

## Esito delle consultazioni

### Comunicazione recante "Criteri operativi per la redazione degli annunci pubblicitari concernenti gli OICR chiusi italiani ed esteri offerti in Italia"

18 febbraio 2004

Nel mese di gennaio 2004 la Consob ha diffuso un documento di consultazione riguardante la previsione di appositi criteri per la redazione e la diffusione degli annunci pubblicitari concernenti gli OICR chiusi offerti in Italia.

Con riferimento ad esso sono pervenute le osservazioni di Assogestioni e Abi.

Nel documento che segue si dà conto di tali osservazioni e delle conseguenti decisioni assunte dalla Commissione.

Le proposte non prese in considerazione non hanno dato luogo ad osservazioni e commenti.

\* \* \*

#### **TESTO IN CONSULTAZIONE**

##### **Fondi chiusi**

I fondi chiusi sono definiti dall'art. 1, comma 1, lett. l), del D.Lgs. n. 58 del 1998 (TUF), in relazione al diritto di rimborso delle quote, esercitabile solo "a scadenze predeterminate", a differenza dei fondi aperti, i cui partecipanti hanno diritto di chiedere il rimborso "in qualsiasi tempo".

Essi si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio predefinito (eventualmente variabile solo a seguito delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate, consentiti dalle recenti innovazioni normative introdotte in materia), suddiviso in un numero predeterminato di quote.

Le quote possono essere sottoscritte, nei limiti della disponibilità, solo durante la fase di offerta (limitata temporalmente) ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza, ferma la possibilità di acquistarle o venderle in un mercato regolamentato nel caso siano ivi negoziate.

La forma chiusa è normativamente imposta a quei fondi il cui patrimonio sia investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato (c.d. **fondi mobiliari chiusi**)<sup>(1)</sup>, ovvero in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (c.d. **fondi immobiliari chiusi**)<sup>(2)</sup>.

La scelta di non consentire ai partecipanti il rimborso delle quote in qualsiasi momento è evidentemente connessa alla minore facilità di smobilizzo degli *asset* in cui il patrimonio di un fondo chiuso è investito.

#### **OSSERVAZIONI**

**1.** Sono state presentate alcune osservazioni di carattere formale, con la finalità di precisare le definizioni di "fondi chiusi mobiliari" e "fondi chiusi immobiliari", nonché le relative caratteristiche di OICR con patrimonio predefinito solo tendenzialmente e con diritto di rimborso soltanto a scadenze predeterminate.

In particolare, è stato richiesto di sostituire l'espressione - contenuta nella bozza di Comunicazione oggetto di consultazione - secondo cui i fondi chiusi "[...] si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio predefinito (eventualmente variabile solo a seguito delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate [...])", con l'espressione secondo cui tali fondi "[...] si caratterizzano, quindi, per avere un numero di quote rappresentative del patrimonio predefinito (eventualmente variabile solo a seguito delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate [...])". Inoltre, è stato richiesto di integrare il capoverso in commento con una frase del seguente tenore: "Il patrimonio è, invece, naturalmente soggetto alle normali variazioni di valore, connesse all'apprezzamento o al deprezzamento dei beni che lo costituiscono, e di entità, connesse all'attività di compravendita mobiliare e immobiliare cui esso istituzionalmente si dedica".

Ciò perché la "predeterminazione" del patrimonio del fondo chiuso non va intesa nel senso di "invariabilità", atteso che l'unico elemento invariabile e predeterminato del fondo è il numero delle quote emesse (salva naturalmente la possibilità delle nuove emissioni e dei rimborsi anticipati): per il resto il patrimonio dei fondi chiusi varia sia per l'apprezzamento e il deprezzamento dei beni costituenti tale patrimonio sia, a livello di elementi costituenti, per la normale e fisiologica attività di compravendita immobiliare e mobiliare che esso compie e che ne costituisce la ragion d'essere.

Con riferimento alle definizioni di "*fondi chiusi mobiliari*" e "*fondi chiusi immobiliari*", è stato suggerito, inoltre, di richiamare più compiutamente le caratteristiche loro proprie, integrando quanto già riportato nel documento di consultazione, mediante citazione diretta e completa delle disposizioni normative definitorie (articolo 12, comma 1, e 12- *bis*, comma 2, del d.m. 228/99). Ciò che permetterebbe una migliore evidenziazione della variabilità, normativamente prevista, della composizione patrimoniale dei fondi chiusi e, in particolare, per i fondi immobiliari chiusi, della loro suddivisione patrimoniale in una quota maggioritaria di investimento "tipico" (in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari) e in una quota minoritaria di investimento "residuale" (in altri titoli e strumenti finanziari).

Infine, è stato richiesto che nell'ultimo capoverso del paragrafo in commento si proceda ad una descrizione più precisa del meccanismo di funzionamento delle emissioni e dei rimborsi successivi al primo collocamento, sostituendo la locuzione "*in qualsiasi momento*" con l'espressione "*se non con frequenza predeterminata*".

**2.** In altre osservazioni è stato precisato che, a seconda della struttura che assumeranno i singoli fondi chiusi (variabile in ragione della possibile previsione di rimborsi anticipati di quote), "*la formulazione degli annunci pubblicitari potrà a tale riguardo essere differenziata, in coerenza con le previsioni del regolamento di gestione del singolo fondo*".

## **CONSIDERAZIONI**

Le osservazioni formulate in merito alla circostanza che la "predeterminazione" va riferita al numero delle quote degli OICR chiusi (salvo il caso di emissioni successive/rimborsi anticipati) e non al patrimonio degli stessi possono essere condivise. Pertanto, l'espressione secondo cui i fondi chiusi "*[...] si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio predefinito (eventualmente variabile solo a seguito delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate [...])*", viene sostituita con la seguente: "*[...] si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio inizialmente predefinito (variabile per effetto delle normali variazioni di valore, connesse all'apprezzamento/deprezzamento dei beni che lo costituiscono, e di entità, connesse all'attività di gestione, nonché eventualmente per effetto delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate [...])*".

Può essere condivisa anche la richiesta di sostituire, nell'ultimo capoverso del paragrafo in commento, la locuzione "*in qualsiasi momento*" in luogo di quella - più conforme alla definizione di OICR chiusi fornita dal TUF - "*se non con frequenza predeterminata*".

