscrittore.

Al riguardo appare opportuno ribadire che l'indicazione delle commissioni di sottoscrizione in termini di onere "massimo" (*commissione di sottoscrizione fino al massimo del 6%*) può determinare una diversa intercetta delle diverse rette in funzione dell'affettiva determinazione delle stesse da parte del soggetto collocatore. Ciò detto

²⁸ Le commissioni di vendita differita sono proposte in luogo delle commissioni di sottoscrizione o di rimborso e si caratterizzano per un andamento decrescente all'aumentare degli anni di permanenza dell'investitore nel fondo fino ad azzerarsi (solitamente intorno al quinto anno). Tali commissioni pertanto vengono applicate solo qualora l'investitore decida di disinvestire prima del suddetto periodo.

si evidenzia che nei grafici di seguito riportati le commissioni di sottoscrizione sono state applicate in termini di valore massimo.

- Il coefficiente angolare delle rette è determinato invece dalle commissioni continuative pari alla somma della commissione di gestione e dell'eventuale commissione di distribuzione.

Per semplicità di rappresentazione grafica appare opportuno precisare che laddove le commissioni di gestione si differenzino all'interno della stessa categoria di appartenenza le stesse sono state raffigurate o attraverso due rette che rappresentano, rispettivamente, il valore minimo (ad esempio: *classe A min*) e massimo (ad esempio: *classe A max*) dei suddetti oneri o attraverso un'unica retta rappresentante gli oneri medi (ad esempio: *classe A med*).

- I rendimenti realizzati nel tempo dai diversi comparti sono stati considerati per ipotesi pari a zero.

Da ultimo appare opportuno precisare che, ai fini di una maggiore significatività dell'analisi, i diversi comparti sono stati suddivisi in funzione della relativa politica di investimento nelle seguenti categorie di appartenenza:

- azionari;
- obbligazionari;
- bilanciati e flessibili;
- liquidità²⁹.

7.1 ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITA’” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI

Con riferimento a tale tipologia di classi risulta fondamentale la coerenza tra l'orizzonte temporale d'investimento del comparto, ovvero il tempo per il quale l'investimento è consigliato dal proponente, e la struttura commissionale delle classi.

Con ciò a dire che la convenienza di una classe rispetto all'altra dovrebbe “invertirsi” (c.d. punti di *break-even*) orientativamente entro la metà dell'orizzonte temporale d'investimento del comparto poiché, in caso contrario, significherebbe che la società offre una classe sempre più onerosa nell’*“holding period”* consigliato per l'investitore, il che invaliderebbe i presupposti per la definizione della stessa.

²⁹ A riguardo appare opportuno evidenziare che una parte non irrilevante degli OICR oggetto dell'analisi commercializza solamente alcune delle suddette categorie di comparti.

Pertanto la suddetta analisi è stata condotta considerando a titolo esemplificativo, per le diverse categorie di comparti, i seguenti *holding period*:

Categoria	Holding period	Break- even atteso
AZIONARI	4 - 8 anni	2 - 4 anni
OBBLIGAZIONARI	3 - 7 anni	1,5 - 3,5 anni
BILANCIATI E FLESSIBILI	4 - 8 anni	2 - 4 anni
LIQUIDITA'	0,5 - 1,5 anni	0,25 - 0,75 anno

Dalla tabella emerge che, affinché sia rispettata la coerenza tra *holding period dell'investimento* e la *struttura commissionale delle diverse classi* appare necessario, con riferimento ad esempio alla categoria azionaria (*holding period* compreso tra 4 e 8 anni), che la convenienza per l'investitore a sottoscrivere una classe rispetto ad un'altra si inverta all'interno di un intervallo temporale compreso orientativamente fra il 2° ed il 4° anno.

Passando in rassegna il dato complessivo rivelato dall'analisi emergono due distinte fattispecie critiche:

- l'assenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* tra le classi disponibili. Tale circostanza evidenzia che a prescindere dal periodo di detenzione dell'investimento esistono classi sempre più onerose rispetto ad altre;
- la presenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* non coerenti con l'“*holding period*“ consigliato per il singolo comparto.

Le suddette criticità, emerse come già detto attraverso l'esame grafico, sono sintetizzate con riferimento a ciascun OICR nella tabella riportata a pagina seguente:

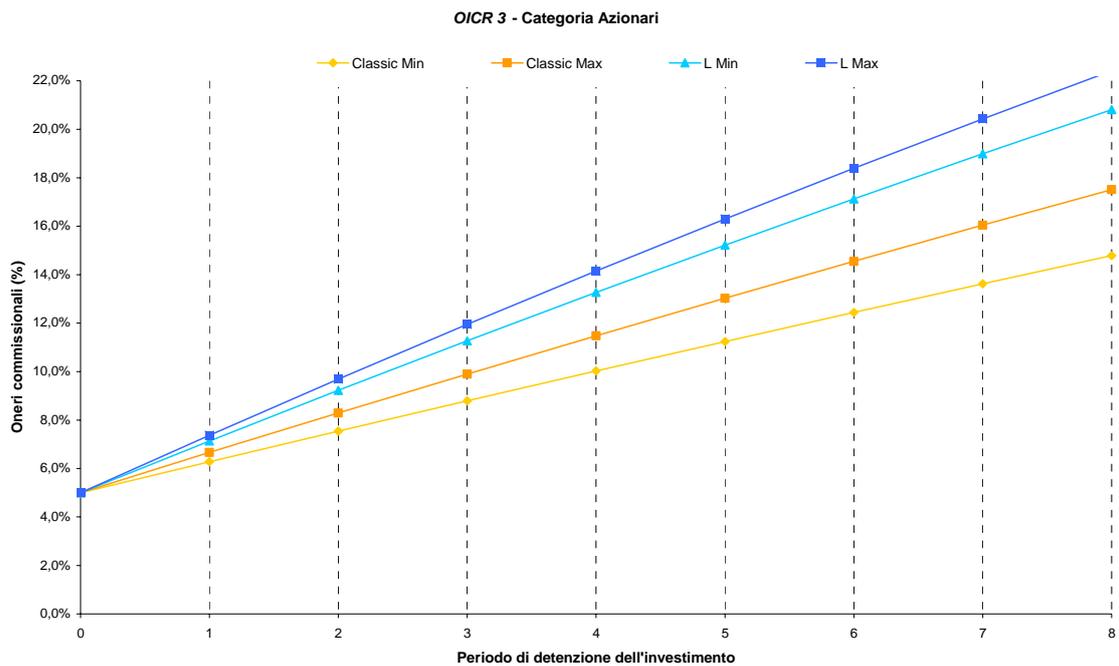
Tav. 19 - Classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni

<i>OICR</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>Livello di criticità</i>
<i>OICR 2</i>	Azionari	1	2	A - C	NESSUNO (break-even = 2,5 anni)
	Bilanciati e Flessibili	16			NESSUNO (break-even = 4 anni)
<i>OICR 3</i>	Azionari	34	2	Classic - L	ALTO (no break-even: dominanza della classe L sulla classe Classic)
	Obbligazionari	23			ALTO (break-even \geq 10 anni)
	Bilanciati e Flessibili	4			ALTO (no break-even: dominanza della classe L sulla classe Classic)
	Liquidità	8			ALTO (no break-even: dominanza della classe L sulla classe Classic)
<i>OICR 4</i>	Azionari	35	2	A - N	MEDIO (break-even = 5 anni)
	Obbligazionari	12			MEDIO (break-even = 5 anni)
	Bilanciati e Flessibili	3			MEDIO - ALTO (break-even = 6 anni)
	Liquidità	2			ALTO (break-even = 5 anni)
<i>OICR 5</i>	Azionari	19	2	A - E	NESSUNO (break-even = 3 anni)
	Obbligazionari	6			MEDIO (break-even = 5 anni)
	Bilanciati e Flessibili	2			NESSUNO (break-even = 2 anni)
	Liquidità	2			ALTO (no break-even: dominanza della classe E sulla classe A)
<i>OICR 6</i>	Azionari	21	2	L - S	MEDIO - ALTO (break-even = 6 anni)
	Obbligazionari	9			ALTO (break-even \geq 10 anni)
	Bilanciati e Flessibili	2			ALTO (break-even \geq 10 anni)
	Liquidità	2			ALTO (no break-even: dominanza della classe L sulla classe S)

Di seguito, a titolo esemplificativo, si riporta l'esame grafico dei costi relativi alla sottoscrizione delle azioni di *OICR 3* e di *OICR 6*.

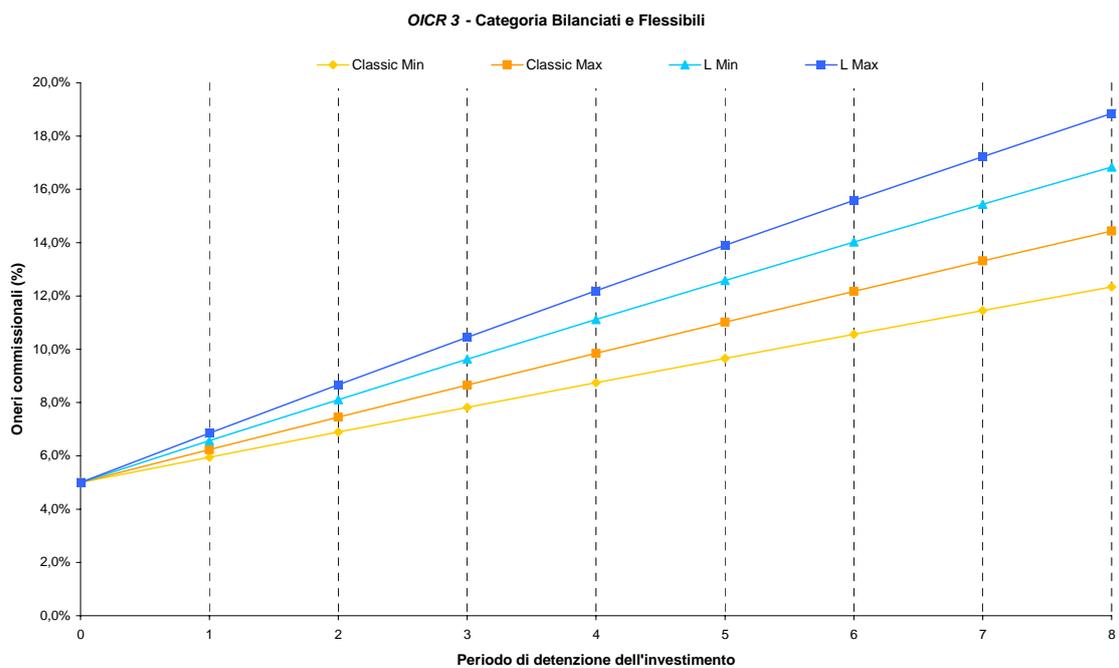
OICR 3

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di rimborso unica	Max commissione di distribuzione
AZIONARI	Classic	5,00%	1,75%	1,35%	-	-
	L	-	1,75%	1,50%	5,00%	0,75%



