

Immaginate di dover puntare sul cavallo vincente di una corsa. Probabilmente nella scelta dovrebbe considerare, oltre alle qualità del cavallo e del fantino, anche il peso (del cavallo stesso, del fantino e della bardatura) che ciascun cavallo è "costretto" a sopportare nella corsa. L'importanza di questa valutazione risiede nel fatto che il peso rappresenta l'unico elemento certo che può essere valutato, al contrario della prestazione finale che è, per definizione, incerta.

CAVALLI & FANTINI
Fuor di metafora, la valutazione e la scelta di un fondo comune dovrebbero tenere conto anche del fattore dei costi (il peso) in maniera corretta e completa (del cavallo, del fantino e della bardatura) proprio per individuare non tanto i gestori "bravi", ma capovolgendo il discorso, quei gestori che potrebbero fare meno fatica durante la corsa, avendo una struttura di costi più leggera.

Ritornando alla metafora, il gestore non è rappresentabile nel fantino ma nel cavallo (lasciamo al lettore immaginare chi potrebbe rappresentare il fantino e la bardatura). Il valore del cavallo potrebbe infatti

* PROGETICA, società di consulenza e formazione, è specializzata nella progettazione e realizzazione di:
• metodologie di analisi e valutazione quantitativa dei mercati e dei servizi d'investimento;
• modelli di gestione degli investimenti basati sulle teorie dell'efficienza;
• disegni dell'offerta di servizi e prodotti finanziari ed assicurativi;
• sistemi postazioni finanziarie e di vendita dei servizi finanziari e assicurativi rilanciati dopo verifica concreta sul campo.

PROGETICA srl
Via Marsala, 11 - 20121 Milano
Tel. 02/29.06.01.15
Fax. 02/65.52.573
E-mail: progetica@progetica.com

essere eccellente, ma il peso da sopportare potrebbe essere così rilevante da appannarne le qualità.

In altre parole, strutture di costi più basse aumentano la probabilità, a parità di condizioni, di ottenere maggior rendimento poiché il gestore farà, teoricamente, una minor "fatica" per produrlo.

Questo ragionamento trova qualche conferma in alcune ricerche d'oltreoceano. Una delle analisi più autorevoli è certamente quella effettuata dalla SEC (l'organo di controllo dei mercati finanziari statunitensi) che nel '95 individuò una relazione sorprendente tra incremento dei costi e riduzione del rendimento: per ciascun punto percentuale di incremento del livello delle spese la riduzione del rendimento annuale rilevata non era dell'1% bensì dell'1,9%. L'importanza del ruolo dei costi nella scelta di un fondo vincente è stata messa in risalto da diversi guru della ricerca quantitativa statunitense.

Martin J. Gruber, nel suo articolo *Another Puzzle: the Growth in Actively Managed Mutual Funds* (*The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 3, luglio '96), verificò che i fondi con una struttura di spese leggera overperformano consistentemente quelli con una struttura più pesante.

Burton G. Malkiel, nella ricerca *Returns from Investing in Equity Mutual Funds, 1971 to 1991*, pubblicata da *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2 (giugno '95), evidenziò che, in generale, i fondi non acquisiscono rendimenti tali e sufficienti da giustificare le spese di gestione. Ed infine, è famosa la risposta di **William Sharpe**, Nobel dell'Economia del '90, a chi chiedeva il miglior criterio di scelta di un fondo: «The first thing to look at is the expense ratio».

**INVESTIRE HA MESSO SOTTO ANALISI 35 DEI 74 AZIONARI ITALIA.
CON UN INDICATORE DI EFFICIENZA DELLA PERFORMANCE. E SI SCOPRE...**

Ouelli più esosi rendono meno

L'importanza del fattore richiede dunque una attenzione particolare ed una metodologia di analisi e valutazione dei costi quanto più corretta e completa

CRITERI INSUFFICIENTI

A tal proposito abbiamo cercato di evidenziare (Portofoglio su Misura, Quaderno 5, Investire, maggio 2001) l'insufficiente e la genericità delle valutazioni dei costi così come effettuata da diversi giornali o siti specializzati. Nello stesso Quaderno abbiamo anche proposto un modello che, mediante un indice di Efficienza della Struttura dei Costi (E.S.C.), potesse migliorare

l'analisi del fenomeno sotto il profilo della precisione e della comprensione. Per quanto riguarda il miglioramento del grado di precisione, è evidente che ciò si può ottenere analizzando tutte le singole voci di spesa rilevabili dalla documentazione contrattuale, adeguandole con le periodicità corrette e dunque in una prospettiva dinamica dell'investimento nel tempo. In modo particolare è necessario tenere in considerazione, se vi sono, le commissioni di performance che, secondo una nostra stima su un campione di oltre 1000 OICR hanno un peso pari a circa il 13% delle commissioni di gestione (e quindi, se

presenti, possono assumere un carico sensibilmente più elevato). Per quanto riguarda il miglioramento della comprensione dell'impatto dei costi è forse opportuno misurarli in termini di "minor fatica" potenziale del gestore nel produrre il rendimento.

Ci può essere misurato dal rapporto di efficienza (E.S.C.) tra "l'incremento di capitale ottenuto dall'investitore" e "l'incremento di rendimento generato dal gestore". Quest'indicatore, in sostanza, evidenzia percentualmente quanto del rendimento generato dal gestore viene "retrocesso" all'investitore. Quanto più alto è il valore del rap-

porto E.S.C. tanto più il fondo potrà essere valutato favorevolmente in quanto, a parità di risultato finale per l'investitore, al Gestore sarà richiesto un minore sforzo.

Per avere una idea generale del peso dei costi sul rendimento, l'analisi effettuata nel Quaderno citato ha condotto alla determinazione di un E.S.C. medio (su ca. 1000 fondi e SICAV) del 70%. In altre parole, il 30% del rendimento realizzato dai gestori serve a coprire i costi e le imposte che gravano sugli OICR.

Ma l'utilizzo dell'E.S.C. può condurre a risultati particolarmente singolari.