E' stato rilevato, infine, che un richiamo più compiuto alle caratteristiche proprie dei fondi chiusi, mobiliari e immobiliari, mediante citazione completa del testo delle disposizioni normative definitorie (articolo 12, comma 1, e 12-*bis*, comma 2, del d.m. 228/99), parrebbe ultroneo nell'ambito di una Comunicazione che non ha finalità nozionistiche e che, comunque, già richiama le caratteristiche essenziali dei suddetti OICR. E' stato ritenuto, tuttavia, che si possano indicare esclusivamente i riferimenti alle richiamate disposizioni che definiscono più compiutamente la disciplina dei suddetti fondi.

Ciò posto il paragrafo è stato così modificato:

### **Fondi chiusi**

I fondi chiusi sono definiti dall'art. 1, comma 1, lett. l), del D.Lgs. n. 58 del 1998 (TUF), in relazione al diritto di rimborso delle quote, esercitabile solo "*a scadenze predeterminate*", a differenza dei fondi aperti, i cui partecipanti hanno diritto di chiedere il rimborso "*in qualsiasi tempo*".

Essi si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio **inizialmente** predefinito ( ~~eventualmente~~ **variabile per effetto delle normali variazioni di valore, commesse all'apprezzamento/deprezzamento dei beni che lo costituiscono, e di entità, connesse all'attività di gestione, nonché eventualmente per effetto** ~~solo a seguito~~ delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate, consentiti dalle recenti innovazioni normative introdotte in materia), suddiviso in un numero predeterminato di quote.

Le quote possono essere sottoscritte, nei limiti della disponibilità, solo durante la fase di offerta (limitata temporalmente) ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza, ferma la possibilità di acquistarle o venderle in un mercato regolamentato nel caso siano ivi negoziate.

La forma chiusa è normativamente imposta a quei fondi il cui patrimonio sia investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato (c.d. **fondi mobiliari chiusi**)<sup>(3)</sup>, ovvero in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (c.d. **fondi immobiliari chiusi**)<sup>(4)</sup>.

La scelta di non consentire ai partecipanti il rimborso delle quote ~~in qualsiasi momento~~ **non con frequenza predeterminata** è evidentemente connessa alla minore facilità di smobilizzo degli *asset* in cui il patrimonio di un fondo chiuso è investito.

\* \* \*

## **TESTO IN CONSULTAZIONE**

### **L'attività pubblicitaria**

La recente crescita del numero dei fondi chiusi di diritto italiano e dei relativi patrimoni gestiti ha dato luogo ad un'intensificazione dell'attività pubblicitaria concernente tali prodotti, in particolare i fondi immobiliari. E ciò anche attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai prodotti presenti sul mercato. Sul tema vengono di seguito formulate alcune considerazioni preliminari.

La peculiare natura "chiusa" dei fondi in questione necessariamente impatta sulle forme in cui si manifesta l'attività pubblicitaria, posto che i fondi chiusi non consentono la sottoscrizione continuativa delle quote.

La possibilità di rimborso solo a scadenze predeterminate, nonché l'eventuale negoziazione su un mercato regolamentato rendono, peraltro, del tutto peculiare l'attività pubblicitaria effettuata attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai fondi chiusi. Occorre, infatti, tener presente come le plusvalenze evidenziate nei *report* periodici di tali fondi siano stimate (e quindi potenziali o latenti), derivando esclusivamente dall'apprezzamento di beni e valori detenuti in portafoglio, effettuato da esperti valutatori a cadenze periodiche e in base a criteri predeterminati. Il singolo sottoscrittore potrà beneficiare delle utilità generate dalla gestione, con la realizzazione delle plusvalenze, solo attraverso il rimborso direttamente a valere sul patrimonio del fondo e, quindi, solo alla scadenza del termine di durata del fondo, ovvero alle altre scadenze predeterminate dal regolamento di gestione del fondo in occasione del riconoscimento ai sottoscrittori del diritto al rimborso anticipato delle quote a fronte di disinvestimenti, o in sede di distribuzione dei proventi<sup>(5)</sup>.

Non va dimenticato, infatti, che l'esperienza relativa ai fondi chiusi, oggi quotati, ha mostrato - a fronte di volumi negoziati sul mercato estremamente bassi - un consistente scarto tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota (c.d. *market discount*)<sup>(6)</sup>.

La stessa natura dei fondi chiusi attribuisce all'investimento in questi particolari prodotti di risparmio gestito un orizzonte temporale di lungo periodo. Va considerato, infatti, che tali prodotti si caratterizzano per una scadenza di norma variabile tra i dieci e quindici anni (fatta, peraltro, salva la possibilità di proroga eventualmente concessa alla società di gestione). La problematica liquidabilità, che caratterizza gli investimenti in beni immobili ovvero in società non quotate, necessariamente sposta sul lungo periodo l'orizzonte temporale dell'investitore<sup>(7)</sup>. Nella rappresentazione a fini promozionali delle *performance* conseguite dai fondi chiusi deve, pertanto, riflettersi l'orizzonte temporale che caratterizza l'investimento.

## **OSSERVAZIONI**

**1.** Sono state formulate osservazioni di carattere prettamente formale anche con riguardo al contenuto del paragrafo in commento.

E' stato richiesto, in primo luogo, di modificare il terzo capoverso: "*[...] le plusvalenze evidenziate nei report periodici di tali fondi siano stimate (e quindi potenziali o latenti), derivando esclusivamente dall'apprezzamento di beni e valori detenuti in portafoglio, effettuato da esperti valutatori a cadenze periodiche e in base a criteri predeterminati*").

Al riguardo, è stato suggerito di eliminare la parola "esclusivamente" e di evidenziare che le plusvalenze, seppur stimate, derivano non solo dall'apprezzamento di beni e valori detenuti dal fondo, ma anche dai risultati dell'attività gestoria, così da rendere più chiaro l'apporto causale alla creazione di nuova ricchezza dato dall'attività di *asset management*.

Sempre per esigenze di precisione formale è stato proposto di specificare che: gli esperti valutatori sono "indipendenti", come previsto dalla normativa vigente (articolo 12- *bis*, comma 3, lettera a), d.m. 228/99), che ne fissa anche i requisiti (articolo 17, d.m. 228/99); le "cadenze periodiche" hanno frequenza almeno semestrale; i "criteri predeterminati" sono previsti dalla Banca d'Italia nei Provvedimenti del 1 luglio 1998, 20 settembre 1999 e 27 agosto 2003.