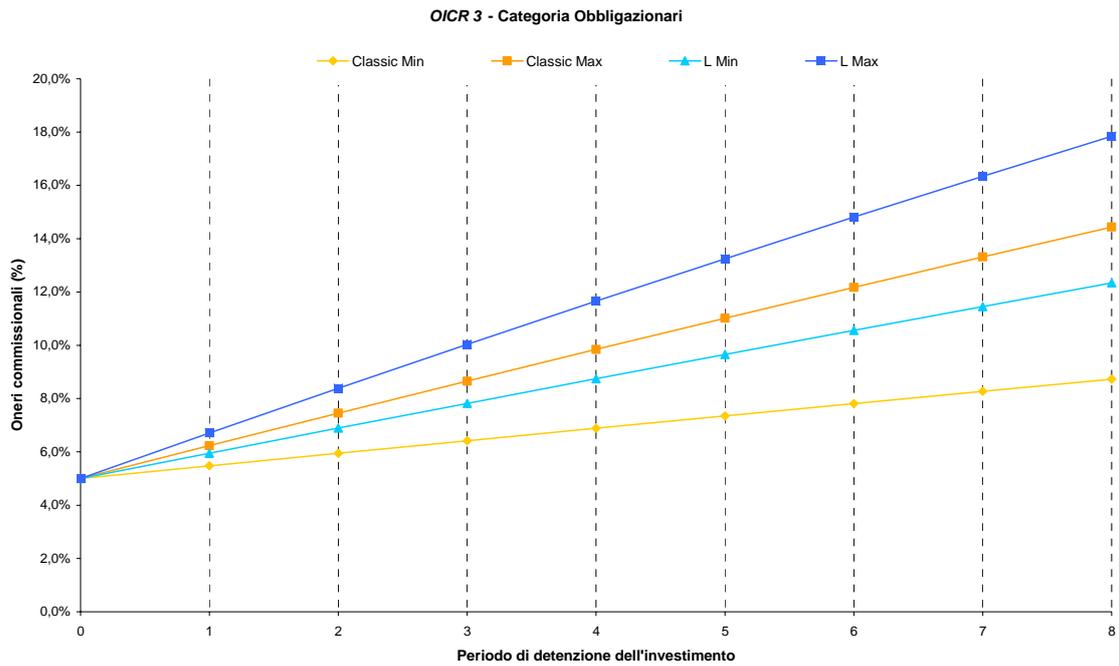
no break-even (dominanza della classe L sulla classe Classic)

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di rimborso unica	Max commissione di distribuzione
BILANCIATI E FLESSIBILI	Classic	5,00%	1,30%	1,00%	-	-
	L	-	1,30%	1,00%	5,00%	0,65%



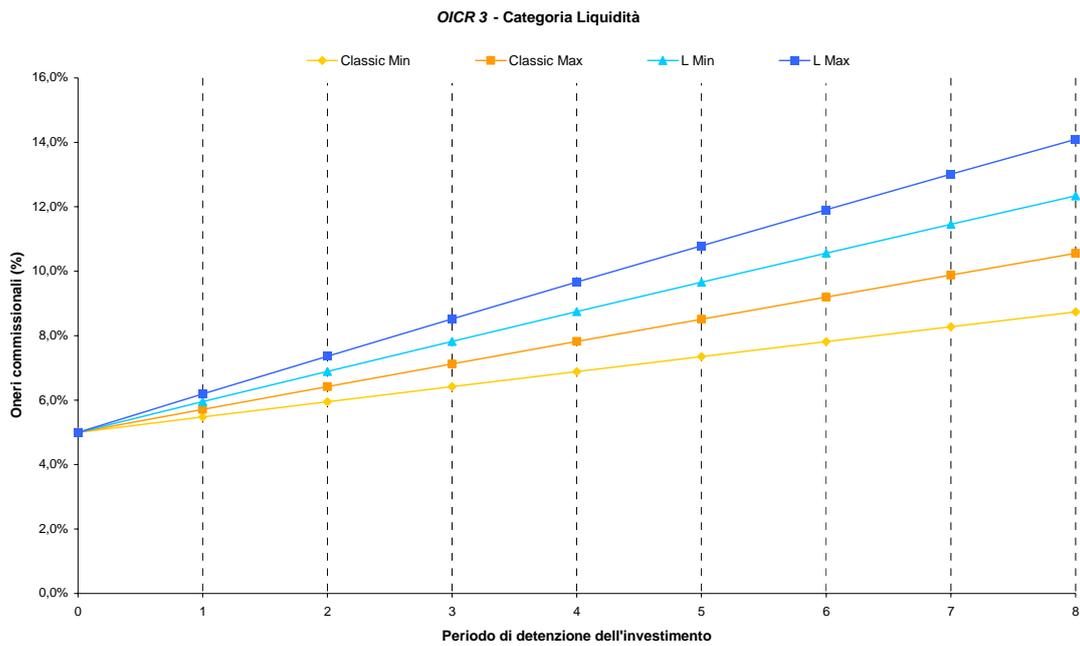
no break-even (dominanza della classe L sulla classe Classic)

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di rimborso unica	Max commissione di distribuzione
OBBLIGAZIONARI	Classic	5,00%	1,30%	0,50%	-	-
	L	-	1,30%	0,50%	5,00%	0,50%



break-even ≥ 10 anni

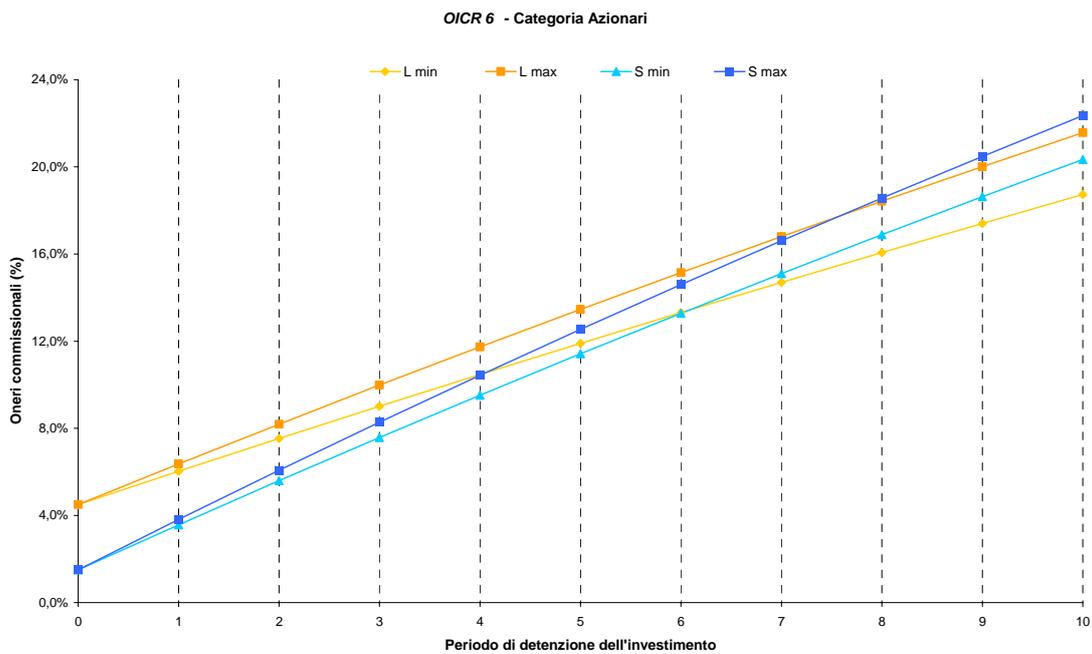
Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di rimborso unica	Max commissione di distribuzione
LIQUIDITA'	Classic	5,00%	0,75%	0,50%	-	-
	L	-	0,75%	0,50%	5,00%	0,50%



no break-even (dominanza della classe L sulla classe Classic)

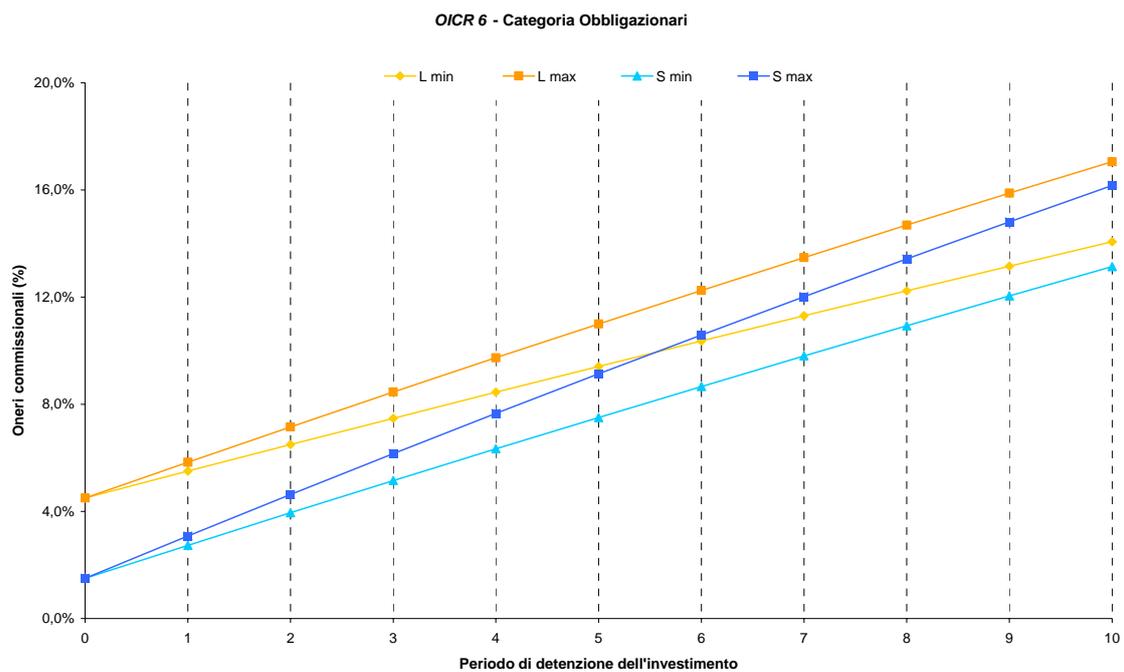
OICR 6

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
AZIONARI	L	4,50%	1,95%	1,60%
	S	1,50%	2,35%	2,10%



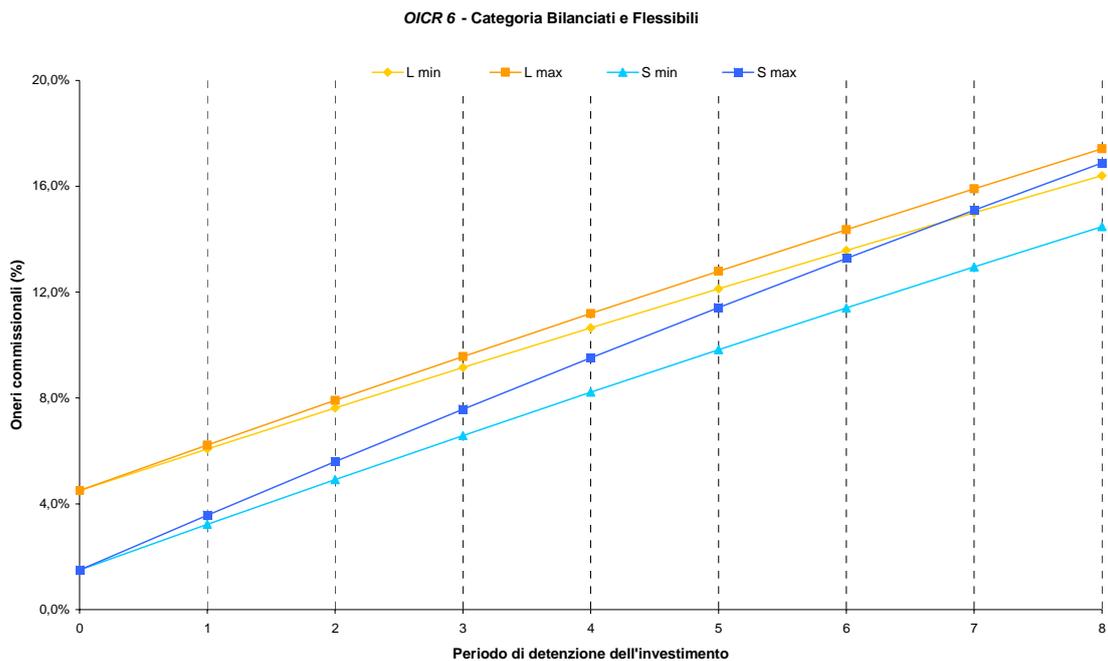
break-even = 6 anni

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
OBBLIGAZIONARI	L	4,50%	1,40%	1,05%
	S	1,50%	1,60%	1,25%