Tabella 1 - AZIONARI ITALIA - PIC - versamento 25 mil - 16,6% - durata 2 anni - Cap. Fin. 33.988.900

Nome Fondo	Imposte Italiane	Società di gestione						Banche depositarie			E.S.C.
		Totali	Comm. ingresso	Comm. uscita	DR/ES	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totali	Comm.	Dritti	
1. Azzurri Previdenza	1.105.856	958.078	250.000	0	3.873	374.203	0	50.000	50.000	0	2.163.718 90,4%
2. Quadrifoglio Azionario Italia	1.154.519	1.034.428	0	106.502	9.681	868.335	1.884	50.000	50.000	0	2.248.613 70,9%
3. Arca Azioni Italia	1.138.525	1.069.511	0	0	7.745	1.081.765	0	41.926	41.925	0	2.248.862 70,9%
4. Area IPM Titizero	1.138.526	1.069.511	0	0	7.745	1.081.765	0	41.926	41.925	0	2.248.862 70,9%
5. B.P.M. Azionario Italia	1.138.799	1.071.845	0	0	9.100	1.081.765	0	41.926	41.925	0	2.248.862 70,9%
6. Prime Capital	1.139.226	1.072.370	375.000	0	12.000	1.082.297	0	56.710	56.710	0	2.333.868 70,3%
7. Gestisalvo Italia	1.139.514	1.077.636	0	0	8.681	1.087.956	0	27.406	27.406	0	2.344.856 70,3%
8. Capitalist Italia	1.139.389	1.164.771	0	0	13.554	1.081.717	88.508	60.168	60.168	0	2.364.862 70,1%
9. Synoptria Azionario Italia	1.170.214	1.191.569	0	0	46.497	886.516	243.782	47.986	47.985	0	2.410.207 70,8%
10. Venetobal	1.178.329	1.202.742	0	543.322	0	888.420	0	58.287	58.287	0	2.471.368 70,4%
11. Leonardo Azionario Italia	1.206.903	3.211.375	500.000	0	0	711.875	0	52.835	52.835	0	2.471.353 70,4%
12. Oltremare Adesivo	1.186.227	1.099.324	500.000	0	1.400	1.081.765	0	14.948	14.948	0	2.333.868 70,3%
13. Credito Italiano	1.184.273	1.238.190	0	0	15.383	1.087.273	140.147	10.996	10.996	0	2.403.118 70,3%
14. Comparto Azioni Italia	1.184.733	1.215.728	375.000	0	4.680	906.895	0	47.494	47.494	0	2.548.863 70,1%
15. Il Pomeriggio Italia	1.184.244	1.325.374	0	0	23.235	658.227	353.912	58.904	58.904	0	2.548.124 70,0%
16. Leonardi Small Caps	1.211.341	1.420.208	500.000	0	0	906.259	0	52.575	52.575	0	2.214.292 76,8%
17. Geopacifica	1.239.053	1.458.979	750.000	0	0	708.579	0	53.185	53.185	0	2.721.217 76,5%
18. Epia Azioni Italia	1.206.098	1.553.463	500.000	0	1.482	1.082.011	0	15.949	15.949	0	2.770.419 76,4%
19. Epia Mkt Cap Italia	1.206.045	1.583.463	500.000	0	1.482	1.082.011	0	23.376	23.376	0	2.776.465 76,4%
20. Euroinvestor Azioni Italiane B	1.183.858	1.812.292	500.000	0	343.372	8.096	900.000	311.023	311.023	0	2.770.455 76,3%
21. Comparto Italia	1.183.858	1.812.292	500.000	0	5	871.118	220.485	24.722	24.722	0	2.770.455 76,3%
22. Gariboldi Bonitalia	1.246.615	1.781.858	812.500	0	8.681	929.477	0	58.030	58.030	0	3.051.252 74,6%
23. F&F Lavori Italia	1.215.448	1.795.100	0	805.400	11.017	1.078.132	0	41.607	41.607	0	3.051.865 74,6%
24. Credit Suisse Adesivo Italia	1.247.871	1.867.794	875.000	0	5.992	946.173	42.586	0	0	3.115.577 74,2%	
25. Zerfa Azionario	1.286.143	1.822.904	750.000	0	7.900	1.065.004	0	63.925	63.925	0	3.138.973 74,1%
26. Zeta Azionario	1.275.638	1.987.545	1.000.000	0	10.059	783.759	223.328	78.508	78.508	0	3.241.180 72,9%
27. FM Gestione Italia	1.284.796	2.125.718	1.250.000	0	11.817	864.007	0	63.025	63.025	0	3.465.875 72,7%
28. FAF Select Italia	1.284.796	2.125.718	1.250.000	0	11.617	864.007	0	62.725	62.725	0	3.465.875 72,7%
29. Comparto Italia	1.284.416	2.463.725	1.000.000	0	943.031	2.167.769	56.954	56.954	56.954	0	3.467.021 71,9%
30. Credito Italiano	1.284.416	2.463.725	1.000.000	0	868.464	868.464	58.863	58.863	58.863	0	3.225.801 70,7%
31. Credito Italiano Indice	219.435	2.627.308	0	517.698	11.616	1.438.768	667.234	72.577	72.577	0	3.310.517 69,6%
32. Euroinvestor Indice	1.283.752	2.613.381	1.125.000	0	9.990	922.633	568.185	73.344	73.344	0	3.270.000 69,3%
33. RAI Piazza Affari	1.269.230	2.754.242	1.000.000	0	16.458	868.429	668.355	34.779	34.779	0	4.058.251 66,9%
34. Euroinvestor Azioni Italiane	1.284.116	2.747.652	750.000	1.001.203	0	946.448	0	60.074	60.074	0	4.171.842 66,3%

NON ESISTONO FONDI CARI IN SE'

La finalità di questo studio, condotto sui fondi comuni italiani affini al **comparto degli azionari Italia**, è quella di valutare il comportamento dell'E.S.C. in diverse condizioni d'analisi.

Più in particolare abbiamo voluto verificare se e quanto l'indicatore di efficienza della struttura dei costi evidenziasse differenze di valutazioni tra i fondi in funzioni dell'importo versato, del rendimento atteso, della durata dell'investimento e della modalità di versamento (**forma PIC e forma PAC**).