E' stato richiesto di prevedere una più netta distinzione tra le due diverse politiche di gestione dei proventi da parte del fondo chiuso (a distribuzione oppure ad accumulo degli stessi) mediante un'integrazione informativa in nota n. 6 (cfr. quarto capoverso del paragrafo).

Ed, inoltre, è stato proposto di prevedere che la possibilità di proroga della scadenza del fondo è concedibile al massimo per un periodo di tre anni ai sensi dell'articolo 14, comma 6, d.m. 228/99 (ultimo capoverso, quinta riga), nonché di sostituire, relativamente alla definizione degli orizzonti temporali di riferimento per l'investimento, l'espressione "*problematica liquidabilità*" con "*minore facilità di liquidazione*" per gli *asset* di un fondo chiuso e l'espressione "*necessariamente spostata sul lungo periodo l'orizzonte temporale dell'investitore*" con l'espressione "*comporta per l'investitore un orizzonte temporale di non breve periodo*".

**2.** In altre osservazioni è stato precisato che a seconda della struttura che assumeranno i singoli fondi chiusi (variabile in ragione della possibile previsione di rimborsi anticipati di quote), "*la formulazione degli annunci pubblicitari potrà a tale riguardo essere differenziata, in coerenza con le previsioni del regolamento di gestione del singolo fondo*".

## **CONSIDERAZIONI**

Si è ritenuto di non accogliere le osservazioni di carattere per lo più formale, in quanto costituirebbero un appesantimento del testo della Comunicazione (ciò vale, ad esempio, per le informazioni aggiuntive in tema di proroga della durata del fondo, di politica di gestione dei proventi, di esperti indipendenti, ecc...).

E' stata, invece, condivisa la richiesta di sostituire l'espressione "*problematica liquidabilità*" con "*minore facilità di liquidazione*" per gli *asset* di un fondo chiuso.

Al contrario, la sostituzione dell'espressione "*necessariamente spostata sul lungo periodo l'orizzonte temporale dell'investitore*" con quella "*comporta per l'investitore un orizzonte temporale di non breve periodo*" è apparsa non conforme alle caratteristiche proprie dei fondi chiusi.

E' stata condivisa, infine, la *ratio* della richiesta di evidenziare che le plusvalenze illustrate nei documenti contabili, seppur stimate, derivano anche dai risultati della gestione. E' stato rilevato, tuttavia, che quanto richiesto viene già riportato nel testo (ultima parte dell'ultimo capoverso).

Ciò posto il paragrafo è stato così modificato:

### **L'attività pubblicitaria**

La recente crescita del numero dei fondi chiusi di diritto italiano e dei relativi patrimoni gestiti ha dato luogo ad un'intensificazione dell'attività pubblicitaria concernente tali prodotti, in particolare i fondi immobiliari. E ciò anche attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai prodotti presenti sul mercato. Sul tema vengono di seguito formulate alcune considerazioni preliminari.

La peculiare natura "chiusa" dei fondi in questione necessariamente impatta sulle forme in cui si manifesta l'attività pubblicitaria, posto che i fondi chiusi non consentono la sottoscrizione continuativa delle quote.

La possibilità di rimborso solo a scadenze predeterminate, nonché l'eventuale negoziazione su un mercato regolamentato rendono, peraltro, del tutto peculiare l'attività pubblicitaria effettuata attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai fondi chiusi. Occorre, infatti, tener presente come le plusvalenze evidenziate nei *report* periodici di tali fondi siano stimate (e quindi potenziali o latenti), derivando esclusivamente dall'apprezzamento di beni e valori detenuti in portafoglio, effettuato da esperti valutatori a cadenze periodiche e in base a criteri predeterminati. Il singolo sottoscrittore potrà beneficiare delle utilità generate dalla gestione, con la realizzazione delle plusvalenze, solo attraverso il rimborso direttamente a valere sul patrimonio del fondo e, quindi, solo alla scadenza del termine di durata del fondo, ovvero alle altre scadenze predeterminate dal regolamento di gestione del fondo in occasione del riconoscimento ai sottoscrittori del diritto al rimborso anticipato delle quote a fronte di disinvestimenti, o in sede di distribuzione dei proventi<sup>(8)</sup>.

Non va dimenticato, infatti, che l'esperienza relativa ai fondi chiusi, oggi quotati, ha mostrato - a fronte di volumi negoziati sul mercato estremamente bassi - un consistente scarto tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota (c.d. *market discount*)<sup>(9)</sup>.

La stessa natura dei fondi chiusi attribuisce all'investimento in questi particolari prodotti di risparmio gestito un orizzonte temporale di lungo periodo. Va considerato, infatti, che tali prodotti si caratterizzano per una scadenza di norma variabile tra i dieci e quindici anni (fatta, peraltro, salva la possibilità di proroga eventualmente concessa alla società di gestione). La problematica liquidabilità **minore facilità di liquidazione**, che caratterizza gli investimenti in beni immobili ovvero in società non quotate, necessariamente sposta sul lungo periodo l'orizzonte temporale dell'investitore<sup>(10)</sup>. Nella rappresentazione a fini promozionali delle *performance* conseguite dai fondi chiusi deve, pertanto, riflettersi l'orizzonte temporale che caratterizza l'investimento.

\* \* \*

## **TESTO IN CONSULTAZIONE**

### **Criteri generali**

I criteri generali per la predisposizione di annunci pubblicitari contemplati nell'art. 17 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999 e dettagliati nelle regole nn. 3, 3.1, 3.2, 3.3 e 3.4 della Comunicazione n. DIN/1031371 rimangono applicabili anche in tema di fondi chiusi. Pertanto, l'annuncio pubblicitario non deve risultare ingannevole per l'investitore ( **3**); le informazioni esposte negli annunci pubblicitari devono essere coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo ( **3.1**); devono essere indicate le fonti dei risultati di statistiche, studi ed elaborazione dati riportati nell'annuncio pubblicitario; le affermazioni di preminenza potranno essere adoperate solo se fondate su dati oggettivi e documentabili ( **3.3**); negli annunci pubblicitari potranno costituire oggetto di comparazione solo prodotti caratterizzati da parametri di rischio-rendimento omogenei ( **3.4**).