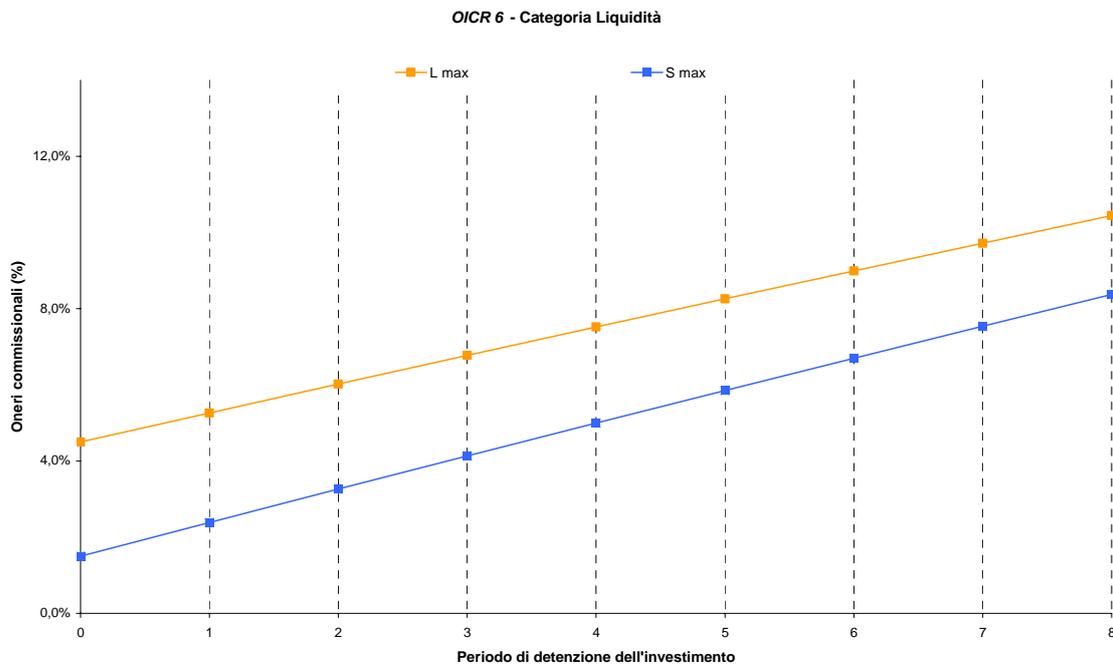
break-even ≥ 10 anni

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
BILANCIATI E FLESSIBILI	L	4,50%	1,80%	1,65%
	S	1,50%	2,10%	1,75%



break-even ≥ 10 anni

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
LIQUIDITA'	L	4,50%	0,80%	0,60%
	S	1,50%	0,90%	0,70%



no break-even (dominanza della classe L sulla classe S)

7.2 ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER SOGLIE DI INVESTIMENTO

Con riferimento a tale tipologia di classi risulta fondamentale verificare la correlazione inversa fra il regime commissionale previsto per le diverse classi e l'importo sottoscritto dall'investitore.

Con ciò a dire che l'onerosità di una classe rispetto all'altra dovrebbe "diminuire" all'aumentare dell'importo sottoscritto dall'investitore ed a prescindere dal periodo di detenzione dell'investimento.

L'analisi è stata quindi condotta al fine di evidenziare la "maggiore" onerosità e quindi la "dominanza" delle classi caratterizzate dai minori importi di sottoscrizione per qualsiasi orizzonte temporale d'investimento.

Passando in rassegna il dato complessivo emerge la seguente fattispecie critica:

- la presenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* nonostante le classi siano caratterizzate da differenti importi di sottoscrizione.

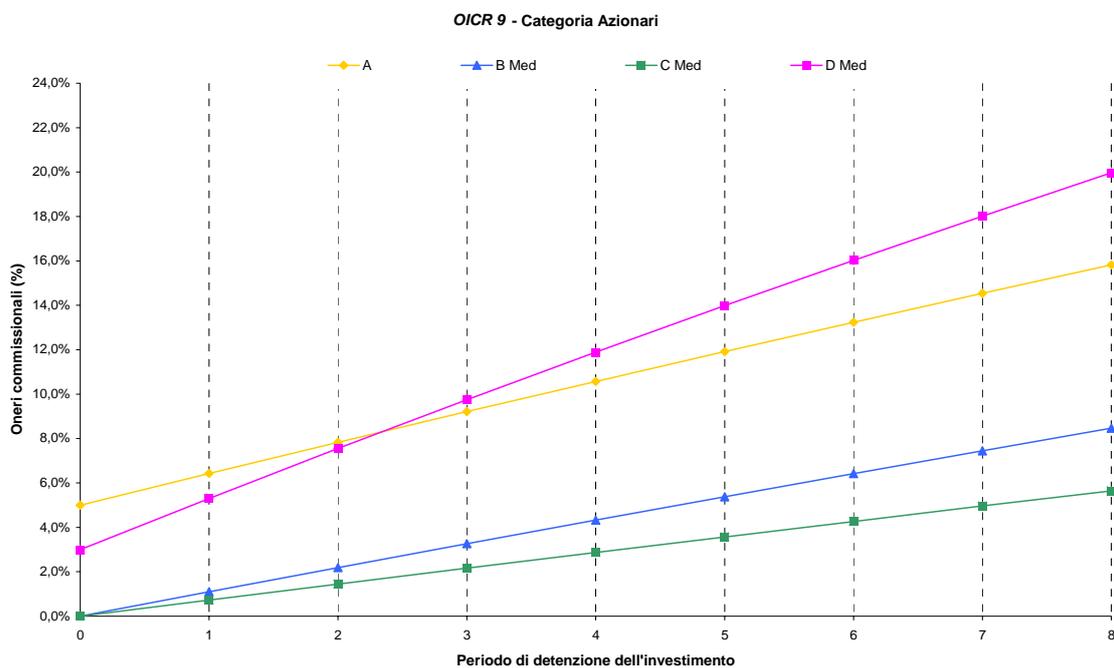
Le suddette criticità sono sintetizzate con riferimento a ciascun OICR nella tabella riportata a pagina seguente:

Tav. 20 - Classi differenziate per soglie di investimento					
OICR	Categoria	Numero comparti per categoria	N. classi per categoria	Denominazione classe	Livello di criticità
OICR 7	Azionari	17	2	A - B	NESSUNO
	Obbligazionari	6			NESSUNO
OICR 8	Bilanciati e Flessibili	3	2	A - C	ALTO (<i>break-even</i> ≥ 10 anni)
OICR 9	Azionari	47	6	A Acc. - A	ALTO [<i>break-even</i> (classe A - classe B) = 2,5 anni]; altre classi:OK
	Obbligazionari	8		Distr. - B Acc. - C Acc. - D Acc.	ALTO [<i>break-even</i> (classe A - classe B) = 1 anno]; altre classi:OK
	Bilanciati e Flessibili	2		X Acc	ALTO [<i>break-even</i> (classe A - classe B) = 4,5 anni]; altre classi:OK

Di seguito, a titolo di esemplificativo, si riportano graficamente i costi relativi alla sottoscrizione delle azioni di OICR 9.

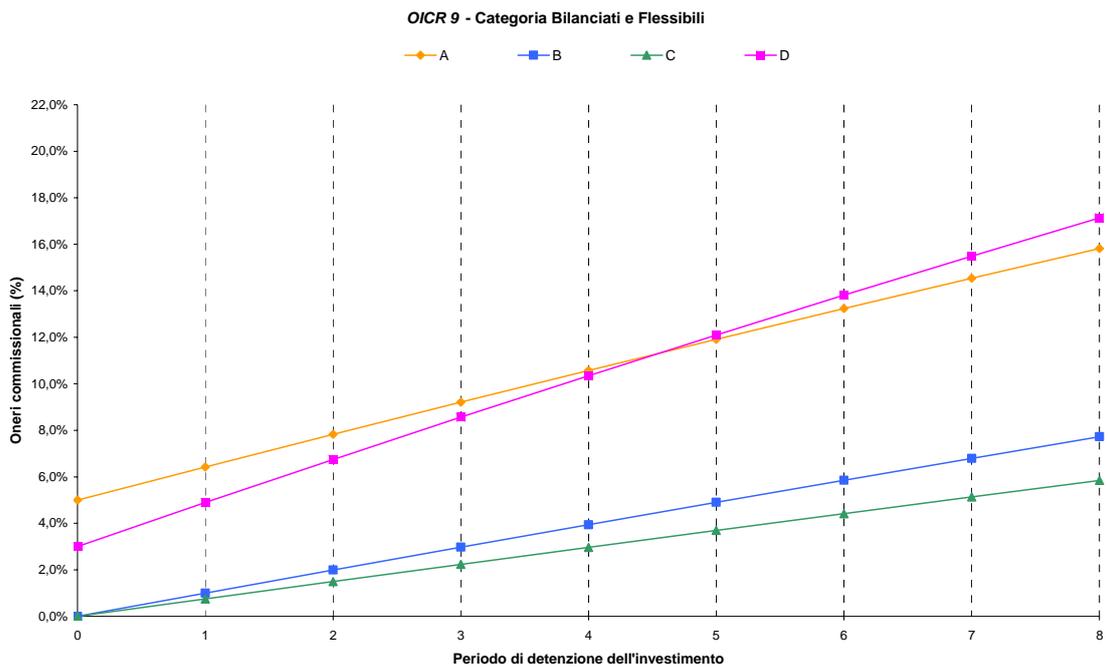
OICR 9

Categoria	Classe	Importo minimo di sottoscrizione (€)	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
AZIONARI	A	25.000	5,00%	1,50%	1,50%
	B	5.000.000	-	1,25%	0,95%
	C	10.000.000	-	0,85%	0,60%
	D	5.000	3,00%	2,50%	2,25%