Per tale motivo sono state elaborate differenti classifiche dei fondi (vedi tabelle 1 - 6), ciascuna delle quali coerente con le condizioni di analisi definite (vedi box "La ricerca sulla base dell'E.S.C.", pag. 24). Ciò che risulta evidente da opportuni confronti tra le diverse tabelle è che la **valutazione dei fondi può variare, a volte anche significativamente**, in funzione di differenti tempi di investimento (cfr. tabella 1 vs. tabella 2), di differenti importi investiti (cfr. tabella 2 vs. tabella 3), di differenti rendimenti

attesi (cfr. tabella 1 vs. tabella 4), di differenti modalità di versamento (cfr. tabella 1,2,3,4 vs. tabella 5,6), di combinazioni di più fattori (cfr. tabella 5 vs. tabella 5 per durata dei piani ed importo delle rate dei PAC).

Questi risultati consentono dunque di **ridimensionare l'idea che esistano fondi più o meno costosi in sé** in quanto una valutazione corretta non può prescindere da **variabili connesse all'investitore** (che comunque deve decidere tempo, importo e modalità di versamento) e da **variabili connesse al mercato** (rendimento atteso). Da questi dati risulta che la valutazione oggettiva deve essere necessariamente "soggettivizzata" sul caso specifico dell'investitore e dunque ciò richiede un **approccio personalizzato** al problema, con buona pace delle graduatorie dei costi che vengono spesso pubblicate sulla stampa specializzata.

L'analisi e le valutazioni dei costi dovrebbero essere una prerogativa dei broker finanziari o dei gestori di portafogli multimanager; mentre le

classifiche, necessariamente generali, della stampa specializzata dovrebbero indicare, più correttamente, ciò che scaturisce da un calcolo medio di differenti condizioni di analisi per poter informare sulla "onerosità" media di ciascun OICR. Ad esempio, partendo dalle 6 classifiche prodotte, potrebbe essere opportuno calcolare un E.S.C. medio per ciascun OICR (v. tabella 7) per poi evidenziare quelli preferibili (con un E.S.C. superiore di 1 deviazione standard rispetto alla media, evidenziati in blu nella tabella 7) e quelli sconsigliabili (con un E.S.C. inferiore di 1 deviazione standard sotto la media, evidenziati in rosso nella tabella 7).

Confidiamo che queste argomentazioni possano essere un contributo, per quanto modesto, ad una razionale e corretta valutazione dei costi degli OICR. Naturalmente il problema, in sé particolarmente delicato e complesso, può arricchirsi oltremodo individuando le relazioni (trade off) tra costi ed efficienza gestionale degli OICR.

Tabella 2 - AZIONARI ITALIA - PIC - versamento 25 mln - 16,6% - durata 5 anni - Cap. Fin. 53.880.642

Nome fondo	Imposte italiane	Società di gestione						Banca Depositaria				E.S.C.
		Totale	Comm. Ingresso	Comm. Uscita	Diritti	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totale	Comm.	Diritti	Totale spesa	
1. Aureo Previdenza	3.659.999	2.517.030	250.000	0	3.873	2.263.157	0	188.605	188.605	0	6.365.634	81,94%
2. Primo Capital	3.682.293	2.646.285	375.000	0	12.000	2.259.285	0	181.963	181.963	0	6.510.541	81,60%
3. Prime Italy	3.682.293	2.646.285	375.000	0	12.000	2.259.285	0	181.963	181.963	0	6.510.541	81,60%
4. Venenoblue	3.629.813	2.842.009	0	0	0	2.842.009	0	189.475	189.475	0	6.661.298	81,26%
5. Venetoventure	3.629.813	2.842.009	0	0	0	2.842.009	0	189.475	189.475	0	6.661.298	81,26%
6. Leonardo Azionario Italia	3.705.105	2.787.554	500.000	0	0	2.287.554	0	169.201	169.201	0	6.661.859	81,26%
7. Quadrifoglio Azionario Italia	3.631.029	2.851.218	0	0	9.681	2.841.537	0	189.444	189.444	0	6.671.691	81,23%
8. Oltremare Azionario	3.691.250	2.942.891	500.000	0	1.452	2.441.439	0	54.463	54.463	0	6.688.604	81,20%
9. Gepocapital	3.737.566	3.027.943	750.000	0	0	2.277.943	0	170.884	170.884	0	6.930.393	80,63%
10. Arca Azioni Italia	3.633.139	3.419.090	0	0	7.748	3.411.344	0	134.381	134.381	0	7.186.610	80,07%
11. Arca BPB Tiziano	3.633.139	3.419.090	0	0	7.748	3.411.344	0	134.381	134.381	0	7.186.610	80,07%
12. B.P.VI Azionario Italia	3.633.382	3.421.005	0	0	9.682	3.411.323	0	134.380	134.380	0	7.186.767	80,07%
13. Carifondo Azioni Italia	3.678.904	3.391.219	375.000	0	4.840	3.011.379	0	152.597	152.597	0	7.222.720	79,99%
14. Leonardo Small Caps	3.712.137	3.552.991	500.000	0	0	3.052.991	0	169.313	169.313	0	7.434.441	79,53%
15. Gestieffe Italia	3.634.722	3.762.309	0	0	9.681	3.752.628	0	88.052	88.052	0	7.485.083	79,42%
16. Symphonia Azionario Italia	3.679.148	3.666.538	0	0	48.407	2.889.575	728.556	154.141	154.141	0	7.499.827	79,39%
17. Capitalgest Italia	3.634.029	3.696.655	0	0	13.554	3.411.187	272.114	193.317	193.317	0	7.524.201	79,33%
18. F&F Largest Italia	3.633.810	3.763.758	0	0	11.617	3.752.141	0	132.652	132.652	0	7.530.220	79,32%
19. Epta Azioni Italia	3.694.069	3.883.261	500.000	0	1.452	3.381.809	0	54.485	54.485	0	7.631.814	79,10%
20. Credit Suisse Azionario Italia	3.741.053	3.908.222	875.000	0	9.992	3.023.230	0	0	0	0	7.649.275	79,06%
21. Epta Mid Cap Italia	3.694.131	3.883.260	500.000	0	1.452	3.381.808	0	75.146	75.146	0	7.652.536	79,05%
22. Fondo Crescita	3.725.736	3.742.707	750.000	0	0	2.992.707	0	189.574	189.574	0	7.658.017	79,04%
23. Euromobiliare Azioni Italiane B	3.635.469	3.780.967	0	0	9.990	3.025.301	751.676	240.033	240.033	0	7.662.469	79,03%
24. Gesticredit Borsitalia	3.734.800	3.811.091	812.500	0	9.881	2.988.910	0	189.343	189.343	0	7.735.235	78,87%
25. Grifoglobal	3.699.516	3.895.372	500.000	0	0	2.819.272	576.100	238.133	238.133	0	7.833.021	78,66%
26. BN Azieni Italia	3.658.749	3.925.473	0	0	19.363	3.464.398	441.712	288.808	288.808	0	7.873.030	78,56%
27. Zeta Adenario	3.771.162	3.862.038	1.000.000	0	10.000	2.423.079	428.959	250.919	250.919	0	7.884.118	78,56%
28. F&F Gestione Italia	3.788.067	4.041.581	1.250.000	0	11.617	2.779.964	0	129.732	129.732	0	7.959.380	78,39%
29. F&F Select Italia	3.788.067	4.041.581	1.250.000	0	11.617	2.779.964	0	129.732	129.732	0	7.959.380	78,39%
30. Bipiemme Italia	3.656.908	4.239.085	0	0	23.235	3.078.712	1.137.138	192.468	192.468	0	8.088.461	78,12%
31. Centrale Italia	3.777.107	4.128.378	1.000.000	0	0	3.027.690	100.686	189.278	189.278	0	8.094.760	78,11%
32. Zenit Aziceario	3.748.216	4.179.663	750.000	0	7.900	3.421.763	0	224.840	224.840	0	8.152.719	77,99%
33. Euromobiliare Azioni Italiane	3.777.997	5.254.698	1.125.000	0	9.990	2.966.987	1.152.721	235.585	235.585	0	9.268.281	75,70%
34. Ras Capital	3.640.113	5.703.661	0	0	16.458	2.845.364	2.841.839	113.820	113.820	0	9.457.594	75,33%
35. Cisalpino Indice	3.655.714	6.522.357	0	0	11.618	4.558.413	1.952.326	231.062	231.062	0	10.409.133	73,51%
36. Ras Piazza Affari	3.785.882	6.605.435	1.000.000	0	16.458	2.796.219	2.792.758	111.854	111.854	0	10.482.971	73,37%