Con particolare riferimento all'obbligo di riportare in ogni annuncio pubblicitario l'avvertenza alla lettura della documentazione d'offerta ( **3.2**), si sottolinea quanto segue:

- **nell'ipotesi in cui la sollecitazione** (in futuro eventualmente anche successiva alla prima) **del fondo chiuso sia in corso, va riportata l'avvertenza "prima dell'adesione leggere il prospetto informativo"**;

- **nell'ipotesi in cui il fondo sia negoziato su mercati regolamentati, gli annunci pubblicitari devono riportare l'avvertenza "prima dell'acquisto leggere il prospetto di quotazione (o, in alternativa, il prospetto informativo corredato della nota integrativa di quotazione) , nonché la documentazione contabile pubblicata più recente"**;

- **nell'ipotesi in cui la sollecitazione del fondo chiuso sia conclusa e il fondo non abbia ancora richiesto (ovvero non richieda) l'ammissione delle quote alla negoziazione, gli annunci pubblicitari dovranno riportare l'avvertenza "prima dell'acquisto leggere il prospetto informativo e la documentazione contabile pubblicata più recente"**.

Una simile avvertenza consente di richiamare l'attenzione dell'investitore interessato all'acquisto sul mercato delle quote del fondo chiuso sulla necessità di leggere i documenti d'offerta pubblicati.

Non va dimenticato, infatti, che l'acquisto di un fondo anche se effettuato sul mercato secondario comporta necessariamente l'adesione del singolo investitore ad un mandato collettivo di gestione.

E anche nell'ipotesi in cui le informazioni contenute nel documento d'offerta in sé considerato risultino superate - non potendo esse ricevere nel tempo i necessari aggiornamenti, come invece accade per i prospetti di sollecitazione dei fondi mobiliari aperti - rimane comunque necessaria per l'investitore la lettura del regolamento contrattuale portato in allegato al documento di offerta/quotazione, del rendiconto annuale che fornisce indicazioni utili per l'attività di gestione concretamente posta in essere e degli altri documenti resi disponibili secondo le forme di pubblicità indicate nel regolamento stesso (ossia, relazione di stima dei beni immobiliari conferiti, acquistati o venduti da/a soggetti in conflitto di interessi; atti di conferimento, acquisto o cessione dei beni, soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e relativo gruppo di appartenenza, ecc.).

### **OSSERVAZIONI**

**1.** E' stato proposto di modificare le avvertenze per gli investitori. In particolare, è stato richiesto che, al primo alinea ("*nell'ipotesi in cui la sollecitazione (in futuro eventualmente anche successiva alla prima) [...]*"), venga chiarita la specificazione "*in futuro*", considerato che la possibilità di nuova sollecitazione è già presente nella

normativa vigente e che, nell'ultimo capoverso, venga sostituita la dizione "*regolamento contrattuale*" con quella "*regolamento di gestione*".

2. In altre osservazioni è stato proposto di eliminare dalle avvertenze previste nel secondo capoverso (secondo e terzo alinea) i riferimenti alla lettura del prospetto di quotazione (o, in alternativa, del prospetto informativo corredato dalla nota integrativa di quotazione) ovvero semplicemente al prospetto informativo, e di mantenere soltanto il richiamo alla lettura della documentazione contabile pubblicata più recente.

Ciò perché, nelle fattispecie ipotizzate (negoiazione delle quote del fondo nei mercati regolamentati ovvero mancata richiesta di ammissione alla negoziazione delle quote medesime), le informazioni recate dal prospetto informativo possono risultare da tempo superate; pertanto, la fonte di informazioni rilevante per l'acquirente del fondo è costituita dalla documentazione contabile pubblicata più di recente.

## **CONSIDERAZIONI**

Le prime osservazioni sono state accolte e pertanto, si è ritenuto opportuno eliminare la specificazione "*in futuro*" e sostituire la dizione "*regolamento contrattuale*" con quella "*regolamento di gestione*".

Si è ritenuto invece di non accogliere le seconde richieste riguardanti le modifiche da apportare alla formulazione delle avvertenze per gli investitori; in quanto non è apparsa condivisibile l'argomentazione, secondo cui le informazioni recate dal prospetto informativo possono risultare da tempo superate, sia nel caso di negoziazione delle quote del fondo nei mercati regolamentati sia nel caso di mancata richiesta di ammissione alla negoziazione.

E' stato ritenuto, viceversa, che le informazioni contenute nel prospetto informativo fossero di estrema importanza. Ciò perché - come evidenziato nel prosieguo del testo della Comunicazione - non va dimenticato che l'acquisto di un fondo anche se effettuato sul mercato secondario comporta necessariamente l'adesione del singolo investitore ad un mandato collettivo di gestione. E per sottoscrivere un mandato professionale di durata l'investitore deve essere messo nelle condizioni di poter acquisire una piena conoscenza di tutte le caratteristiche dell'attività gestoria inerente al fondo e, in particolare, del livello di rischio e delle altre peculiarità dell'investimento sollecitato. Pertanto, rimane comunque necessaria per l'investitore la lettura del regolamento di gestione allegato al documento di offerta/quotazione, del rendiconto annuale che fornisce indicazioni utili sull'attività di gestione concretamente posta in essere e degli altri documenti resi disponibili secondo le forme di pubblicità indicate nel regolamento stesso (ossia, relazione di stima dei beni immobiliari conferiti, acquistati o venduti da/a soggetti in conflitto di interessi; atti di conferimento, acquisto o cessione dei beni, soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e relativo gruppo di appartenenza, ecc...). Ciò senza dimenticare che i fondi chiusi strutturati con più emissioni di quote e rimborsi anticipati utilizzeranno documenti d'offerta tendenzialmente più aggiornati, perché aventi la stessa frequenza delle "aperture" previste nel regolamento di gestione.

Ciò posto il paragrafo è stato così modificato:

### **Criteri generali**

I criteri generali per la predisposizione di annunci pubblicitari contemplati nell'art. 17 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999 e dettagliati nelle regole nn. 3, 3.1, 3.2, 3.3 e 3.4 della Comunicazione n. DIN/1031371 rimangono applicabili anche in tema di fondi chiusi. Pertanto, l'annuncio pubblicitario non deve risultare ingannevole per l'investitore ( **3**); le informazioni esposte negli annunci pubblicitari devono essere coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo ( **3.1**); devono essere indicate le fonti dei risultati di statistiche, studi ed elaborazione dati riportati nell'annuncio pubblicitario; le affermazioni di preminenza potranno essere adoperate solo se fondate su dati oggettivi e documentabili ( **3.3**); negli annunci pubblicitari potranno costituire oggetto di comparazione solo prodotti caratterizzati da parametri di rischio-rendimento omogenei ( **3.4**).