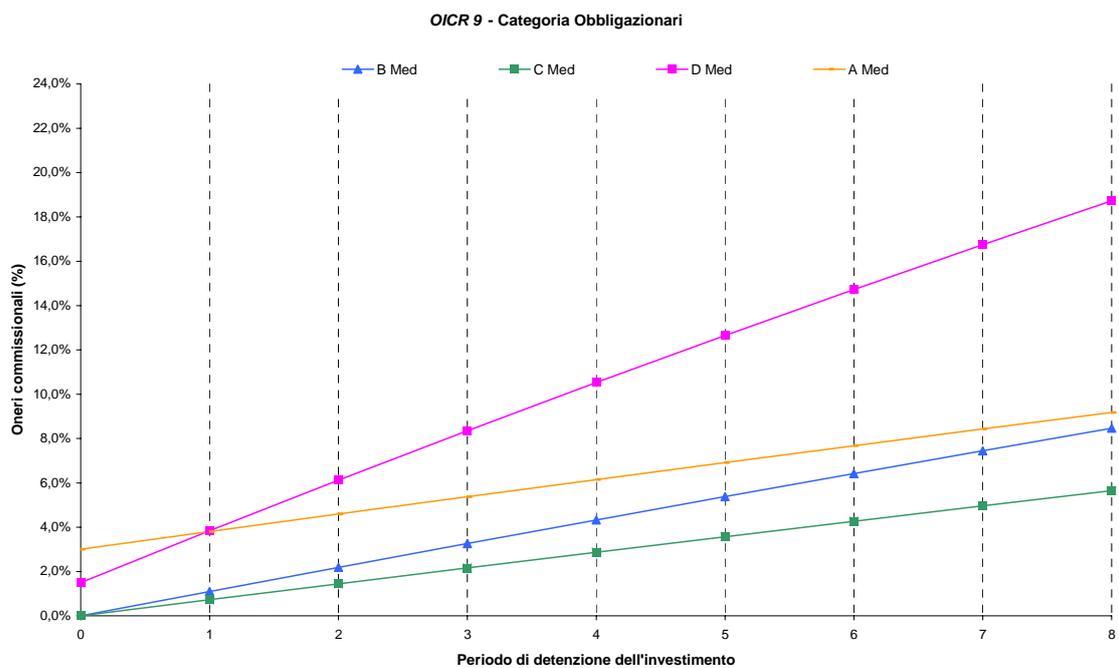
break-even (classe A - classe D) = 2,5 anni; altre classi:OK

Categoria	Classe	Importo minimo di sottoscrizione (€)	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
BILANCIATI E FLESSIBILI	A	25.000	5,00%	1,50%	1,45%
	B	5.000.000	-	1,00%	0,90%
	C	10.000.000	-	0,75%	0,75%
	D	5.000	3,00%	1,95%	1,95%



break-even (classe A - classe D) = 4,5 anni; altre classi:OK

Categoria	Classe	Importo minimo di sottoscrizione (€)	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
OBBLIGAZIONARI	A	25.000	3,00%	1,25%	0,40%
	B	5.000.000	-	1,00%	0,60%
	C	10.000.000	-	0,75%	0,15%
	D	5.000	1,50%	1,85%	0,50%



break-even (classe A - classe D) = 1 anno; altre classi:OK

7.3 ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER CANALE DISTRIBUTIVO

Con riferimento a tale tipologia di classi ed alla luce delle rilevanti criticità emerse anche dall'analisi sulla disclosure risulta interessante analizzare l'andamento nel tempo dei costi relativi alle diverse classi al fine di poter svolgere qualche riflessione in merito al loro "utilità".

Passando in rassegna il dato complessivo rivelato dall'analisi emergono le seguenti peculiarità:

- *le classi riservate a determinati collocatori* (di seguito riservate), ad eccezione di *OICR 12* e del solo comparto liquidità di *OICR 11*, si caratterizzano per una struttura commissionale meno onerosa per orizzonti temporali di investimento generalmente inferiori ai 6 anni. In altre parole per l'investitore è più conveniente sottoscrivere dette classi qualora il suo *holding period* sia inferiore ai sei anni.
- nel caso di *OICR 12* e del solo comparto liquidità di *OICR 11* emerge invece la "dominanza" delle classi "riservate" rispetto alle altre. In altre parole per l'investitore non è mai conveniente sottoscrivere dette classi.

Le suddette peculiarità, emerse come già detto attraverso l'analisi grafica, sono sintetizzate con riferimento a ciascun OICR nella tabella di seguito riportata:

Tav. 21 - Classi differenziate per canale distributivo

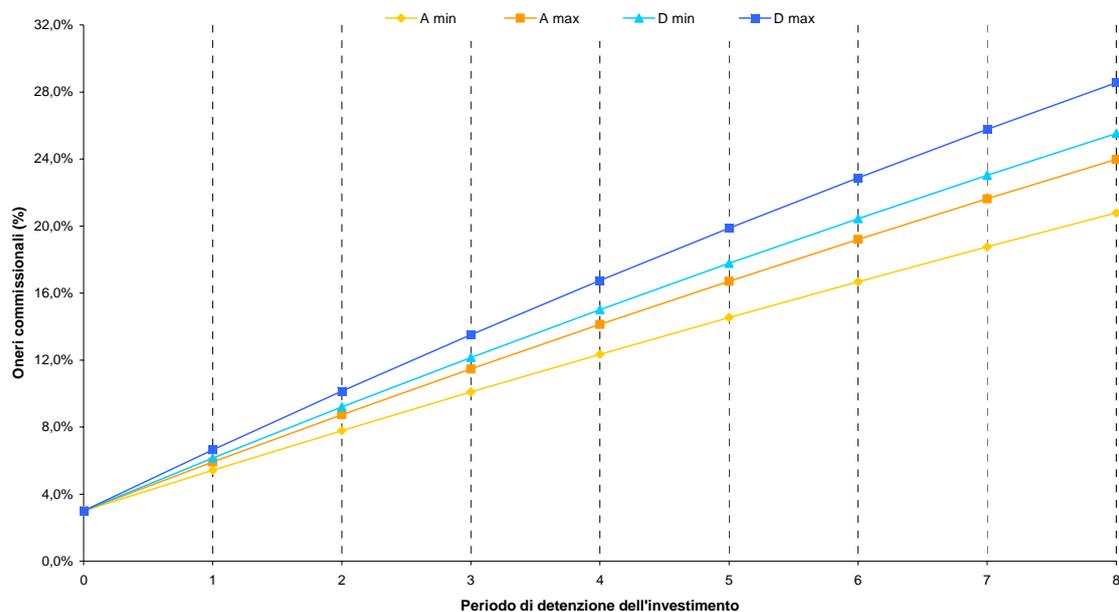
<i>OICR</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparti per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>Livello di criticità</i>
<i>OICR 10</i>	Azionari	27	2	C - N	<i>ALTO (break-even = 6 anni)</i>
<i>OICR 11</i>	Azionari	35	3	A - B - E	<i>MEDIO [break-even (classe B - classe E) = 6 anni; break-even (classe B - classe A) = 5 anni; break-even (classe A - classe E) = 4 anni]</i>
	Obbligazionari	15			<i>ALTO [break-even (classe B - classe E) = 6 anni; break-even (classe B - classe A) = 5 anni; break-even (classe A - classe E) = 4 anni]</i>
	Bilanciati e Flessibili	5			<i>MEDIO [break-even (classe B - classe E) = 6 anni; break-even (classe B - classe A) = 5 anni; break-even (classe A - classe E) = 4 anni]</i>
	Liquidità	3			<i>ALTO (no break-even: dominanza della classe E sulla classe A e B)</i>
<i>OICR 12</i>	Azionari	34	2	A - D	<i>ALTO (no break-even: dominanza della classe D sulla classe A)</i>
	Obbligazionari	17			<i>ALTO (no break-even: dominanza della classe D sulla classe A)</i>
	Liquidità	2			<i>ALTO (no break-even: dominanza della classe D sulla classe A)</i>
<i>OICR 13</i>	Azionari	52	2	A Distr. - E Acc.	<i>ALTO (break-even = 7 anni)</i>
	Obbligazionari	8			<i>ALTO (break-even ≥ 10 anni)</i>
<i>OICR 14</i>	Azionari	34	2	A - E	<i>MEDIO (break-even = 5 anni)</i>
	Obbligazionari	12			<i>ALTO (break-even = 8,5 anni)</i>
<i>OICR 15</i>	Azionari	27	2	E - F	<i>ALTO (break-even = 6,5 anni)</i>
	Obbligazionari	25			<i>ALTO (break-even ≥ 9 anni)</i>
	Bilanciati e Flessibili	4			<i>NESSUNO (break-even = 3,5 anni)</i>

Di seguito, a titolo di esemplificativo, si riporta l'analisi grafica dei costi relativi alla sottoscrizione delle azioni di *OICR 12*, di *OICR 13* e di *OICR 14*.

OICR 12

<i>Categoria</i>	<i>Classe</i>	<i>Max commissioni di sottoscrizione</i>	<i>Max commissioni di gestione</i>	<i>Min commissioni di gestione</i>	<i>Max commissione di distribuzione</i>
AZIONARI	A	3,00%	2,00%	1,50%	-
	D	3,00%	2,00%	1,50%	0,75%

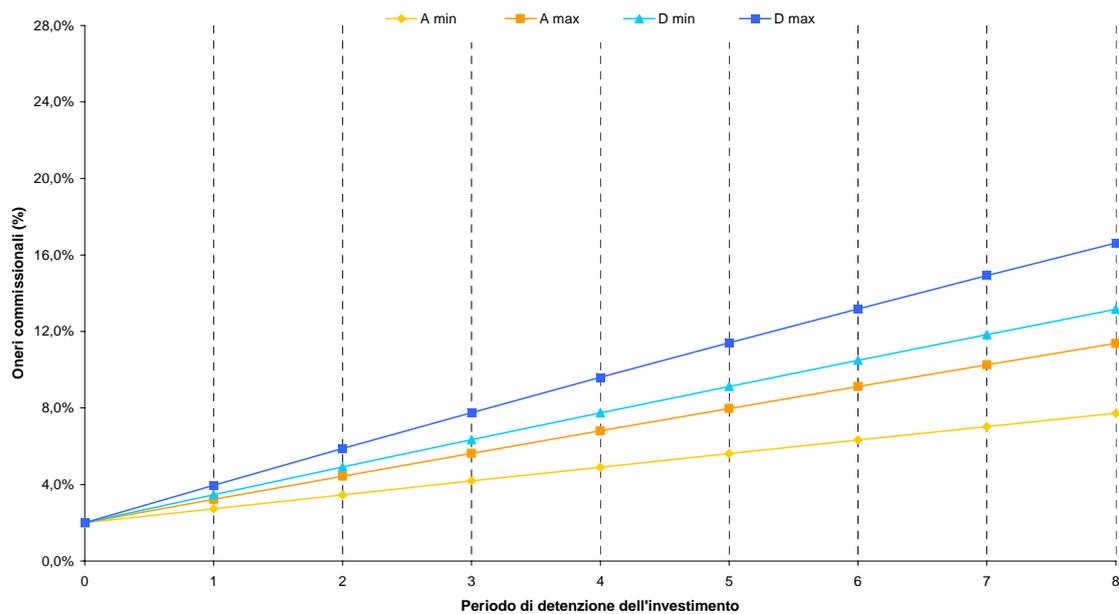
OICR 12 - Categoria Azionari



no break-even (dominanza della classe D sulla classe A)