LA RICERCA SULLA BASE DELL'E.S.C.

Le elaborazioni sono state effettuate su **35 dei 74 fondi appartenenti alla categoria azionari Italia** in quanto le rispettive SGR, interpellate nei mesi di gennaio e febbraio 2001, hanno acconsentito ad inviare la documentazione contrattuale.

Le classifiche sono state redatte sulla base dell'E.S.C. che consente di valutare gli OICR appartenenti alla categoria, fissato capitale iniziale, tempo e rendimento obiettivo; per il calcolo delle commissioni di performance, come rendimento dei parametri di riferimento è stato adottato il rendimento obiettivo (se il parametro è coerente con la categoria Assogestioni di appartenenza), oppure un rendimento coerente ai diversi parametri adottati dal fondo (Indici Istat, Indici Fondi Fideuram, ecc...).

Per valutare i diversi comportamenti dell'E.S.C. dei fondi nelle varie situazioni sono state fatte le seguenti simulazioni:

Tabella 1 - investimento iniziale di Lit. 25.000.000, durata dell'investimento 2 anni, rendimento atteso dell'investitore 16,6 % annuo (pari al rendimento medio annuo lordo dell'indice MSCI Italia negli ultimi 5 anni).

Tabella 2 - investimento iniziale di Lit. 25.000.000, durata dell'investimento 5 anni, rendimento atteso dell'investitore 16,6 % annuo (pari al rendimento medio annuo lordo dell'indice MSCI Italia negli ultimi 5 anni).

Tabella 3 - investimento iniziale di Lit. 150.000.000, durata dell'investimento 5 anni, rendimento atteso

dell'investitore 16,6 % annuo (pari al rendimento medio annuo lordo dell'indice MSCI Italia negli ultimi 5 anni).

Tabella 4 - investimento iniziale di Lit. 25.000.000, durata dell'investimento 2 anni, rendimento atteso dell'investitore 12,0 % annuo.

Tabella 5 - PAC Lit. 250.000 per 72 versamenti, rendimento atteso dell'investitore 16,6 % annuo (pari al rendimento medio annuo lordo dell'indice MSCI Italia negli ultimi 5 anni).

Tabella 6 - PAC Lit. 1.000.000 per 132 versamenti, rendimento atteso dell'investitore 16,6 % annuo (pari al rendimento medio annuo lordo dell'indice MSCI Italia negli ultimi 5 anni).

Nelle tabelle di valutazione degli investimenti PIC è stato inserito il fondo Gesticredit Fondo Crescita, anche se tale fondo è sottoscrivibile con importi minimi di 500.000 Euro (importo che viene ridotto a 2.500 Euro, per la sottoscrizione all'interno delle Gestioni Patrimoniali del Credito Italiano).

Sempre nelle medesime tabelle il fondo Euromobiliare Azioni Italiane è stato valutato sia nella sua alternativa A (con commissioni d'ingresso) che nell'alternativa B (con commissioni d'uscita).

Nelle tabelle di valutazione degli investimenti PAC non compaiono i 5 fondi che non prevedono questa forma d'investimento. Sempre nelle medesime tabelle, per rendere raf-

Tabella 3 - AZIONARI ITALIA - PIC - versamento 150 mln - 16,6% - durata 5 anni - Cap. Fin. 323.283.851

