

Premessa: finalità del modello Assogestioni e regime fiscale dei fondi italiani

L'**obiettivo del modello Assogestioni** per il calcolo della quota lorda di un fondo italiano è quello di eliminare gli effetti che la fiscalità esercita sulla sua quota netta e di ottenere un indice di performance (la quota lorda) che rifletta esclusivamente i risultati della gestione. Tale indice risulta pertanto utilizzabile per operare confronti in ambito internazionale su un piano di parità tra fondi italiani e fondi lordisti di altre giurisdizioni.

I fondi di diritto italiano sono soggetti a una ritenuta d'imposta del 12,5%, calcolata sulla differenza tra valore iniziale e valore finale degli investimenti effettuati nel corso dell'anno. La tassazione colpisce l'incremento del patrimonio netto, cioè la sommatoria di tutte le variazioni positive e negative realizzate dal fondo durante l'anno (tassazione sul risultato netto di gestione). Se, al contrario, il risultato di gestione dovesse risultare negativo, le minusvalenze possono essere portate in detrazione d'imposta per i successivi quattro anni. La tassazione è imputata giornalmente sulla quota del fondo e viene accantonata a riserva fino al regolamento previsto nell'anno successivo. La quota risulta pertanto al netto del prelievo fiscale. Il sottoscrittore è quindi esentato dalla dichiarazione ai fini fiscali di eventuali guadagni ottenuti, perché l'imposta è stata già pagata in via sostitutiva dalla società di gestione. Il fondo a sua volta è un soggetto "lordista", ciò significa che riceve redditi di capitale, interessi e dividendi al lordo delle imposte sostitutive normalmente previste. Il principio della tassazione sul risultato netto di gestione conosce almeno tre eccezioni degne di nota. La prima riguarda alcuni proventi che esso riceve al netto di un'imposta sostitutiva del 27%. La seconda riguarda i proventi esenti da imposte. Entrambi sfuggono a ulteriori prelievi fiscali e vengono esclusi dalla base per il calcolo del risultato netto di gestione cui applicare l'imposta sostitutiva del 12,5%. Una terza eccezione è costituita da una particolare categoria di proventi che il fondo riceve al lordo e su cui è obbligato ad applicare un'imposta sostitutiva del 27%.

Modello per il calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano

1. Introduzione

La maggior parte dei paesi, ad eccezione dell'Italia, non prevede la tassazione dei risultati di gestione in capo al fondo ma rimanda calcolo e prelievo fiscale al momento della dichiarazione individuale dei redditi. A prescindere da considerazioni di opportunità circa le scelte del legislatore italiano, si può intuire che questa differenza nel sistema impositivo dei proventi dei fondi, a parità di altre condizioni, influenza i meccanismi di determinazione della quota netta e quindi delle misure di performance su di essa calcolate.

Come mostriamo in seguito, la quota di un fondo italiano può essere divisa in due parti: una riconducibile all'azione del gestore, l'altra attribuibile all'operare degli effetti fiscali. Tenuto conto di queste considerazioni, ai fini della presente analisi **assumeremo come definizione di quota lorda di un fondo aperto italiano semplicemente la quotazione che questo avrebbe se si eliminassero tutti gli effetti delle imposte sui proventi che esso riceve al lordo**. Si osservi che questa definizione esclude intenzionalmente la "lordizzazione" delle imposte che il fondo subisce alla fonte.

In quest'ottica la determinazione della quota lorda consiste nel calcolo di un indice di performance del fondo depurato completamente degli effetti distorsivi della fiscalità¹ ed in grado quindi di riflettere esclusivamente gli effetti della gestione.

2. Il modello

2.1 Premessa: sintesi della fiscalità italiana sui fondi comuni aperti italiani

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

Proventi di tipo A: sono quelli che il fondo riceve al lordo dell'imposta e per i quali

¹ Intesa nel senso della definizione appena fornita.

ASSOGESTIONI

accantona giornalmente un'imposta sostitutiva del 12,5% che poi liquida in un'unica soluzione il 16 febbraio dell'anno successivo².