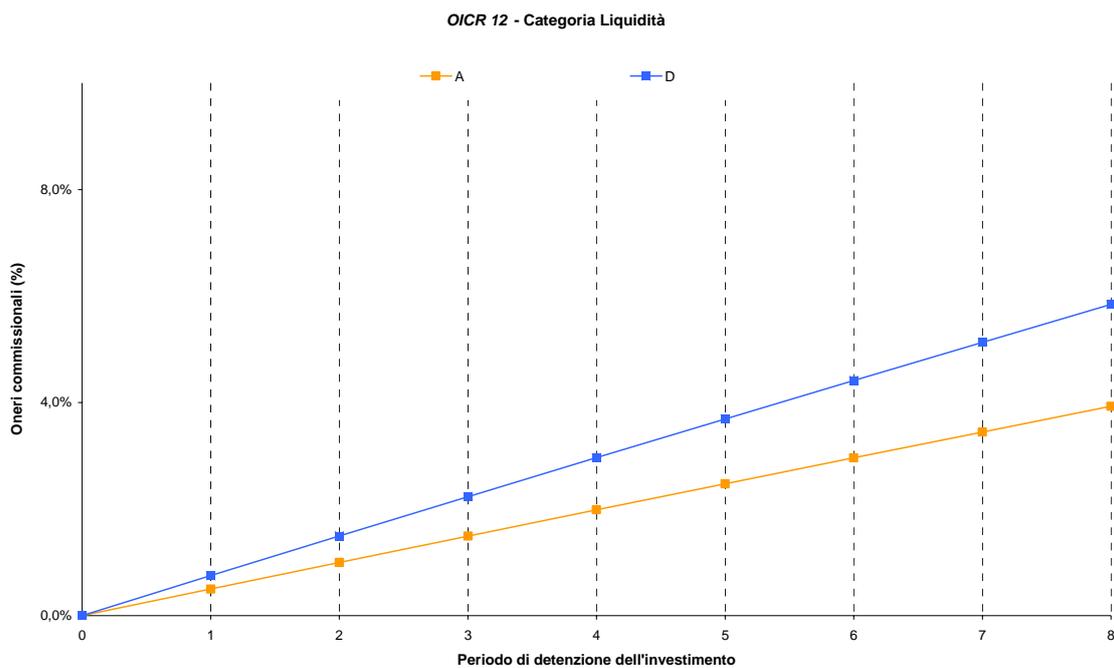
Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
OBBLIGAZIONARI	A	2,00%	1,25%	0,75%	-
	D	2,00%	1,25%	0,75%	0,75%

OICR 12 - Categoria Obbligazionari



no break-even (dominanza della classe D sulla classe A)

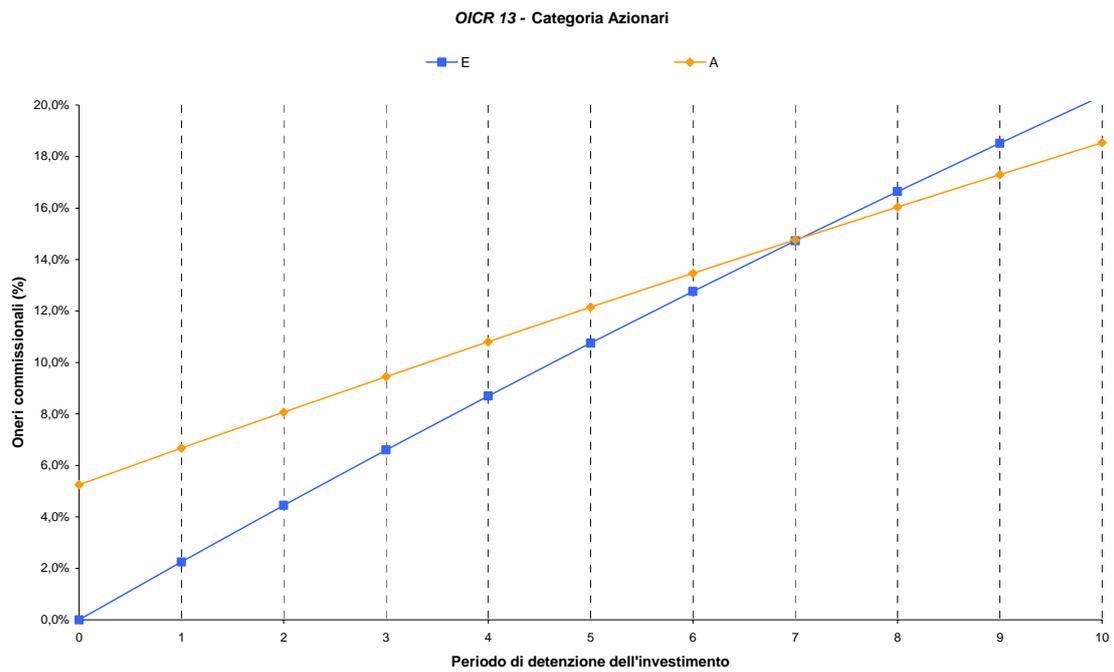
Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
LIQUIDITA'	A	-	0,50%	0,50%	-
	D	-	0,50%	0,50%	0,25%



no break-even (dominanza della classe D sulla classe A)

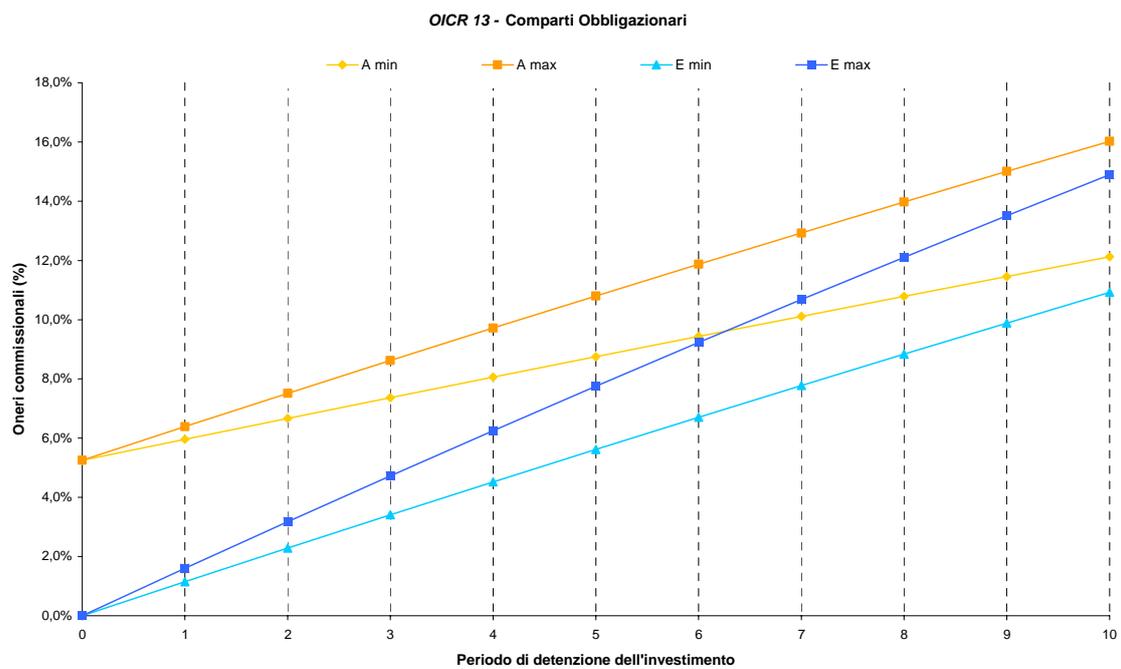
OICR 13

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
AZIONARI	A	5,25%	1,50%	1,50%	-
	E	-	1,50%	1,50%	0,75%



break-even = 7 anni

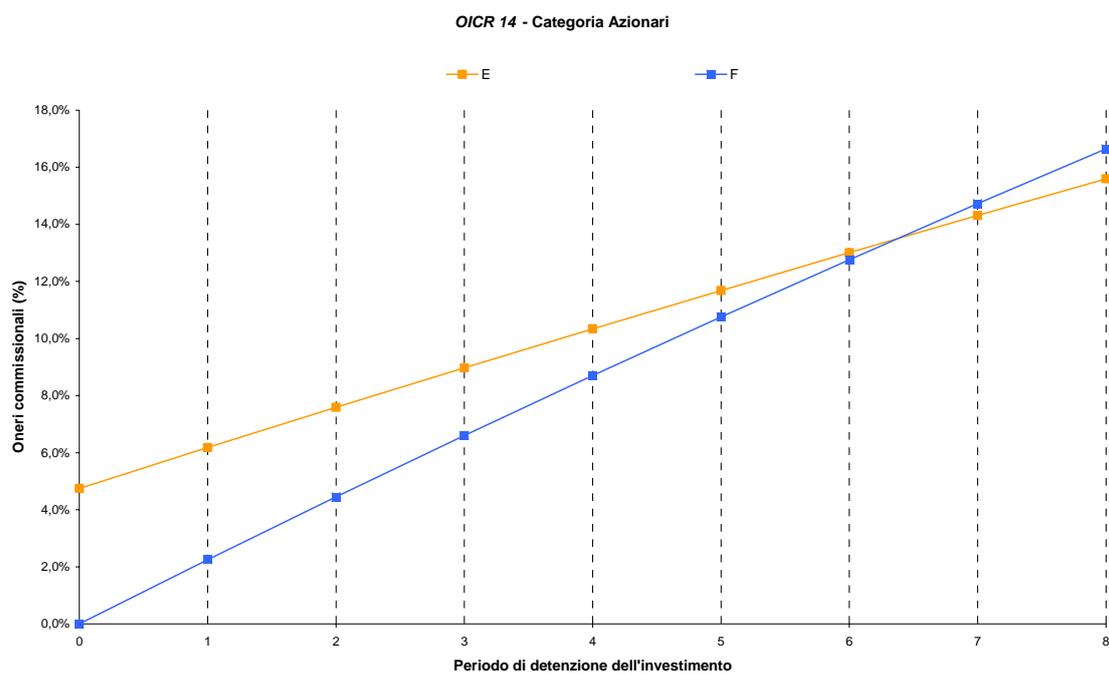
Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
OBBLIGAZIONARI	A	5,25%	1,20%	0,75%	-
	E	-	1,20%	0,75%	0,40%



break-even ≥ 10 anni

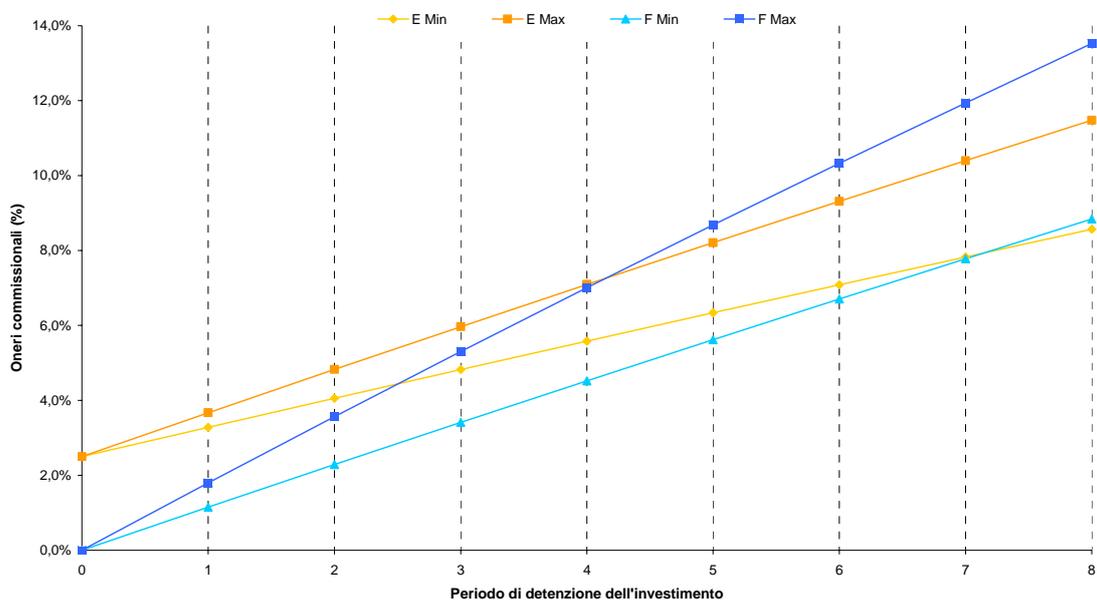
OICR 14

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
AZIONARI	E	4,75%	1,50%	1,50%
	F	-	2,25%	2,25%



Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
OBBLIGAZIONARI	E	2,50%	1,20%	0,80%
	F	-	1,80%	1,15%

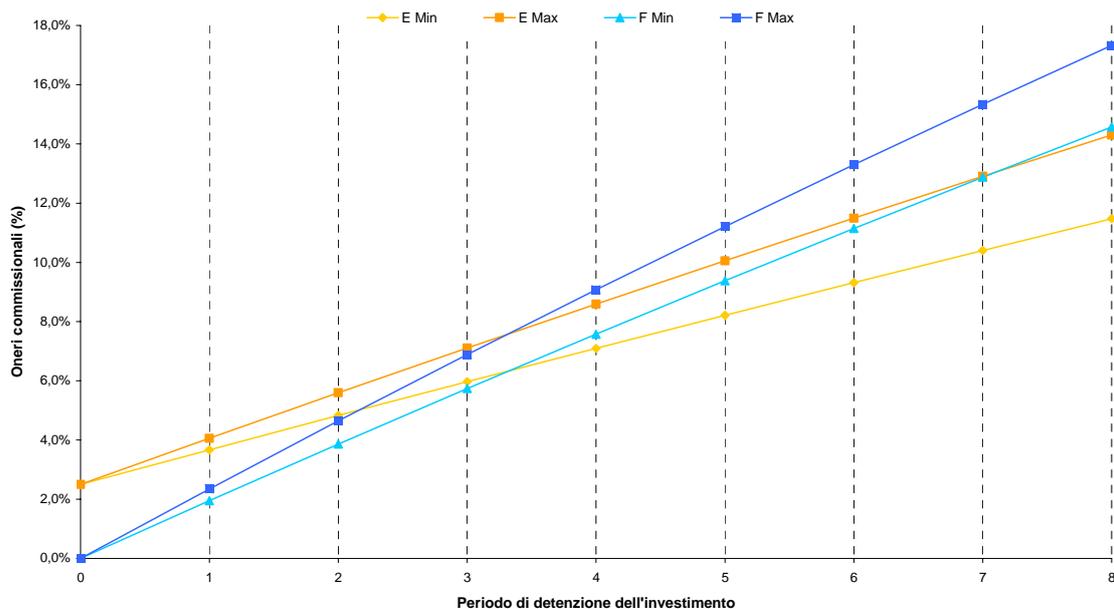
OICR 14 - Categoria Obbligazionari



break-even ≥ 9 anni

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione
BILANCIATI E FLESSIBILI	E	2,50%	1,60%	1,20%
	F	-	2,35%	1,95%

OICR 14 - Categoria Bilanciati e Flessibili



break-even = 3,5 anni

7.4 ANALISI DELLE CLASSI DIFFERENZIATE PER CATEGORIA DI INVESTITORI

Con riferimento a tale tipologia di classi risulta opportuno verificare la presenza di un regime commissionale “meno” oneroso per gli investitori istituzionali rispetto agli investitori retail.

L’analisi è stata quindi condotta al fine di evidenziare in un determinato arco temporale l’andamento delle strutture commissionali definite per le diverse tipologie di classi.

L’analisi ha confermato la relazione suddetta e pertanto, come riportato nella tabella seguente, non sono emersi profili di criticità.

Tav. 22 - Classi differenziate per categorie di investitori					
OICR	Categoria	Numero comparti per categoria	N. classi per categoria	Denominazione classe	Livello di criticità
OICR 1	Azionari	13	4	A Acc. - A Distr. - B Acc. - B Distr.	NESSUNO
	Obbligazionari	5			
	Bilanciati e Flessibili	1			
	Liquidità	2			

7.5 ANALISI DELLE COMBINAZIONI DI CLASSI: CLASSI DIFFERENZIATE PER “MODALITÀ” DI PAGAMENTO DELLE COMMISSIONI E PER SOGLIE DI INVESTIMENTO.

Relativamente a tale tipologia di classe valgono le considerazioni già svolte nei paragrafi precedenti (cfr. precedenti paragrafi 7.1 e 7.2).

Passando in rassegna il dato complessivo rivelato dall’analisi emergono le seguenti fattispecie critiche:

1. per le classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni si evidenzia:
 - l’assenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* tra le classi disponibili. Tale circostanza evidenzia che a prescindere dal periodo di detenzione dell’investimento esistono classi più onerose rispetto ad altre;
 - la presenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* non coerenti con l’“*holding period* “ consigliato per il singolo comparto;
2. per le classi differenziate per soglie di investimento si evidenzia invece:
 - la presenza, per determinate categorie di comparti, di punti di *break-even* con le classi differenziate per modalità di pagamento delle commissioni.

Tale circostanza, emersa nel caso di *OICR 19* e di *OICR 17*, non conferma, a prescindere dal periodo di detenzione dell'investimento, la minore onerosità delle classi in oggetto rispetto all'altra tipologia di classi.

Le suddette criticità sono sintetizzate con riferimento a ciascun OICR nella tabella di seguito riportata:

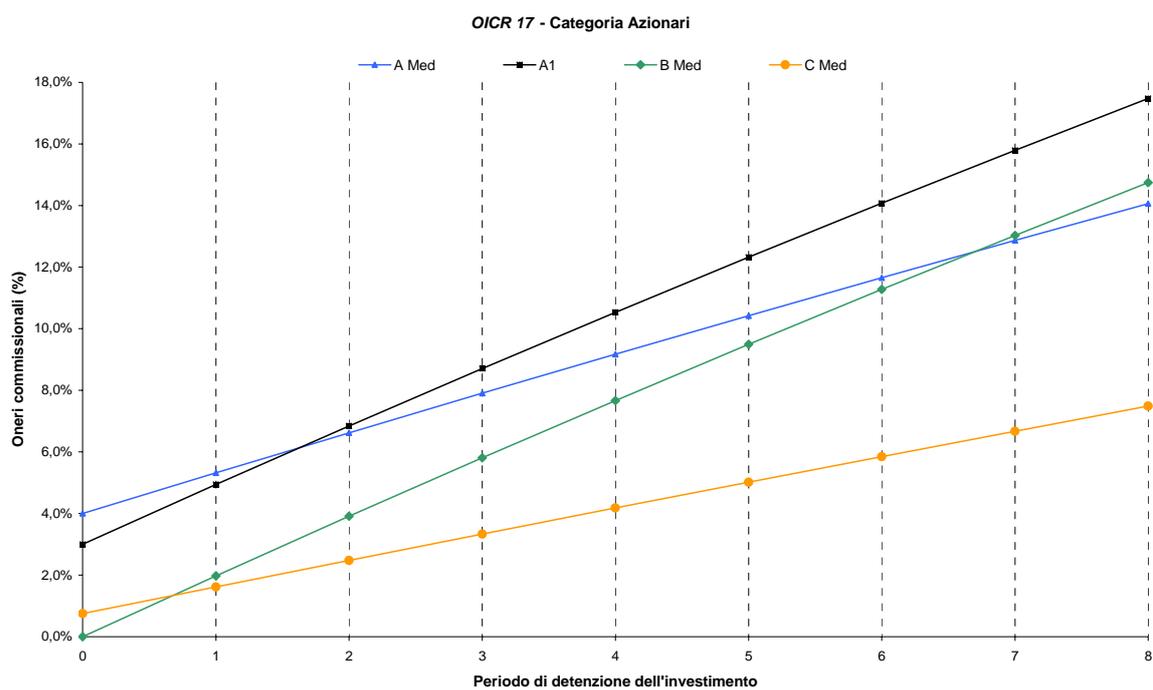
<i>Tav. 23 - Classi combinate: classi differenziate per "modalità" di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento</i>					
<i>OICR</i>	<i>Categoria</i>	<i>Numero comparati per categoria</i>	<i>N. classi per categoria</i>	<i>Denominazione classe</i>	<i>Livello di criticità</i>
<i>OICR 16</i>	Azionari	19	3	FC - LC - NC	<i>ALTO [break-even (classe LC - classe NC) = 7 anni]; altra classe: OK</i>
	Obbligazionari	15			<i>ALTO [break-even (classe LC - classe NC) ≥ 10 anni]; altra classe:OK</i>
	Bilanciati e Flessibili	2			<i>ALTO [break-even (classe LC - classe NC) = 8 anni]; altra classe:OK</i>
	Liquidità	2	2	FC - NC	<i>NESSUNO</i>
<i>OICR 17</i>	Azionari	39	4	A - A1 - B - C	<i>ALTO [break-even (classe A - classe A1) = 1,5 anni; break-even (classe A - classe B) = 6,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even]; classe C: OK</i>
	Obbligazionari	15			<i>ALTO [break-even (classe A - classe A1) = 2 anni; break-even (classe A - classe B) = 7,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even]; classe C: OK</i>
	Bilanciati e Flessibili	1			<i>ALTO [break-even (classe A - classe A1) = 1,5 anni; break-even (classe A - classe B) = 6,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even]; classe C: OK</i>
	Liquidità	2			<i>ALTO [break-even (classe A - classe A1) = 2 anni; classe A - classe B: no break-even; classe A1 - classe B: no break-even]; classe C: OK</i>
<i>OICR 18</i>	Azionari	26	3	A - B - I	<i>BASSO [break-even (classe A - classe B) = 4 anni]; altra classe:OK</i>
	Obbligazionari	10			<i>ALTO [no break-even: dominanza della classe B sulla classe A]; classe I: OK</i>
	Bilanciati e Flessibili	2			<i>MEDIO [break-even (classe A - classe B) = 4,5 anni]; classe I: OK</i>
<i>OICR 19</i>	Azionari	30	3	A - F - P	<i>ALTO [break-even (classe A - classe F) = 3,5 anni; break-even (classe P - classe F) = 2,5 anni]</i>
	Obbligazionari	17			<i>ALTO [break-even (classe A - classe F) = 4,5 anni; break-even (classe P - classe F) = 3 anni]</i>
	Liquidità	2	2	A - F	<i>ALTO (no break-even: dominanza della classe F sulla classe A)</i>

Di seguito, a titolo di esemplificativo, si riporta l'analisi grafica dei costi relativi alla sottoscrizione delle azioni di *OICR 17*.