Con particolare riferimento all'obbligo di riportare in ogni annuncio pubblicitario l'avvertenza alla lettura della documentazione d'offerta ( **3.2**), si sottolinea quanto segue:

- **nell'ipotesi in cui la sollecitazione** ( ~~in futuro~~ eventualmente anche successiva alla prima) **del fondo chiuso sia in corso, va riportata l'avvertenza "*prima dell'adesione leggere il prospetto informativo*";**

- **nell'ipotesi in cui il fondo sia negoziato su mercati regolamentati, gli annunci pubblicitari devono riportare l'avvertenza "*prima dell'acquisto leggere il prospetto di quotazione (o, in alternativa, il prospetto informativo corredato della nota integrativa di quotazione) , nonché la documentazione contabile pubblicata più recente*";**

**- nell'ipotesi in cui la sollecitazione del fondo chiuso sia conclusa e il fondo non abbia ancora richiesto (ovvero non richieda) l'ammissione delle quote alla negoziazione, gli annunci pubblicitari dovranno riportare l'avvertenza "prima dell'acquisto leggere il prospetto informativo e la documentazione contabile pubblicata più recente".**

Una simile avvertenza consente di richiamare l'attenzione dell'investitore interessato all'acquisto sul mercato delle quote del fondo chiuso sulla necessità di leggere i documenti d'offerta pubblicati.

Non va dimenticato, infatti, che l'acquisto di un fondo anche se effettuato sul mercato secondario comporta necessariamente l'adesione del singolo investitore ad un mandato collettivo di gestione.

E anche nell'ipotesi in cui le informazioni contenute nel documento d'offerta in sé considerato risultino superate - non potendo esse ricevere nel tempo i necessari aggiornamenti, come invece accade per i prospetti di sollecitazione dei fondi mobiliari aperti - rimane comunque necessaria per l'investitore la lettura del regolamento contrattuale **di gestione** portato in allegato al documento di offerta/quotazione, del rendiconto annuale che fornisce indicazioni utili per l'attività di gestione concretamente posta in essere e degli altri documenti resi disponibili secondo le forme di pubblicità indicate nel regolamento stesso (ossia, relazione di stima dei beni immobiliari conferiti, acquistati o venduti da/a soggetti in conflitto di interessi; atti di conferimento, acquisto o cessione dei beni, soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e relativo gruppo di appartenenza, ecc.).

\* \* \*

## **TESTO IN CONSULTAZIONE**

### **Illustrazione di rendimenti conseguiti**

Anche le previsioni in tema di illustrazione dei rendimenti conseguiti e di altri dati contenute nell'art. 18 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999 sono in gran parte applicabili anche ai fondi chiusi. Pertanto, i rendimenti devono essere riportati al netto degli oneri fiscali ovvero, se ciò non è possibile, occorre indicare con adeguata evidenza che sono al lordo degli oneri fiscali (regola **4.1** della Comunicazione n. DIN/1031371).

L'annuncio pubblicitario che espone i rendimenti conseguiti deve, tuttavia, riportare in luogo dell'avvertenza "*non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro*" (**4.2**), la seguente avvertenza: "**I rendimenti illustrati sono frutto di stime economiche effettuate da esperti valutatori indipendenti. Il diritto al rimborso potrà essere esercitato solo alla/e scadenza/e e alle condizioni predeterminate nel regolamento di gestione del fondo**".

A differenza di quanto accade per gli altri prodotti di gestione collettiva, la rappresentazione dei rendimenti dei fondi chiusi può non essere accompagnata dall'esposizione del rendimento conseguito dal *benchmark* nel medesimo periodo di riferimento (**4**). Ciò in ragione della sostanziale inapplicabilità ai fondi chiusi dell'obbligo di indicazione del parametro oggettivo di riferimento al quale commisurare i risultati della gestione, previsto dall'art. 50 del Regolamento CONSOB n. 11522 del 1998.

**Negli annunci pubblicitari può farsi riferimento a quello che nella prassi comune è definito "obiettivo di risultato minimo" esclusivamente con riferimento al calcolo del *carried interest*, ovvero della "commissione di *overperformance*" spettante alla SGR in sede di riparto del risultato netto di gestione ottenuto alla scadenza del fondo.**

L'indicazione di un "risultato minimo" *tout court* risulta, in verità, fuorviante. Tale espressione, infatti, deve essere finalizzata alla evidenziazione di un *target* di rendimento, quale componente del meccanismo di remunerazione dell'attività della società di gestione, e non può essere in alcun modo utilizzata per suscitare nell'investitore una aspettativa di ottenere tale rendimento a scadenza.

**In ogni caso la *performance* rappresentata va calcolata in relazione al *Net Asset Value* del fondo.** Non possono essere utilizzate al fine del calcolo dei rendimenti conseguiti i prezzi di mercato delle quote dei fondi.

**La *performance* realizzata da un fondo chiuso non può essere rappresentata per promuovere la raccolta di altri fondi, della stessa o di altra natura, istituiti e gestiti dalla medesima società.** Ogni fondo chiuso costituisce, infatti, una entità autonoma dotata di una propria specifica politica d'investimento ovvero, comunque, di *assets* specifici.