Questi proventi rappresentano la maggior parte di quelli percepiti dai fondi e ricomprendono, a titolo esemplificativo: plusvalenze e minusvalenze su azioni e obbligazioni, dividendi azionari, interessi su obbligazioni emesse da società aventi sede in Italia con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani aventi una scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni pubbliche italiane, interessi su obbligazioni emesse da banche aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, interessi su obbligazioni estere aventi scadenza pari o superiore a 18 mesi, proventi e minusvalenze derivanti dalla partecipazione ad oicvm esteri (diversi dai fondi lussemburghesi storici), interessi su conti correnti bancari a condizione che la giacenza media annua non sia superiore al 5% dell'attivo medio gestito.

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

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

Proventi di tipo D: sono tutti i proventi che per qualsiasi motivo sono esenti da imposte in capo al fondo. Ad esempio tutti i proventi derivanti dalla partecipazione a OICR soggetti ad imposta sostitutiva oppure le cedole di obbligazioni BEI, BIRS, CECA ed EURATOM emesse prima del 9 settembre 1992³.

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

² Dal 2001 il versamento può essere rateizzato. Tuttavia tale opzione non altera i risultati del modello.

³ Le plusvalenze e le minusvalenze su questi titoli sono proventi di tipo A.

2.2 Definizioni e ipotesi

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

Il fondo è quotato giornalmente ed è gravato dei soli oneri fiscali; assumiamo quindi che non esistano commissioni di alcun genere. Ipotizziamo inoltre che il fondo non possa prendere denaro in prestito⁴.

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

Sia N_i il valore della quota netta e x_i il numero delle quote in essere al giorno i ⁵. Inoltre, sia T_i l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e di tipo C durante il giorno i . Si osservi che T_i sono imposte accantonate ma ancora a disposizione del gestore fino al giorno in cui vengono liquidate.

Per comodità definiamo la variabile $F_i = N_{i-1}(x_i - x_{i-1})$ che rappresenta il flusso della raccolta netta del fondo all'inizio del giorno i . Si osservi che F_i è il flusso di quei sottoscrittori che hanno chiesto di entrare o di uscire dal fondo durante il giorno $i - 1$ la cui richiesta può però venire soddisfatta *solo* a fine giornata e *dopo* il calcolo della quota. Quindi è come se questo movimento avesse luogo la mattina del giorno i *prima* della riapertura delle contrattazioni⁶.

Si indichi infine con L_i la quota lorda del fondo al tempo i . Obiettivo del nostro modello è determinare L_i in funzione di L_{i-1} , N_i , x_i e T_i .

Per motivi di comodità definiamo anche la variabile ST_i come la somma delle imposte

⁴ Come argomentiamo più avanti queste due ipotesi (zero commissioni e nessun indebitamento diverso da quello fiscale) non sono restrittive nel senso che i risultati del modello che andiamo a sviluppare sono indipendenti sia dal regime commissionale che da eventuali operazioni di indebitamento.

⁵ N_i e x_i sono indicati nel prospetto di calcolo del valore della quota che la SGR è tenuta a redigere giornalmente. Per inciso si osservi che x_i è il numero di quote in essere *durante* il giorno i e non include quindi quelle che verranno emesse/rimborsate a fine giornata *dopo* la fissazione della quota.

⁶ Evidentemente chiamare il flusso in questione F_i (perché ha effetti finanziari solo a partire dalla mattina del giorno i) oppure F_{i-1} (perché è il risultato delle richieste di entrata e uscita pervenute durante il giorno $i - 1$) è solo una questione nominalistica e non ha alcun effetto sui risultati che otterremo.

maturate su proventi di tipo A e C ma non ancora liquidate al termine del giorno i . Per definizione $ST_{i+1} = ST_i + T_{i+1} - TL_{i+1}$ dove TL_{i+1} sono le imposte liquidate al termine del giorno $i + 1$ ⁷.

2.3 Calcolo della quota lorda: dal giorno 0 al giorno 1

Per come è stato definito nell'introduzione, L_i è un indice di performance depurato degli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C.

Più in particolare, se ci poniamo al termine del primo giorno di vita del fondo avremo la seguente situazione.

Alla fine del giorno 0 (coincidente con il primo istante del giorno 1) il patrimonio effettivamente disponibile è pari all'ammontare delle quote $x_0 N_0$ più le imposte su proventi di tipo A e C accantonate ma non ancora versate fino al tempo 0 ($ST_0 = 0$) più il flusso in entrata tra il giorno 0 e il giorno 1 pari a $(x_1 - x_0) N_0$. Questo patrimonio va confrontato con quello detenuto alla fine del giorno 1 pari a $x_1 N_1 + ST_0 + T_1$. Si noti che senza perdita di generalità possiamo porre $L_0 = N_0$.