Nome fondo	Imposto Italiano	Società di gestione						Banca Depositaria			E.S.C.
		Totale	Comm. Ingresso	Comm. Uscita	Diritti	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totale	Comm.	Diritti	
1. Aureo Previdenza	21.957.561	15.083.573	1.500.000	0	3.873	13.579.700	0	1.131.691	1.131.691	0	38.172.826 81,95%
2. Leonardo Azionario Italia	22.042.280	15.282.658	1.500.000	0	0	13.782.658	0	1.019.618	1.019.618	0	38.344.556 81,88%
3. Prime Capital	22.086.219	15.818.167	2.250.000	0	12.000	13.556.167	0	1.091.783	1.091.783	0	38.996.169 81,63%
4. Prime Italy	22.086.219	15.818.167	2.250.000	0	12.000	13.556.167	0	1.091.783	1.091.783	0	38.996.169 81,63%
5. Gepocapital	22.142.865	16.003.920	2.250.000	0	0	13.753.920	0	1.031.776	1.031.776	0	39.178.561 81,56%
6. Oltremare Azionario	22.090.083	17.219.521	2.550.000	0	1.452	14.668.069	0	327.211	327.211	0	39.636.815 81,38%
7. Venetoblue	21.778.881	17.052.052	0	0	0	17.052.052	0	1.136.853	1.136.853	0	39.967.786 81,26%
8. Venetoventure	21.778.881	17.052.052	0	0	0	17.052.052	0	1.136.853	1.136.853	0	39.967.786 81,26%
9. Quadrifoglio Azionario Italia	21.780.096	17.061.262	0	0	9.681	17.051.581	0	1.136.821	1.136.821	0	39.978.179 81,25%
10. Carifondo Azioni Italia	21.976.210	19.613.524	1.500.000	0	4.840	18.106.684	0	917.550	917.550	0	42.507.283 80,30%
11. Leonardo Small Caps	22.084.475	19.894.463	1.500.000	0	0	18.394.463	0	1.020.294	1.020.294	0	42.899.232 80,12%
12. Arca Azioni Italia	21.793.968	20.476.242	0	0	7.746	20.468.496	0	806.300	806.300	0	43.076.511 80,09%
13. Arca BPB Tiziano	21.793.968	20.476.242	0	0	7.746	20.468.496	0	806.300	806.300	0	43.076.511 80,09%
14. B.PVI Azionario Italia	21.794.211	20.478.157	0	0	6.682	20.468.475	0	806.299	806.299	0	43.078.667 80,09%
15. Credit Suisse Azionario Italia	22.157.504	21.269.526	3.000.000	0	9.992	18.259.534	0	0	0	0	43.427.029 79,96%
16. F&F Gestione Italia	22.344.369	21.342.695	4.500.000	0	11.617	16.831.078	0	785.451	785.451	0	44.472.515 79,58%
17. F&F Select Italia	22.344.369	21.342.695	4.500.000	0	11.617	16.831.078	0	785.451	785.451	0	44.472.515 79,58%
18. Symphonica Azionario Italia	22.040.539	21.652.672	0	0	48.407	17.347.927	4.256.338	925.408	925.408	0	44.618.819 79,52%
19. Gesticredit Borsitalia	22.214.365	21.399.459	3.375.000	0	9.681	18.014.778	0	1.141.009	1.141.009	0	44.754.833 79,47%
20. Gesticile Italia	21.802.252	22.528.560	0	0	9.681	22.518.879	0	528.380	528.380	0	44.859.192 79,44%
21. Capitalgest Italia	21.795.581	22.088.972	0	0	13.554	20.469.216	1.606.202	1.160.021	1.160.021	0	45.044.574 79,37%
22. F&F Ligest Italia	21.795.567	22.528.199	0	0	11.617	22.516.582	0	796.042	796.042	0	45.119.808 79,34%
23. Grifoglobal	22.006.342	21.696.793	1.500.000	0	0	16.988.505	3.208.288	1.434.688	1.434.688	0	45.137.823 79,33%
24. Epta Azioni Italia	22.106.996	22.669.226	2.550.000	0	1.452	20.317.774	0	327.341	327.341	0	45.303.562 79,27%
25. Zeta Azionario	22.427.125	21.405.070	4.500.000	0	10.000	14.602.064	2.293.006	1.510.601	1.510.601	0	45.342.796 79,26%
26. Epta Mid Cap Italia	22.107.367	22.669.217	2.550.000	0	1.452	20.317.765	0	451.476	451.476	0	45.428.060 79,23%
27. Euromobiliare Azioni Italiane B	21.806.500	22.658.817	0	0	9.990	18.152.280	4.496.547	1.440.229	1.440.229	0	45.905.545 79,06%
28. Fonda Crescita	22.354.417	22.456.240	4.500.000	0	0	17.956.240	0	1.137.445	1.137.445	0	45.948.102 79,04%
29. Centrale Italia	22.468.771	22.753.830	4.500.000	0	0	18.241.013	12.817	1.140.348	1.140.348	0	46.362.950 78,89%
30. Zenit Azionario	22.201.789	22.818.457	2.250.000	0	7.900	20.660.557	0	1.357.929	1.357.929	0	46.478.175 78,85%
31. BN Azioni Italia	21.940.288	23.445.992	0	0	19.363	20.791.893	2.634.736	1.733.308	1.733.308	0	47.119.588 78,82%
32. Bipiemme Italia	21.926.863	25.326.342	0	0	23.235	18.478.169	6.824.938	1.155.174	1.155.174	0	48.408.379 78,16%
33. Euromobiliare Azioni Italiane	22.329.037	28.038.922	4.125.000	0	9.990	17.939.224	5.964.708	1.423.981	1.423.981	0	51.791.940 76,09%
34. Ras Capital	21.830.332	34.139.901	0	0	16.458	17.072.377	17.051.066	682.929	682.929	0	56.653.162 75,36%
35. Ras Piazza Affari	22.395.379	38.198.803	4.500.000	0	16.458	16.851.691	16.830.654	674.101	674.101	0	61.268.284 73,88%
36. Cisalpino Indice	21.926.910	39.069.745	0	0	11.618	27.351.315	11.706.812	1.386.408	1.386.408	0	62.383.062 73,53%

frontabili tra loro tutti i fondi, abbiamo provveduto ad "allineare" i PAC che prevedevano rate di versamenti prefissati in Euro o con durate diverse (ad esempio, con 60 o 120 versamenti), il tutto però nel pieno rispetto della struttura di costi prevista dalla SGR.

I fondi Arca e Prime sono stati analizzati anche come PAC (anche se tale formula non è esplicitamente prevista nel prospetto) in quanto prevedono la possibilità di effettuare anche versamenti successivi PIC di piccolo importo e con cadenza predeterminata. Nella tabella a destra i risultati finali dell'analisi: a seconda della formula PIC o PAC i fondi indicati in azzurro sono quelli meno onerosi in base al rapporto di efficienza E.S.C. Quelli in rosso, invece, sono i fondi più costosi.