OICR 17

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
AZIONARI	A	4,00%	1,50%	1,25%	-
	A1	3,00%	1,50%	1,50%	0,50%
	B	-	1,50%	1,25%	0,60%
	C*	0,75%	1,00%	0,75%	-

* Classe con soglia minima di sottoscrizione

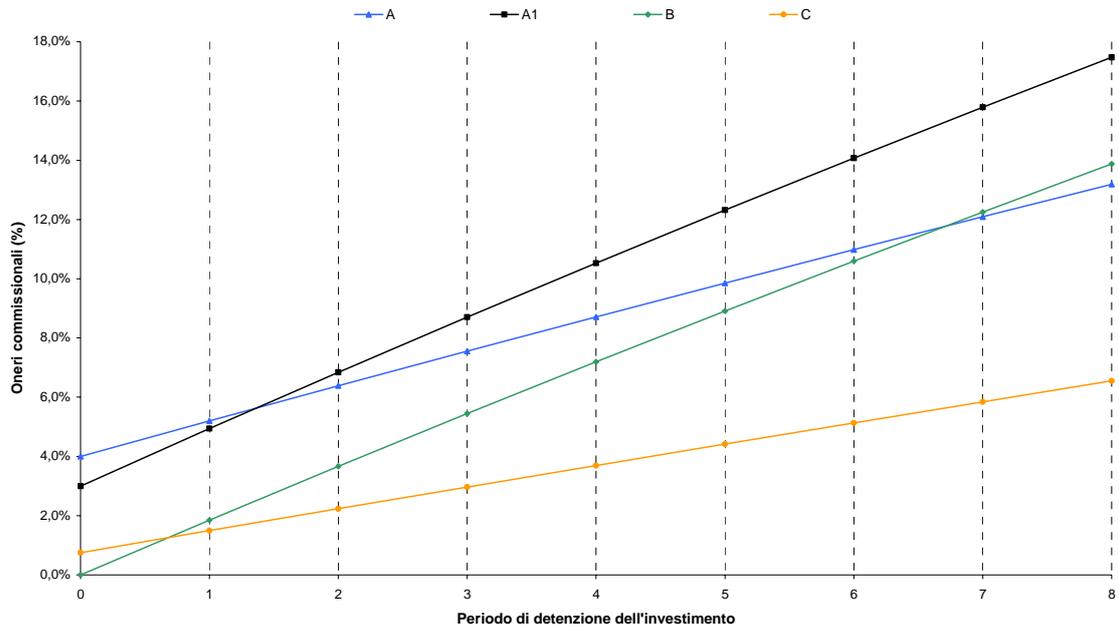


break-even (classe A - classe A1) = 1,5 anni; break-even (classe A - classe B) = 6,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even; break-even (classe C - classe B) = 1 anno

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
BILANCIATI E FLESSIBILI	A	4,00%	1,25%	1,25%	-
	A1	3,00%	1,50%	1,50%	0,50%
	B	-	1,25%	1,25%	0,60%
	C*	0,75%	0,75%	0,75%	-

* Classe con soglia minima di sottoscrizione

OICR 17 - Categoria Bilanciati e Flessibili

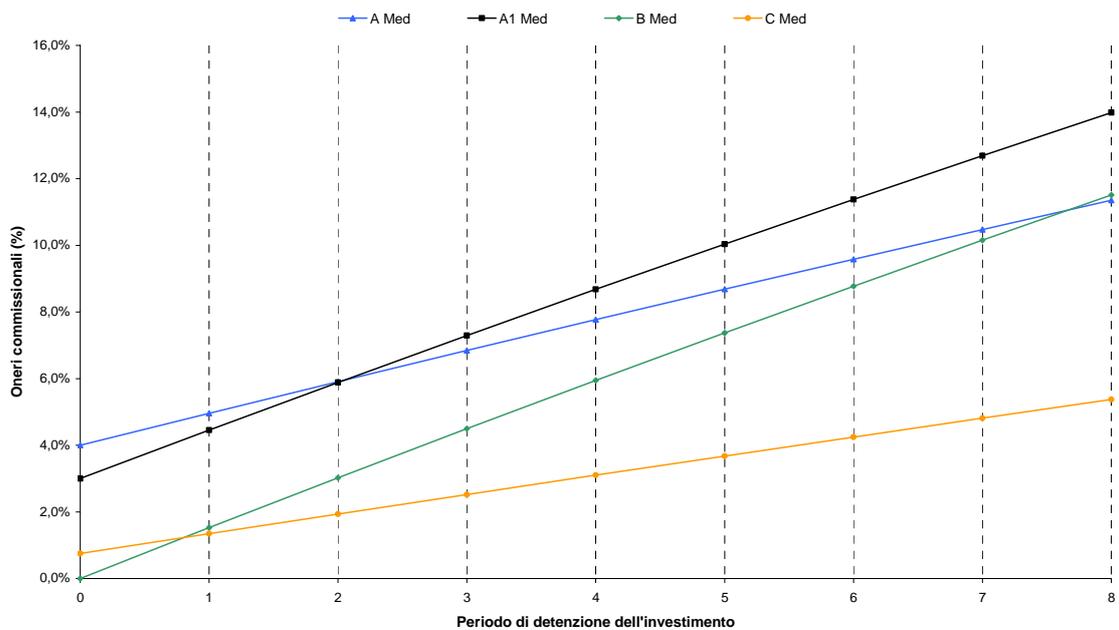


break-even (classe A - classe A1) = 1,5 anni; break-even (classe A - classe B) = 6,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even; break-even (classe C - classe B) = 1 anno

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
OBBLIGAZIONARI	A	4,00%	1,50%	0,50%	-
	A1	3,00%	1,50%	0,50%	0,50%
	B	-	1,50%	0,50%	0,55%
	C*	0,75%	1,00%	0,20%	-

* Classe con soglia minima di sottoscrizione

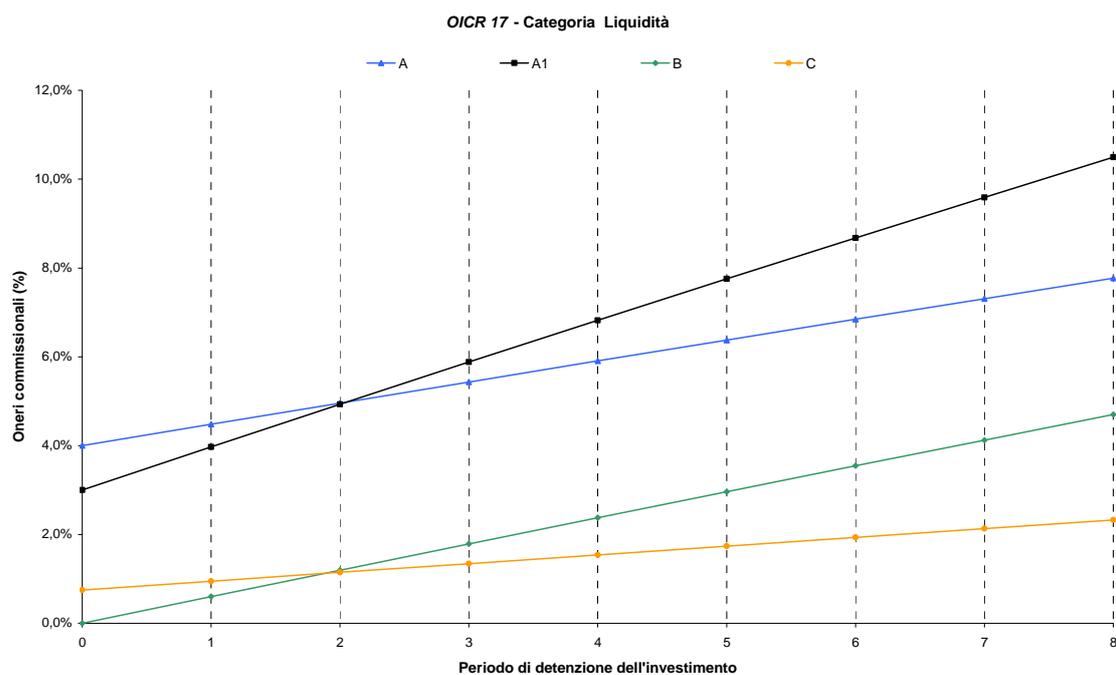
OICR 17 - Categoria Obbligazionari



break-even (classe A - classe A1) = 2 anni; break-even (classe A - classe B) = 7,5 anni; classe A1 - classe B: no break-even; break-even (classe C - classe B) = 1 anno

Categoria	Classe	Max commissioni di sottoscrizione	Max commissioni di gestione	Min commissioni di gestione	Max commissione di distribuzione
LIQUIDITA'	A	4,00%	0,50%	0,50%	-
	A1	3,00%	0,50%	0,50%	0,50%
	B	-	0,50%	0,50%	0,10%
	C*	0,75%	0,20%	0,20%	-

* Classe con soglia minima di sottoscrizione



break-even (classe A - classe A1) = 2 anni; classe A - classe B: no break-even; classe A1 - classe B: no break-even; break-even (classe C - classe B) = 2 anni

8. RETI DISTRIBUTIVE: POSSIBILI PROFILI DI CRITICITA'

Nel paragrafo si rappresentano i risultati dell'esame dei sistemi di incentivo presenti nella documentazione d'offerta, in base ai quali non sembra "indifferente" per i soggetti-collocatori distribuire, per il medesimo comparto, determinate classi piuttosto che altre, con conseguenti riflessi negativi in termini di correttezza comportamentale.

Dall'esame incrociato delle strutture commissionali relative alle diverse classi e delle percentuali medie delle stesse retrocesse ai soggetti-collocatori (riportati nell'allegato al modulo di sottoscrizione) sono, infatti, emerse diverse fattispecie in cui risulta vantaggioso per i singoli distributori collocare le classi più "onerose".

Tale effetto è determinato principalmente dal meccanismo delle retrocessioni³⁰ delle commissioni per cui è evidente che le classi caratterizzate da strutture commissionali più onerose contribuiscono ad accrescere la remunerazione complessiva del collocatore e pertanto non risultano “indifferenti” per lo stesso.

A titolo esemplificativo, nelle tabelle successive sono riportate le % medie retrocesse ai soggetti-collocatori qualora distribuiscano le azioni/quote dei seguenti OICR:

OICR 12 (categoria azionari):

Classe	Commissioni di sottoscrizione	% media della commissioni di sottoscrizione retrocessa al collocatore	Commissioni di gestione	% media della commissioni di gestione retrocessa al collocatore	Commissione di distribuzione	% media della commissioni di distribuzione retrocessa al collocatore
A	3,00%	100%	2,00%	45%	-	-
D	3,00%	100%	2,00%	45%	0,75%	100%

Da quanto sopra riportato emerge chiaramente che il distributore ha, in termini assoluti, un interesse a collocare la classe D, classe più onerosa per qualsiasi orizzonte temporale rispetto alla classe A.

OICR 4 (categoria bilanciati e flessibili):

Classe	Commissioni di sottoscrizione	% media della commissioni di sottoscrizione retrocessa al collocatore	Commissioni di gestione	% media della commissioni di gestione retrocessa al collocatore	Commissione di distribuzione	% media della commissioni di distribuzione retrocessa al collocatore
A	6,50%	100%	0,85%	25%	-	-
N	-	-	0,85%	25%	1,25%	100%

Nel caso sopra rappresentato il distributore ha un interesse a collocare la classe A³¹ (classe più onerosa rispetto alla classe N per *holding period* inferiori ai sei anni³²). Per orizzonti temporali di investimento inferiori a detto termine l’interesse del collocatore potrebbe non essere allineato con quello degli investitori.