In altre parole, all'inizio del giorno 1 il gestore riceve $x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0$ e alla fine dello stesso giorno ha $x_1 N_1 + T_1$. Si noti che per come sono state costruite queste due quantità, la loro differenza misura esclusivamente l'operato del gestore e non anche gli effetti del prelievo fiscale sui proventi di tipo A e C.

Di conseguenza il tasso di crescita g_1 della quota lorda, misura dell'"effetto gestore", è pari a:

$$\frac{L_1}{L_0} = 1 + g_1 = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_0 N_0 + (x_1 - x_0) N_0} = \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} \quad (1)$$

da cui si ottiene immediatamente:

$$L_1 = L_0 \frac{x_1 N_1 + T_1}{x_1 N_0} = N_0 \frac{x_1 N_1 + ST_1}{x_1 N_0}$$

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

2.4 Dal giorno $i - 1$ al giorno i

Considerando il passaggio dal generico giorno $i - 1$ al successivo giorno i , dalla definizione

⁷ Se questo giorno è l'ultimo del mese TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo C manifestatisi nel corso del mese che si chiude, mentre se $i + 1$ è il 16 febbraio TL_{i+1} sarà pari alle imposte su proventi di tipo A accantonate durante l'anno precedente.

del tasso di incremento della quota lorda

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

si ottiene:

$$L_i = L_{i-1} \frac{x_i N_i + ST_{i-1} + T_i}{x_i N_{i-1} + ST_{i-1}} \quad (3)$$

2.5 Quando finisce l'anno

Al 31 dicembre di ogni anno si procede all'ultima valorizzazione della quota e al definitivo accantonamento delle imposte dovute sui proventi di tipo A in apposita voce del passivo (se a credito nell'attivo).

Ora, dal momento che debiti e crediti d'imposta su questo tipo di proventi vengono liquidati solo successivamente (a metà febbraio), nel primo mese e mezzo dell'anno successivo il gestore continua effettivamente a disporre, come prima, anche della somma dovuta al fisco (e continua a non disporre dell'eventuale credito d'imposta). Di conseguenza le formule presentate nel paragrafo precedente continuano a valere.

Ad esempio il 15 gennaio dell'anno 2 il calcolo della quota lorda è il seguente:

$$L_{15/1/2} = L_{14/1/2} \frac{x_{15/1/2} N_{15/1/2} + ST_{14/1/2} + T_{15/1/2}}{x_{15/1/2} N_{14/1/2} + ST_{14/1/2}}$$

Si osservi che in questo caso $ST_{14/1/2}$ è pari alla somma delle imposte su proventi di tipo A dell'esercizio precedente (quindi non ancora liquidate), di quelle già maturate nell'anno in corso e di quelle su proventi di tipo C non ancora liquidate.

2.6 Liquidazione delle imposte e formula generale

Se il giorno j (che per noi, sarà il 16 febbraio se si liquidano le imposte sui proventi di tipo A e l'ultimo giorno di ogni mese se si liquidano quelle sui proventi di tipo C) si liquidano le imposte allora all'inizio del giorno $j + 1$ il patrimonio effettivamente disponibile sarà pari a $x_j N_j + ST_j + (x_{j+1} - x_j) N_j$ dove ST_j è pari all'importo delle *imposte maturate ma non liquidate al giorno j* mentre al termine dello stesso giorno il patrimonio disponibile sarà diventato $x_{j+1} N_{j+1} + ST_j + T_{j+1}$.

Di conseguenza l'incremento di patrimonio conseguito dal gestore il giorno $j + 1$ sul giorno j potrà essere calcolato con le formule già presentate in precedenza. Si abbia solo l'accortezza di osservare che mentre ST_{j-1} contiene anche il debito d'imposta da liquidare il

giorno j , ST_j non lo comprende più.