VINCONO AUREO, QUADRIFOGLIO & PRIME CAPITAL

PIC	E.S.C. MEDIO	PAC	E.S.C. MEDIO
1 Aureo Previdenza	80,52%	1 Aureo Previdenza	74,24%
2 Quadrifoglio Azionario Italia	79,85%	2 Venetoblue	74,20%
3 Prime Capital	79,75%	2 Venetoventure	74,20%
3 Prime Italy	79,75%	4 Oltremare Azionario	73,92%
5 Arca Azioni Italia	79,35%	5 Prime Capital	73,85%
5 Arca BPB Tiziano	79,35%	6 Gepocapital	73,62%
7 B.PVI Azionario Italia	79,34%	7 B.PVI Azionario Italia	73,03%
8 Leonardo Azionario Italia	79,18%	8 Arca Azioni Italia	72,90%
9 Venetoblue	79,10%	8 Arca BPB Tiziano	72,90%
9 Venetoventure	79,10%	10 Prime Italy	72,83%
11 Oltremare Azionario	79,01%	11 Gestieffe Italia	72,42%
12 Gestieffe Italia	78,65%	12 Carifondo Azioni Italia	72,12%
13 Capitalgest Italia	78,52%	13 Leonardo Azionario Italia	72,07%
14 Symphonia Azionario Italia	78,42%	14 Gesticredit Borsitalia	71,98%
15 Carifondo Azioni Italia	78,18%	15 Grifoglobal	71,55%
16 Gepocapital	77,87%	16 Bipiemme Italia	71,54%
17 BN Azioni Italia	77,69%	17 Epta Azioni Italia	71,39%
18 Leonardo Small Caps	77,33%	18 Epta Mid Cap Italia	71,36%
19 Bipiemme Italia	77,22%	19 Quadrifoglio Azionario Italia	71,33%
20 Epta Azioni Italia	76,87%	19 F&F Gestione Italia	71,33%
21 Epta Mid Cap Italia	76,82%	19 F&F Select Italia	71,33%
22 Euromobiliare Azioni Italiane B	76,59%	22 BN Azioni Italia	71,18%
23 Grifoglobal	76,46%	23 Euromobiliare Azioni Italiane PAC	70,57%
24 F&F Ligest Italia	76,04%	24 Leonardo Small Caps	70,46%
25 Gesticredit Borsitalia	75,85%	25 Zenit Azionario	69,85%
26 Credit Suisse Azionario Italia	75,59%	26 Zeta Azionario	69,47%
27 Zenit Azionario	74,93%	27 Centrale Italia	69,36%
28 Zeta Azionario	74,77%	28 Ras Capital	67,97%
29 F&F Gestione Italia	74,35%	29 Ras Piazza Affari	67,48%
29 F&F Select Italia	74,35%	30 Capitalgest Italia	67,38%
31 Centrale Italia	73,92%		
32 Fondo Crescita	72,23%		
33 Ras Capital	72,07%		
34 Euromobiliare Azioni Italiane	71,58%		
35 Cisalpino Indice	70,77%		
36 Ras Piazza Affari	69,92%		



Tabella 4 - AZIONARI ITALIA - PIC - versamento 25 mil - 12,0% - durata 2 anni - Cap. Fin. 31.360.000

Nome fondo	Imposte Italiane	Società di gestione					Banca Depositaria				E.S.C.
		Totale	Comm. Ingresso	Comm. Uscita	Diritti	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totale	Comm.	Diritti	
1 Aureo Previdenza	835.814	927.923	250.000	0	3.873	674.050	0	56.173	56.173	0	1.819.910
2 Arca Azioni Italia	807.201	1.024.120	0	0	7.746	1.016.374	0	39.905	39.905	0	1.871.226
3 Arca BPB Tiziano	807.201	1.024.120	0	0	7.746	1.016.374	0	39.905	39.905	0	1.871.226
4 B.PVI Azionario Italia	807.444	1.026.055	0	0	9.682	1.016.373	0	30.905	39.905	0	1.873.404
5 Quadrifoglio Azionario Italia	822.726	1.028.142	0	125.944	9.681	848.520	43.066	56.570	56.570	0	1.907.439
6 Gestieffe Italia	808.223	1.127.699	0	0	9.681	1.118.018	0	26.018	26.018	0	1.961.941
7 Prime Capital	855.811	1.059.809	375.000	0	12.000	672.809	0	53.336	53.336	0	1.968.957
8 Prime Italy	855.811	1.059.809	375.000	0	12.000	672.809	0	53.336	53.336	0	1.968.957
9 Capitalgest Italia	808.066	1.118.124	0	0	13.554	1.016.330	88.240	57.597	57.597	0	1.983.767
10 Symphonia Azionario Italia	837.092	1.134.261	0	0	48.407	858.152	227.702	45.777	45.777	0	2.017.130
11 Venetoblue	844.758	1.168.105	0	316.768	0	851.337	0	56.758	56.758	0	2.069.621
12 Venetoventure	844.758	1.168.105	0	316.768	0	851.337	0	56.758	56.758	0	2.069.621
13 BN Azioni Italia	822.772	1.188.779	0	0	19.363	1.028.741	140.675	85.761	85.761	0	2.097.311
14 Leonardo Azionario Italia	875.048	1.179.178	500.000	0	0	679.178	0	50.378	50.378	0	2.104.604
15 Oltremare Azionario	867.060	1.228.366	500.000	0	1.452	726.914	0	16.216	16.216	0	2.111.642
16 Bipiemme Italia	821.852	1.278.214	0	0	23.235	914.200	338.779	57.152	57.152	0	2.155.218
17 Carifondo Azioni Italia	853.460	1.276.589	375.000	0	4.840	896.749	0	45.308	45.308	0	2.175.357
18 Leonardo Small Caps	879.703	1.437.587	500.000	0	0	906.555	31.032	50.415	50.415	0	2.387.705
19 Gepocapital	907.129	1.426.274	750.000	0	0	676.274	0	50.732	50.732	0	2.384.135
20 Epta Azioni Italia	868.706	1.509.135	500.000	0	1.452	1.006.899	784	16.222	16.222	0	2.394.063
21 Epta Mid Cap Italia	868.740	1.508.898	500.000	0	1.452	1.006.808	548	22.374	22.374	0	2.400.012
22 Euromobiliare Azioni Italiane B	848.816	1.493.632	0	316.818	9.990	906.310	260.514	71.700	71.700	0	2.414.148
23 Grifoglobal	871.937	1.518.347	500.000	0	0	839.426	178.921	70.704	70.704	0	2.460.989
24 F&F Ligest Italia	878.184	1.698.776	0	558.575	11.617	1.128.584	0	39.899	39.899	0	2.616.859
25 Gesticredit Borsitalia	909.326	1.711.721	812.500	0	9.681	889.540	0	56.211	56.211	0	2.677.257
26 Credit Suisse Azionario Italia	917.136	1.929.897	875.000	0	9.902	899.901	145.004	0	0	0	2.847.033
27 Zenit Azionario	916.110	1.904.473	750.000	0	7.900	1.016.439	130.134	66.948	66.948	0	2.887.531
28 Zeta Azionario	942.815	1.926.708	1.000.000	0	10.000	721.235	195.473	73.786	73.786	0	2.943.309
29 F&F Gestione Italia	963.725	2.100.215	1.250.000	0	11.617	826.897	11.702	38.589	38.589	0	3.102.529
30 F&F Select Italia	963.725	2.100.216	1.250.000	0	11.617	826.897	11.702	38.589	38.589	0	3.102.529
31 Ras Capital	887.711	2.227.561	0	607.568	16.458	856.476	747.059	34.261	34.261	0	3.149.533
32 Centrale Italia	947.713	2.169.797	1.000.000	0	0	899.709	270.088	56.246	56.246	0	3.173.756
33 Cisalpino Indice	877.787	2.268.158	0	477.652	11.618	1.368.577	410.312	69.171	69.171	0	3.215.116
34 Euromobiliare Azioni Italiane	951.873	2.512.808	1.125.000	0	9.990	882.872	494.946	69.950	69.950	0	3.534.631
35 Ras Piazza Affari	937.540	2.677.784	1.000.000	0	16.458	832.036	829.290	33.283	33.283	0	3.648.606
36 Fondo Crescita	1.023.084	2.727.903	750.000	969.897	0	905.746	102.260	57.300	57.300	0	3.808.286