³⁰ Per accordi di retrocessione si intendono le convenzioni concluse fra il soggetto gestore ed il soggetto collocatore in base alle quali quest’ultimo percepisce una quota percentuale degli oneri a carico dell’investitore.

³¹ Si ricorda che nell’analisi in oggetto le commissioni di sottoscrizione sono state considerate in termini di onere “massimo” (*commissione di sottoscrizione fino al massimo del 6%*). Si sottolinea pertanto che una loro diversa quantificazione da parte del soggetto collocatore può influenzare i risultati dell’analisi in questione.

³² In particolare tale periodo rappresenta il punto di *break-even*, ossia il termine oltre il quale si verifica per il sottoscrittore l’“inversione” in termini di convenienza economica a sottoscrivere una classe rispetto ad un’altra.

OICR 6 (categoria azionari)

Classe	Commissioni di sottoscrizione	% media della commissioni di sottoscrizione retrocessa al collocatore	Commissioni di gestione media	% media della commissioni di gestione retrocessa al collocatore
L	4,50%	100%	1,80%	50%
S	1,50%	100%	2,20%	50%

In quest'ultimo caso si osserva che il distributore ha un interesse a collocare la classe L (classe più onerosa rispetto alla classe N per *holding period* inferiori ai sette anni³³). Per orizzonti temporali di investimento inferiori a detto termine l'interesse del collocatore potrebbe non essere allineato con quello degli investitori.

Dalle fattispecie sopra riportate emerge chiaramente che tali sistemi di remunerazione non appaiono "neutrali" rispetto al comportamento dei collocatori che dovrebbero operare nell'esclusivo interesse degli investitori e dell'integrità del mercato.

9. CONCLUSIONI

Considerate le rilevanti criticità, informative e non, connesse all'utilizzo delle classi, appare del tutto legittimo auspicare una misura di intervento regolamentare, soprattutto a livello europeo, volta ad armonizzare i criteri oggettivi di utilizzo delle stesse nonché una migliore trasparenza informativa.

Di seguito si sintetizzano i principali profili di criticità emersi nel corso dell'indagine e riconducibili principalmente a tre macroaree:

1. **criticità di tipo informativo** relative sia alla "completezza" delle informazioni sulle classi che alla "comprensibilità" delle stesse;
2. **criticità di tipo operativo** connesse alla presenza di strutture commissionali, definite per il medesimo OICR, non "coerenti" con le caratteristiche delle classi;
3. **criticità di tipo comportamentale** connesse all'esistenza degli "accordi di retrocessioni" in base ai quali le reti distributive sono incentivate a collocare le classi più "onerose".

³³ Cfr. nota precedente.

Criticità di tipo informativo

Con riferimento al profilo della trasparenza informativa nella documentazione d'offerta delle caratteristiche delle classi, sono emerse due ordini di problematiche:

- la ***completezza delle informazioni*** sulle classi ossia il grado di “disclosure” delle caratteristiche delle stesse nella documentazione d'offerta;
- la ***comprensibilità*** delle suddette informazioni per l'investitore “retail”.

Con riferimento al primo parametro, l'analisi ha evidenziato rilevanti “deficit” informativi sulle caratteristiche delle classi tali da mettere in discussione persino l'esistenza degli stessi criteri “oggettivi”³⁴ che dovrebbero giustificare la predisposizione delle stesse (con i relativi regimi commissionali) e, pertanto, la diversità di trattamento dei possessori di quote/azioni del medesimo comparto (appartenenti però a classi differenti).

Tali criticità, come illustrato nei paragrafi precedenti, assumono particolare rilevanza per le seguenti tipologie di classi: *i) classi differenziate per canale distributivo; ii) classi differenziate per la politica di distribuzione dei proventi e iii) classi differenziate per la copertura del rischio di cambio*³⁵.

Con riferimento al livello di “comprensibilità” delle informazioni sulle classi – giudicabile esclusivamente laddove sia soddisfatto il requisito sulla *completezza delle informazioni* – l'analisi ha parimenti evidenziato profili di criticità dovuti, principalmente, alle difficoltà per l'investitore di “valutare” la convenienza economica delle diverse classi disponibili.

In relazione a quest'ultimo aspetto appare opportuno sottolineare che:

- in nessuno dei diversi OICR oggetto dell'analisi è apparso alcun riferimento ad eventuali criteri che potrebbero “guidare” l'investitore nella lettura e scelta delle diverse classi disponibili;
- in un numero non irrilevante di OICR la descrizione delle caratteristiche delle classi è effettuata in diversi paragrafi³⁶ della documentazione d'offerta ed è tale da non consentire un'agevole ricostruzione delle caratteristiche delle stesse.

Come evidenziato nei paragrafi precedenti dette criticità assumono particolare rilevanza per le seguenti tipologie di classi: *i) classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e ii) combinazioni di classi: classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni e per soglie di investimento.*

³⁴ L'assenza di criteri oggettivi e trasparenti posti a fondamento dell'articolazione in classi costituisce una precisa circostanza che è atta a configurare una fattispecie non in linea con il principio di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta di cui agli artt. 95, comma 1, lett. c), TUF, e 14, comma 1, delibera Consob 11971/99.

³⁵ Si ricorda che rientrano in tale tipologia anche quelle classi che concedono all'investitore la possibilità di sottoscrivere le azioni/quote della sicav/fondo in valute diverse da quella di riferimento c.d. “*classi con opzioni di scelta fra differenti valute di sottoscrizione*” (cfr. precedente paragrafo 5.2.1).

³⁶ In particolare rilevanti criticità informative derivano dalla “disomogeneità” dei metodi utilizzati dai diversi OICR per descrivere le caratteristiche delle classi.

In conclusione è possibile affermare che – eccezion fatta per le *classi differenziate per tipologia di investitori e per le classi differenziate per soglie di investimento* - emerge una modesta sensibilità delle Società di gestione/Sicav a rendere pienamente trasparenti e comparabili le caratteristiche delle classi.

Criticità di tipo operativo

L'analisi sull'andamento nel tempo dei costi a carico dell'investitore, connessi alla sottoscrizione delle diverse classi, ha evidenziato la presenza di strutture commissionali, definite per il medesimo OICR, non “coerenti” con le caratteristiche delle classi stesse.

Di seguito si richiamano le maggiori criticità individuate:

- *Classi differenziate per modalità di pagamento delle commissioni*³⁷: sono state individuate classi che si caratterizzano: i) o per la presenza di strutture commissionali più onerose rispetto alle altre indipendentemente dall’*“holding period”* di investimento dell’investitore; ii) o per la presenza di punti di *break-even* non “coerenti” con l’*“holding period”* consigliato per il singolo comparto.
- *Classi differenziate per soglie di investimento*³⁸: sono emerse classi che si caratterizzano per la presenza di punti di *break-even* nonostante le stesse siano caratterizzate da differenti importi di sottoscrizione.
- *Combinazioni di classi*: sono state individuate classi che presentano le criticità già dette per le *Classi differenziate per “modalità” di pagamento delle commissioni* e per le *Classi differenziate per soglie di investimento*.
- *Classi differenziate per canale distributivo*³⁹: sono emerse classi che si caratterizzano: i) o per la presenza di strutture commissionali più onerose rispetto alle altre indipendentemente dall’*holding period* di investimento

³⁷ Caratteristica di tale tipologia dovrebbe essere quella di prevedere classi con relative strutture commissionali caratterizzate da relazioni, generalmente di proporzionalità inversa, tra le commissioni a vario titolo previste, e il periodo di permanenza nel fondo da parte del sottoscrittore (c.d. *holding period*). Risulta pertanto fondamentale la coerenza tra l’orizzonte temporale d’investimento del comparto, ovvero il tempo per il quale l’investimento è consigliato dal proponente, e la struttura commissionale delle classi. Con ciò a dire che la convenienza di una classe rispetto all’altra dovrebbe “invertirsi” (c.d. punti di *break-even*) orientativamente entro la metà dell’orizzonte temporale d’investimento del comparto poiché, in caso contrario, significherebbe che la società offre una classe sempre più onerosa nell’*“holding period”* consigliato per l’investitore, il che invaliderebbe la caratteristica principale della stessa.

³⁸ Caratteristica principale di tale tipologia dovrebbe essere quella di prevedere classi con relative strutture commissionali caratterizzate da un regime commissionale meno “oneroso” all’aumentare dell’importo sottoscritto dall’investitore ed a prescindere dal periodo di detenzione dell’investimento. Alla luce di quanto detto appare necessaria la “maggiore” onerosità e quindi la “dominanza” delle classi caratterizzate dai minori importi di sottoscrizione.

³⁹ Caratteristica di tale tipologia di classe dovrebbe essere quella di prevedere classi con relative strutture commissionali definite in funzione del canale distributivo utilizzato (ad esempio: collocamento attraverso sportelli bancari, promotori finanziari, internet, ecc.). In linea generale tale tipologia di classe dovrebbe assicurare una remunerazione differenziata in funzione dei costi “effettivamente” sostenuti per la distribuzione del prodotto.

dell'investitore⁴⁰; ii) o per la presenza di punti di *break-even* non “coerenti” con l’“*holding period*” consigliato per il singolo comparto.

In conseguenza delle criticità sopra indicate si può affermare che la prassi operativa, nel definire le strutture commissionali delle classi, ha di fatto invalidato quei criteri “oggettivi” che – laddove esplicitati nella documentazione d’offerta - giustificherebbero la predisposizione di classi con regimi commissionali differenziati e, pertanto, la diversità di trattamento dei possessori di quote/azioni del medesimo comparto (appartenenti però a classi differenti).

Criticità di tipo comportamentale

L’analisi della documentazione d’offerta degli OICR oggetto del campione ha evidenziato l’esistenza di sistemi di incentivo in base ai quali non sembra “indifferente” per i soggetti-collocatori distribuire, relativamente al medesimo comparto, determinate classi piuttosto che altre con conseguenti riflessi negativi sul piano della correttezza comportamentale.

Infatti, dall’esame incrociato delle strutture commissionali delle classi offerte e delle percentuali medie delle stesse retrocesse ai soggetti-collocatori (riportati nell’allegato al modulo di sottoscrizione), sono emerse diverse fattispecie in cui risulta vantaggioso per i singoli distributori collocare le classi più “onerose”.

Tale effetto è determinato principalmente dal meccanismo delle retrocessioni delle commissioni per cui è evidente che le classi caratterizzate da strutture commissionali più onerose contribuiscono ad accrescere la remunerazione complessiva del collocatore e pertanto non risultano “indifferenti” per lo stesso.

⁴⁰ Con riferimento a tale tipologia appare opportuno ricordare che dall’analisi della documentazione d’offerta è emersa l’assenza della “disclosure” delle caratteristiche “oggettive” (ad esempio: collocamento attraverso sportelli bancari, promotori finanziari, internet, ecc.) tale da giustificare il differente trattamento fra i sottoscrittori del medesimo comparto.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- 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. Providenti (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)

- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)
- N. 60 *Documenti* *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia* (Giugno 2007)