### **Rappresentazioni necessarie dei rendimenti**

La caratterizzazione di lungo periodo dell'investimento in fondi chiusi rende indispensabile evitare l'enfaticizzazione di *performance* calcolate su intervalli temporali non coerenti con l'orizzonte temporale proprio dell'investimento in parola. Pertanto, l'annuncio pubblicitario deve contenere i seguenti dati numerici e/o rappresentazioni grafiche relativi ad intervalli temporali definiti con cadenza semestrale (ovvero con la diversa frequenza corrispondente alla valorizzazione del fondo):

#### **Dati numerici:**

**A. Rendimento medio annuo composto del fondo/linee di investimento relativo agli ultimi cinque anni decorsi dalla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. Se tali dati non sono ancora disponibili è riportato il rendimento medio annuo composto per il minor periodo di disponibilità, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni.**

**In alternativa al rendimento medio annuo composto possono essere esposti i dati con riferimento a ciascuno degli anni considerati.**

#### **Rappresentazioni grafiche:**

**B. Grafico lineare o istogramma dei rendimenti degli ultimi cinque anni decorsi alla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. Se tali dati non sono disponibili è possibile rappresentare i rendimenti per il minor periodo di disponibilità, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni.**

#### **Rappresentazioni eventuali dei rendimenti**

In aggiunta alle rappresentazioni necessarie è possibile pubblicizzare i rendimenti riferiti a multipli di 12 mesi decorsi alla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. L'arco temporale di riferimento deve essere sempre indicato nell'annuncio.

#### **OSSERVAZIONI**

**1.** Relativamente al cd. "obiettivo di risultato minimo", è stata condivisa *"la preoccupazione di evitare che l'investitore possa giudicare il dato di rendimento fornito nell'annuncio un risultato di rendimento certo, sicuramente ottenibile alla data di scadenza del proprio investimento"*, ma al contempo è stata segnalata *"la necessità di non restringere eccessivamente il campo di applicazione e i parametri di riferimento per l'indicazione di tale obiettivo, in quanto l'indicazione di un tale obiettivo - correttamente effettuata - può essere un'utile guida per valutare le prospettive di redditività del proprio investimento"*.

E' stato proposto quindi di ampliare la possibilità di riferimento a un "obiettivo di risultato minimo" a *"tutte le ipotesi in cui tale indicazione risulti significativa e utile per l'investitore, con l'ovvio rispetto della disclosure sulle componenti considerate al fine della costruzione di tale obiettivo di risultato minimo e della non ingannevolezza del riferimento stesso"*. Un esempio di quanto detto potrebbe essere *"l'indicazione di un obiettivo di risultato minimo ricavato da analisi statistiche del mercato immobiliare che indichino con sufficiente affidabilità, la tendenza del mercato stesso"*.

Per quanto concerne i termini previsti per la rappresentazione delle *performance*, fissati in sede di consultazione in almeno *"ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni"*, è stata rilevata l'opportunità che venga previsto un doppio termine, distinto a seconda della tipologia - ad apporto o meno, pubblico o privato - dei fondi immobiliari.

E' stato precisato, infatti, che *"il fondo ad apporto [...] nasce già 'maturo' patrimonialmente (senza essere caratterizzato da quella elevata percentuale di liquidità iniziale che contraddistingue i fondi immobiliari ordinari) e pertanto è già in grado da subito di esprimere dei rendimenti affidabili. Un termine adeguatamente più breve, pari ad esempio a dodici mesi, parrebbe in fatto possibile e in grado di fornire indicazioni attendibili sulle performance di tale tipologia di fondi"*.

**2.** Sono state formulate osservazioni relativamente alle modalità di illustrazione dei rendimenti dei fondi chiusi e, in particolare, riguardo alle regole da seguire per le rappresentazioni necessarie dei rendimenti.

E' stata, infatti, posta in luce l'importanza di consentire comunque una rappresentazione dei rendimenti conseguiti dagli OICR chiusi, utilizzando una metodologia di calcolo uniforme che garantisca la comparabilità dei risultati. Ciò che sarebbe supportato da quanto previsto in via generale nella Comunicazione CONSOB n. DIN/1031371 del 26 aprile 2001, laddove si precisava che *"la definizione di uno standard redazionale risponde*

*al duplice obiettivo di assicurare la piena comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari, in forza dell'applicazione di criteri oggettivamente definiti e resi noti al mercato, e di ridurre al minimo i comportamenti sleali degli intermediari" e che "per assicurare la piena comparabilità dei rendimenti illustrati è necessaria l'uniformità della metodologia di calcolo utilizzata".*

Allo scopo, è stato suggerito di calcolare il rendimento medio annuo composto conseguito dai fondi chiusi e illustrato negli annunci pubblicitari mediante l'utilizzo della formula per il calcolo del cd. "Tasso Interno di Rendimento"<sup>(1)</sup>, ossia di quel tasso che porta il valore attuale dei flussi futuri di un investimento allo stesso valore del costo necessario ad operare quel dato investimento <sup>(1)</sup>. Le modalità di determinazione, infatti, consentirebbero di tenere conto delle date in cui accadono gli eventi, vale a dire della data di richiamo degli impegni, della data di pagamento dei proventi e della data di valorizzazione del NAV della quota.

Al contempo, è stato proposto di integrare il paragrafo in commento, richiedendo di "calcolare, in alternativa al rendimento medio annuo composto, il rendimento composto annuale e fornendo indicazioni tecniche per garantire modalità uniformi di esposizione dei proventi annuali eventualmente distribuiti dall'OICR<sup>(12)</sup>, nonché delle plusvalenze realizzate con la vendita degli immobili<sup>(13)</sup>".

E' stato, inoltre, richiesto di integrare l'avvertenza " I rendimenti illustrati sono frutto di stime economiche effettuate da esperti valutatori indipendenti. Il diritto al rimborso potrà essere esercitato solo alla/e scadenza/e e alle condizioni predeterminate nel regolamento di gestione del fondo", specificando che i rendimenti illustrati sono calcolati in funzione del valore della quota del fondo, quale risulta dalla documentazione contabile pubblicata.

Infine, è stato richiesto di rimuovere la previsione contenuta nel testo della Comunicazione, secondo cui negli annunci pubblicitari può farsi riferimento a quello che nella prassi comune è definito "obiettivo di risultato minimo" esclusivamente con riferimento al calcolo del *carried interest*, ovvero della "commissione di *overperformance*" spettante alla SGR in sede di riparto del risultato netto di gestione ottenuto alla scadenza del fondo. Ciò perché la menzionata regola si porrebbe in parziale contrasto con il contenuto di quanto sino ad ora previsto dai regolamenti di gestione, dai prospetti informativi, dalla documentazione contabile e dalla comunicazione promozionale a contenuto informativo di taluni fondi immobiliari, laddove è indicato un obiettivo di rendimento minimo non finalizzato all'applicazione della commissione di *overperformance*.