Le relazioni appena presentate possono essere facilmente estese a qualunque momento della vita del fondo. **Concludiamo quindi che la quota lorda di un qualunque giorno i di un qualunque anno a è così determinata:**

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

2.7 Se il fondo paga commissioni

Il modello sviluppato finora prevede che il fondo sia gravato dei soli oneri fiscali. Se si rilassa questa ipotesi e si consente che il fondo paghi anche altri tipi di oneri (ad esempio, le commissioni) i risultati ottenuti in precedenza non variano nel senso che, *posto che l'obiettivo della formula di lordizzazione è quello di eliminare solamente gli effetti della tassazione sui proventi di tipo A e C sulla quota netta*, tutti gli altri effetti sulla stessa generati da altri tipi di oneri devono essere ignorati. Non è quindi necessario conoscere se e quanto il fondo paga in commissioni; semplicemente tali oneri attraverso la loro azione sulla quota netta andranno a modificare la quota lorda e questo effetto, coerentemente con le ipotesi del modello originale, non dovrà essere rimosso. Si osservi che ciò implica che due fondi gestiti effettuando le medesime scelte di investimento ma contraddistinti da due regimi commissionali differenti avranno giocoforza due diverse serie storiche della quota lorda (più bassa quella del fondo che paga maggiori commissioni).

3. Osservazioni

3.1 Versione analitica della quota lorda

Se si ipotizza che il fondo percepisca esclusivamente redditi di tipo A (soggetti ad imposta sostitutiva $\tau = 12,5\%$) si dimostra agevolmente che i risultati ottenuti nella sezione precedente possono essere riscritti secondo la seguente formulazione (che chiameremo "analitica"):

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

dove:

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

In termini di **flussi**:

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

inoltre:

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

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

3.2 La quota netta dipende dalla variazione del numero di quote

Riprendendo un tema anticipato nell'introduzione, utilizziamo il modello appena presentato per mettere in luce l'esatta influenza che la fiscalità ha sul meccanismo di determinazione della quota netta e per chiarire il principio che governa il modello di determinazione della quota lorda.

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

Questa osservazione apre la strada ad un'analogo interrogativo circa le proprietà della quota lorda appena determinata. Nella sezione successiva mostreremo che questa, a differenza della quota netta (dalla quale peraltro dipende) è indipendente dal numero di quote del fondo e costituisce così un'effettiva misura time-weighted della performance del

gestore.

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

Tornando alla quota netta, per la 4 e per la 7 e sotto l'ipotesi analitica⁸ sappiamo che:

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

risolvendo in N_i si ottiene:

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

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

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

La 8 dimostra che la quota netta del giorno i è il risultato della quota netta del giorno precedente rivalutata al tasso di crescita imputabile al gestore $N_{i-1}(1 + g_i)$ meno l'*effetto diretto* della tassazione sul risultato di gestione $N_{i-1}g_i\tau$ più la quantità $\frac{g_i ST_{i-1}(1 - \tau)}{x_i}$ che può essere interpretata come l'*effetto indiretto* della fiscalità operante attraverso le imposte già maturate ma non ancora liquidate fino al giorno $i - 1$. Proprio l'esistenza di questa componente dimostra che la quota netta dipende anche da x_i .

A commento di questo risultato alcune osservazioni risultano doverose.

Primo: la quota netta dipende da x_i in maniera inversamente proporzionale, quindi, a parità di altre condizioni, più alto è il numero delle quote meno importante è l'effetto che una sua variazione genera su N_i . Al contrario, l'effetto del flusso di raccolta sulla quota netta è massimo quando x_i si avvicina velocemente a 0 e la quantità ST_{i-1} non si riduce in maniera adeguata.

Secondo: la dipendenza di N_i da x_i è regolata dal fattore di proporzionalità $g_i ST_{i-1}(1 - \tau)$.

Da ciò si deduce che in assenza di tassazione ($\tau = 0$ e $ST_{i-1} = 0$) x_i non è in grado di esercitare alcuna influenza sulla quota netta. Per inciso si noti che in questo caso la

⁸ Tutte le argomentazioni che seguono sono sviluppate sotto l'ipotesi che il fondo percepisca solamente redditi di tipo A. Si dimostra che indebolendo questa ipotesi si ottengono risultati del tutto analoghi nel loro significato (anche se leggermente diversi e meno significativi nella loro formulazione analitica).

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

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

A titolo di esempio, si ipotizzi che $x_i N_{i-1} = 10$ con $x_i = 1$ e che $ST_{i-1} = 1000$. In questo caso il gestore avrà a disposizione un patrimonio complessivo pari a 1010 e un suo incremento sia pur piccolo (ad esempio $g_i = +1\%$) si rifletterebbe a livello di quota netta in un incremento $\pi_i = +88,3\%$ (per altri esempi si veda oltre).