Tabella 5 - AZIONARI ITALIA - PAC - 72 vers. - 250.000 Lit. - vers. Iniz. 12 rate - 16,6% - Cap.Fin. 28.887.656

Nome fondo	Imposte Italiane	Società di gestione					Banca Depositaria			E.S.C.	
		Totale	Comm. Ingresso	Comm. Uscita	Diritti	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totale	Comm.	Diritti	
1 Venetoblue	3.219.656	1.051.925	0	0	0	1.051.925	0	70.131	70.131	0	4.341.712 71,49%
2 Venetoverture	3.219.656	1.051.925	0	0	0	1.051.925	0	70.131	70.131	0	4.341.712 71,49%
3 Aureo Previdenza	3.224.245	1.171.106	216.000	0	118.096	837.010	0	69.754	69.754	0	4.465.105 70,92%
4 Oltremare Azionario	3.228.131	1.302.379	396.000	0	1.452	904.927	0	20.187	20.187	0	4.550.697 70,52%
5 Prime Capital	3.229.499	1.294.843	270.000	0	180.000	835.843	0	73.788	73.788	0	4.598.130 70,31%
6 B.P.Vi Azionario Italia	3.221.882	1.349.227	0	0	87.496	1.261.731	0	50.599	50.599	0	4.621.709 70,20%
7 Arca Azioni Italia	3.222.161	1.384.992	0	0	123.906	1.261.086	0	50.574	50.574	0	4.857.728 70,04%
8 Arca BPB Tiziano	3.222.161	1.384.992	0	0	123.906	1.261.086	0	50.574	50.574	0	4.857.728 70,04%
9 Gepocapital	3.239.299	1.400.896	540.000	0	0	860.896	0	64.582	64.582	0	4.704.777 69,83%
10 Gestieffe Italia	3.222.144	1.505.575	0	0	118.096	1.387.479	0	34.010	34.010	0	4.761.728 69,57%
11 Bipiemme Italia	3.235.445	1.602.498	0	0	23.235	1.158.824	420.439	72.445	72.445	0	4.910.388 68,92%
12 Prime Italy	3.231.259	1.703.738	270.000	0	180.000	836.244	408.494	73.824	73.824	0	5.008.821 68,49%
13 BN Azioni Italia	3.237.087	1.694.922	0	0	19.363	1.304.477	371.082	108.747	108.747	0	5.040.756 68,35%
14 Carifondo Azioni Italia	3.232.693	1.778.680	315.000	0	4.840	1.116.088	342.752	57.595	57.595	0	5.068.968 68,23%
15 Gesticredit Borsitalia	3.263.569	1.737.066	584.980	0	9.681	1.096.889	45.536	70.778	70.778	0	5.071.433 68,22%
16 Grifoglobal	3.227.533	1.792.869	0	0	305.000	1.049.652	438.217	90.257	90.257	0	5.110.658 68,06%
17 Quadrifoglio Azionario Italia	3.231.069	1.901.597	0	0	67.761	1.052.539	781.297	70.172	70.172	0	5.202.858 67,67%
18 Leonardo Azionario Italia	3.258.873	1.890.185	720.000	0	0	855.064	315.121	62.077	62.077	0	5.211.135 67,63%
19 Euromobiliare Azioni Italiane PAC	3.224.962	1.943.129	0	0	126.629	1.119.047	607.453	90.391	90.391	0	5.258.482 67,43%
20 Epta Azioni Italia	3.231.253	2.027.627	396.000	0	1.452	1.254.046	376.129	20.204	20.204	0	5.279.084 67,35%
21 Epta Mid Cap Italia	3.231.285	2.027.315	396.000	0	1.452	1.254.045	375.819	27.866	27.866	0	5.286.467 67,32%
22 F&F Gestione Italia	3.258.249	2.030.692	810.000	0	118.096	1.027.273	75.323	47.939	47.939	0	5.336.881 67,11%
23 F&F Select Italia	3.258.249	2.030.692	810.000	0	118.096	1.027.273	75.323	47.939	47.939	0	5.336.881 67,11%
24 Leonardo Small Caps	3.263.498	2.243.201	720.000	0	0	1.141.388	381.813	62.126	62.126	0	5.568.825 66,16%
25 Centrale Italia	3.271.163	2.581.618	720.000	0	154.881	1.139.338	567.399	71.226	71.226	0	5.924.007 64,76%
26 Zenit Azionario	3.267.648	2.579.073	720.000	0	126.400	1.283.250	449.423	82.762	82.762	0	5.929.483 64,74%
27 Ras Capital	3.268.050	2.628.803	270.000	0	300.121	1.029.970	1.028.712	41.201	41.201	0	5.938.054 64,71%
28 Zeta Azionario	3.284.269	2.665.811	1.062.000	0	188.000	886.122	529.689	101.031	101.031	0	6.051.111 64,28%
29 Ras Piazza Affari	3.257.497	2.800.996	720.000	0	16.458	1.032.898	1.031.640	41.318	41.318	0	6.099.811 64,09%
30 Capitalgest Italia	3.270.405	3.186.450	900.015	0	37.757	1.230.631	1.018.046	69.742	69.742	0	6.526.597 62,52%