## **CONSIDERAZIONI**

Le osservazioni formulate in tema di modalità di illustrazione dei rendimenti e, in particolare, di rappresentazioni necessarie degli stessi sono finalizzate ad ampliare le possibilità di reclamizzare il cd. "obiettivo di risultato minimo" dei fondi chiusi.

**1.**Le osservazioni formulate al punto 1. sono apparse non cogliere pienamente la ratio delle regole previste in tema di rappresentazione delle *performance*.

Il ricorso ad analisi statistiche del mercato immobiliare da cui ricavare l'"obiettivo di risultato minimo" non risolve i rischi connessi alla pubblicità di tale "obiettivo" *tout court*. In caso contrario, si finirebbe per conferire "certezza" ad obiettivi di rendimento necessariamente influenzati dall'andamento dell'attività di gestione del fondo, andamento che non risente soltanto degli scenari - peraltro comunque incerti - del mercato immobiliare; pertanto, si ritiene che può essere di una certa utilità per gli investitori far riferimento al suddetto "obiettivo" esclusivamente con riguardo al calcolo del cd. *carried interest*, vale a dire della commissione di *overperformance* spettante alla SGR in sede di riparto del risultato netto di gestione ottenuto alla scadenza del fondo.

Non è apparsa convincente neppure l'ulteriore proposta di ridurre, per i fondi ad apporto, il termine di rappresentazione delle *performance*, attualmente fissato nella Comunicazione in almeno "ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni". Tale proposta, infatti, è stata fondata su un assunto non condivisibile, ossia che prima dei due anni dal richiamo degli impegni soltanto i fondi immobiliari ad apporto siano in grado di esprimere performance significative in quanto sufficientemente patrimonializzati. Ciò che non è sempre vero, perché il processo di patrimonializzazione può essere breve anche in un fondo immobiliare ordinario: ad esempio, a seguito di accordi che si basano su meccanismi del tipo *sale and lease back* è possibile dotare da subito il fondo di un patrimonio sufficientemente adeguato. D'altro canto, se è vero che rispetto ad un fondo "liquido", un fondo adeguatamente patrimonializzato sia in sé potenzialmente idoneo ad esprimere *performance* di una certa significatività, non è vero che tali risultati dipendano esclusivamente dal valore dei beni detenuti in portafoglio, risultando comunque rilevante l'attività gestoria posta in essere. Inoltre, nel prevedere un termine ridotto a 12 mesi per rappresentare le *performance* dei fondi ad apporto, verrebbe trascurato un dato importante, ossia che la valorizzazione della quota dei fondi chiusi (anche ad apporto) avviene normalmente con cadenza almeno semestrale e, quindi, la *performance* rappresentata sarebbe

"costruita" sul calcolo di due soli NAV della quota, così che sarebbe arduo inferire da siffatto limitato dato l'andamento del fondo.

In conclusione, è stato segnalato che la previsione del termine di 24 mesi è stata fissata in modo coerente con le disposizioni del d.m. n. 228/99 in base alle quali " *in caso di quotazione di fondi chiusi, la relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata (...) entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta*" (art. 5, comma 3) e " *i limiti di investimento - che caratterizzano i fondi immobiliari - devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività*" (art. 12- bis, comma 2), e che per la rappresentazione standard delle performance dei fondi aperti, il termine minimo è di 1 anno (cfr. punto 1, Comunicazione n. DIN/1031371).

**2.** Relativamente alle osservazioni formulate al punto 2, al fine di verificarne la loro fondatezza, sono stati esaminati i regolamenti di gestione e i prospetti informativi dei fondi immobiliari cd. *retail*, in nessun caso è risultata la previsione di un "obiettivo di risultato minimo", per così dire, "sganciato" dal meccanismo di calcolo del cd. *carried interest*. È vero, invece, che dell'andamento della gestione (quindi dell'impatto che essa può determinare sul raggiungimento dell'"obiettivo" predetto) l'investitore viene informato nei documenti contabili.

È stato rilevato, peraltro, che la previsione del cd. "obiettivo minimo di risultato" con riferimento al calcolo del cd. *carried interest* è oggetto di regolamentazione Banca d'Italia (cfr. Cap. IV, Sez. II, Par. 13.1 del Provvedimento B.I. 1 luglio 1998) ed è conseguentemente riportato nei regolamenti di gestione dei fondi che lo prevedono. Ciò che necessariamente determina una specificazione nel prospetto informativo, posto che il citato "obiettivo" è parte integrante del meccanismo di calcolo della commissione di *overperformance* che, in base ai vigenti schemi di prospetto allegati al Regolamento Emittenti, deve essere appositamente esplicitato.

Inoltre, è stato precisato che l'indicazione a fini pubblicitari di un "obiettivo di risultato minimo" *tout court*- ossia non utilizzato per il calcolo del cd. *carried interest*- può avere l'effetto di aumentare il rischio di rappresentazioni pubblicitarie non corrette, come invece richiesto dalla vigente normativa.

Per quanto riguarda la proposta adozione del cd. " *Tasso Interno di Rendimento*" per la rappresentazione delle *performance* dei fondi chiusi è stato ritenuto che non sia possibile trattare l'argomento in modo esaustivo se lo si limitasse esclusivamente alla rappresentazione delle *performance* degli OICR di tipo chiuso. Ciò perché, a ben vedere, anche per gli annunci pubblicitari di fondi mobiliari aperti a distribuzione dei proventi si porrebbe una identica questione, accentuata peraltro dalla circostanza che per gli annunci di tali fondi occorre illustrare rendimenti coerenti con quelli "storici" riportati nella Parte II del prospetto informativo.

Pertanto, considerato che la questione è di rilievo generalizzato, la stessa potrebbe trovare - dopo gli opportuni necessari approfondimenti - una compiuta definizione in una sede diversa da quella presente.

Nella presente Comunicazione è stato, invece, precisato esclusivamente che le *performance* dei fondi chiusi devono essere calcolate in base a criteri idonei al fine di considerare i proventi pagati.

Tale soluzione è apparsa, allo stato attuale, la più logica, considerato che, per la rappresentazione delle *performance* dei fondi a distribuzione dei proventi, il ricorso al cd. " *Tasso Interno di Rendimento*" ovvero al diverso criterio di calcolo attualmente in uso (rendimento medio annuo composto rettificato con i proventi distribuiti) risulta non decisivo, in quanto dall'applicazione di quest'ultimo criterio derivano dati che presentano uno scarto minimo rispetto ai dati ricavati applicando il T.I.R..