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

3.3 Quota lorda e flussi di raccolta netta del fondo

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

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

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

tenuto conto della 8 si ottiene semplicemente:

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

quindi

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

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

3.4 Alcuni esempi

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

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

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

La quota netta, invece, mostra un andamento più variegato a causa della sua parziale dipendenza da x_i . In particolare si noti che il giorno 7, a fronte di un consistente deflusso di risorse dal fondo (le quote passano di colpo da 80 a una sola), mentre $g_i = -5\%$, la variazione della quota netta è di ben 4 volte superiore. La stessa cosa si sarebbe verificata se fosse stato $g_i = 5\%$ (nel qual caso avremmo avuto ovviamente $\Delta_N = +21,8\%$). Come illustrato analiticamente in precedenza questo fenomeno di amplificazione è sintomo dell'operare dell'effetto fiscale indiretto e può essere misurato dal rapporto $ST_{i-1}/(x_i N_{i-1})$. Dal momento che questo fatto costituisce una fonte di distorsione del rapporto quota netta/quota lorda che, in particolari circostanze, può diventare anche molto consistente, è opportuno ribadire l'opportunità che in sede di valutazione delle capacità di un gestore (oltre che nei confronti internazionali) si utilizzi la quota lorda e non quella netta. A

rafforzare questo suggerimento, valga quest'ultimo esempio:

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

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

3.5 Lordizzazione delle commissioni e indebitamento

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

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

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

si "scaricano" sulla quota netta.

In quest'ottica, analogamente a quanto accade per le imposte su proventi di tipo A e C, le commissioni di gestione vengono in genere calcolate quotidianamente sul valore complessivo netto del fondo, accantonate e liquidate in un periodo successivo (ad esempio ogni primo giorno del mese). Si definisca quindi T'_i come l'importo delle imposte maturate sui proventi di tipo A e C durante il giorno i più le commissioni accantonate durante lo stesso giorno. ST'_i indica invece la somma delle imposte su proventi di tipo A e C e delle commissioni maturate ma non ancora liquidate al termine del giorno i .

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

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

Ancora più in generale, se si estende l'interpretazione della variabile ST'_i fino a farla coincidere con la somma di tutti i debiti del fondo (tra cui oltre a quelli verso l'erario e verso il gestore troveremo quelli legati ai prestiti concessi da terzi) la (10) risulta in grado di depurare da qualsiasi effetto leva (fiscale, commissionale e leva "classica") il risultato della gestione complessiva del fondo. La leva fiscale e quella commissionale, come già è stato spiegato, operano attraverso un differimento temporale tra l'istante in cui la quota netta subisce il prelievo fiscale/commissionale e quello in cui il fondo paga effettivamente questi oneri ai relativi creditori; tale differimento genera un debito in capo al fondo e il debito a sua volta genera un effetto leva sui rendimenti netti. Per converso, la leva "classica" opera quando il gestore prende intenzionalmente a prestito denaro da terzi⁹.

Nonostante l'interesse teorico che questa estensione del modello originale di lordizzazione può eventualmente suscitare, si ritiene utile sottolineare che la formula "ufficiale" di lordizzazione (la (4) di pagina 6) prevede la **sterilizzazione dei soli effetti fiscali** dal momento che l'obiettivo del modello è quello di ripristinare adeguate condizioni di confrontabilità tra fondi soggetti alla fiscalità italiana e non.

3.6 Quando il fondo distribuisce proventi

Il modello per il calcolo della quota lorda può essere facilmente esteso anche ai fondi che

⁹ Stiamo ovviamente ipotizzando che il fondo possa indebitarsi. Si ricorda che nell'ambito della normativa italiana (ed europea) ciò è permesso solo per determinate finalità e con precisi limiti quantitativi.

ASSOGESTIONI

prevedono la distribuzione dei proventi.

La distribuzione dei proventi deliberata dalla SGR ha luogo alla chiusura del giorno j e consiste nella decurtazione del patrimonio netto dell'importo P_j pro-quota che si desidera mettere in pagamento. Quindi al termine del giorno j il patrimonio netto è pari a $x_j N_j$ mentre il totale dei proventi messi in pagamento ammonta a $x_j P_j$. Durante questo giorno le risorse complessive a disposizione del gestore passano da $x_j N_{j-1} + ST_{j-1}$ a $x_j(N_j + P_j) + ST_{j-1} + T_j$. Ne segue che la formula modificata per tener conto della distribuzione dei proventi diventa:

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

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