Peraltro, la scelta che si è adottata è conforme ai criteri generali dettati ex art. 17, commi 1 e 2, del citato Regolamento, in base alle quali " *le informazioni contenute nell'annuncio debbono essere espresse in modo chiaro e corretto*" e " *l'annuncio non deve essere tale da indurre in errore circa le caratteristiche [...] dei prodotti offerti*", nonché alla finalità degli standard redazionali previsti nella Comunicazione n. DIN/1031371 secondo cui occorre " *assicurare la piena comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari, in forza dell'applicazione di criteri oggettivamente definiti ex ante e resi noti al mercato*".

Infine, è apparsa superflua la richiesta di integrare l'avvertenza " *I rendimenti illustrati sono frutto di stime economiche effettuate da esperti valutatori indipendenti. Il diritto al rimborso potrà essere esercitato solo alla/e scadenza/e e alle condizioni predeterminate nel regolamento di gestione del fondo*", specificando che i rendimenti illustrati sono calcolati in funzione del valore della quota del fondo, quale risulta dalla documentazione contabile pubblicata. Ciò perché nella Comunicazione si prevede che " ***In ogni caso le performance rappresentate vanno calcolate in relazione al Net Asset Value del fondo. Non possono essere utilizzate al fine del calcolo dei rendimenti conseguiti i prezzi di mercato delle quote dei fondi***" (settimo capoverso del paragrafo in commento).

Ciò posto è stato adottato il testo dei paragrafi nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

---

note:

1. Purché in misura superiore al 10% e purché si tratti di strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR aperti.

2. Purché di norma in misura superiore ai due terzi del valore complessivo del fondo.

Invero, la forma chiusa è imposta dall'art. 12, comma 1, d.m. 228/1999 anche a tutti i fondi comuni il cui patrimonio venga investito in "crediti e titoli rappresentativi di crediti" (art. 4, comma 2, lett. e), nonché negli "altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale" (art. 4, comma 2, lett. f).

3. Purché in misura superiore al 10% e purché si tratti di strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR aperti. **Cfr. art. 12, d.m. 228/99 per definire in modo più completo i fondi chiusi mobiliari.**

4. Purché di norma in misura superiore ai due terzi del valore complessivo del fondo.

Invero, la forma chiusa è imposta dall'art. 12, comma 1, d.m. 228/1999 anche a tutti i fondi comuni il cui patrimonio venga investito in "crediti e titoli rappresentativi di crediti" (art. 4, comma 2, lett. e), nonché negli "altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale" (art. 4, comma 2, lett. f). **Cfr. art. 12-bis, d.m. 228/99 per definire in modo più completo i fondi chiusi immobiliari.**

5. A condizione che le plusvalenze realizzate con la vendita dei beni non siano reinvestite.

6. Per i fondi mobiliari chiusi quotati il market discount si è attestato nel 2002 su un valore medio pari al 24%, con punte del 37,54% (valore determinato come differenza della media del valore delle quote dei singoli fondi riveniente dai rendiconti annuali e semestrali al 30 dicembre 2001, 30 giugno 2002 e 31 dicembre 2002 e la media dei valori delle quotazioni giornaliere di mercato degli stessi fondi nel periodo 1 gennaio - 31 dicembre 2002). Invero, tale minusvalenza va considerata ipotetica in quanto il rimborso diretto da parte della SGR, e quindi parametrato al NAV, non è in nessun modo ottenibile nel momento in cui le quote vengono dismesse sul mercato secondario. L'assunto presupposto è che, anche alla scadenza del fondo, il NAV risulti superiore al prezzo a cui si è precedentemente venduto.

7. Né la possibilità di dar luogo a rimborsi anticipati rispetto alla naturale scadenza dei fondi ora riconosciuta dall'art. 14 del D.M. n. 228 del 1999 pare in sé idonea a mitigare la natura di lungo periodo dell'investimento in quote di fondi chiusi. ~~Ciò anche in considerazione del fatto che tale possibilità non coinvolge i fondi chiusi attualmente presenti sul mercato, per i quali non sono previsti rimborsi anticipati~~

8. A condizione che le plusvalenze realizzate con la vendita dei beni non siano reinvestite.

9. Per i fondi mobiliari chiusi quotati il market discount si è attestato nel 2002 su un valore medio pari al 24%, con punte del 37,54% (valore determinato come differenza della media del valore delle quote dei singoli fondi riveniente dai rendiconti annuali e semestrali al 30 dicembre 2001, 30 giugno 2002 e 31 dicembre 2002 e la media dei valori delle quotazioni giornaliere di mercato degli stessi fondi nel periodo 1 gennaio - 31 dicembre 2002). Invero, tale minusvalenza va considerata ipotetica in quanto il rimborso diretto da parte della SGR, e quindi parametrato al NAV, non è in nessun modo ottenibile nel momento in cui le quote vengono dismesse sul mercato secondario. L'assunto presupposto è che, anche alla scadenza del fondo, il NAV risulti superiore al prezzo a cui si è precedentemente venduto.

10. Né la possibilità di dar luogo a rimborsi anticipati rispetto alla naturale scadenza dei fondi ora riconosciuta dall'art. 14 del D.M. n. 228 del 1999 pare in sé idonea a mitigare la natura di lungo periodo dell'investimento in quote di fondi chiusi. ~~Ciò anche in considerazione del fatto che tale possibilità non coinvolge i fondi chiusi attualmente presenti sul mercato, per i quali non sono previsti rimborsi anticipati~~

11. E' stata proposta la seguente formula:

m

$$\sum_{k=0}^m X_k(1+i^*)^{-k} - K = 0$$

k=0

12. L'esposizione del provento annuale andrebbe rapportata al valore nominale della quota e/o al NAV della quota alla data di redazione del rendiconto che ha dato origine al pagamento del provento (nel caso di fondi quotati in borsa), nonché al valore di borsa della quota alla data di stacco cedola (nel caso di fondi quotati in borsa).

13. I criteri a tal fine rilevanti sono: 1) il rapporto col tempo (ossia la durata dell'investimento); 2) l'esplicitazione che trattasi di valori al lordo dei costi di transazione (compensi notarili, consulenze legali, esperti indipendenti, etc.).