Tabella 6 - AZIONARI ITALIA - PAC - 132 vers. - 1.000.000 Lit. - vers. Iniz. 12 rate - 16,6% - Cap.Fin. 338.725.582

Nome fondo	Imposte Italiane	Società di gestione					Banca Depositaria			E.S.C.	
		Totale	Comm. Ingresso	Comm. Uscita	Diritti	Comm. Gestione	Comm. Perform.	Totale	Comm.	Diritti	
1 Aureo Previdenza	40.869.395	17.632.546	1.584.000	0	234.256	15.814.290	0	1.317.915	1.317.915	0	59.819.856 77,58%
2 Gepocapital	40.969.616	18.144.256	1.980.000	0	0	16.164.256	0	1.212.582	1.212.582	0	60.326.484 77,41%
3 Prime Capital	40.910.460	18.150.442	1.980.000	0	369.000	15.801.442	0	1.324.830	1.324.830	0	60.385.732 77,39%
4 Oltremare Azionario	40.878.419	19.359.157	2.244.000	0	1.452	17.113.705	0	381.767	381.767	0	60.619.343 77,33%
5 Prime Italy	40.912.484	18.904.670	1.980.000	0	369.000	15.802.186	753.484	1.324.893	1.324.893	0	61.142.046 77,17%
6 Venetoblue	40.859.349	19.854.337	0	0	0	19.854.337	0	1.323.680	1.323.680	0	62.037.366 76,92%
7 Venetoverture	40.859.349	19.854.337	0	0	0	19.854.337	0	1.323.680	1.323.680	0	62.037.366 76,92%
8 Leonardo Azionario Italia	41.142.447	21.192.938	5.280.000	0	0	15.912.938	0	1.167.620	1.167.620	0	63.503.005 76,50%
9 Carifondo Azioni Italia	40.903.673	23.280.650	1.320.000	0	4.840	21.097.899	857.911	1.077.371	1.077.371	0	65.261.893 76,01%
10 B.P.Vi Azionario Italia	40.875.098	23.994.540	0	0	188.796	23.825.744	0	945.922	945.922	0	65.815.559 75,85%
11 Arca Azioni Italia	40.875.701	24.285.571	0	0	472.506	23.813.065	0	945.429	945.429	0	66.106.701 75,77%
12 Arca BPB Tiziano	40.875.701	24.285.571	0	0	472.506	23.813.065	0	945.429	945.429	0	66.106.701 75,77%
13 Gesticredit Borsitalia	41.099.943	23.775.380	2.970.000	0	9.681	20.795.699	0	1.327.644	1.327.644	0	66.202.967 75,74%
14 F&F Gestione Italia	41.075.459	24.938.368	5.280.000	0	234.256	19.424.112	0	906.460	906.460	0	66.920.287 75,54%
15 F&F Select Italia	41.075.459	24.938.368	5.280.000	0	234.256	19.424.112	0	906.460	906.460	0	66.920.287 75,54%
16 Epta Azioni Italia	40.896.279	26.020.346	2.244.000	0	1.452	23.705.846	69.048	381.926	381.926	0	67.298.551 75,44%
17 Epta Mid Cap Italia	40.896.651	26.014.544	2.244.000	0	1.452	23.705.835	63.257	526.761	526.761	0	67.437.956 75,40%
18 Gestieffe Italia	40.883.061	26.443.827	0	0	234.256	26.209.571	0	626.923	626.923	0	67.953.811 75,26%
19 Grifoglobal	40.917.062	26.121.227	0	0	605.000	19.848.195	5.668.032	1.689.272	1.689.272	0	68.727.561 75,05%
20 Quadrifoglio Azionario Italia	40.915.379	26.716.496	0	0	125.841	19.864.173	6.726.482	1.324.336	1.324.336	0	68.956.210 74,99%
21 Zenit Azionario	41.063.082	26.424.066	1.980.000	0	244.900	24.199.166	0	1.578.207	1.578.207	0	69.085.354 74,95%
22 Leonardo Small Caps	41.193.867	27.399.749	5.280.000	0	0	21.239.872	879.877	1.168.469	1.168.469	0	69.762.084 74,77%
23 Zeta Azionario	41.168.924	27.134.681	4.752.000	0	368.000	16.881.145	5.133.536	1.820.045	1.820.045	0	70.143.650 74,67%
24 Bipiemme Italia	41.013.885	29.643.434	0	0	23.235	21.676.362	7.943.837	1.355.111	1.355.111	0	72.012.430 74,16%
25 BN Azioni Italia	41.033.362	29.505.949	0	0	19.363	24.393.291	5.093.295	2.033.537	2.033.537	0	72.572.848 74,02%
26 Centrale Italia	41.199.745	30.238.070	3.960.000	0	300.081	21.332.578	4.645.411	1.333.620	1.333.620	0	72.771.434 73,96%
27 Euromobiliare Azioni Italiane PAC	40.800.138	31.116.570	0	0	246.269	21.132.740	9.737.561	1.689.877	1.689.877	0	73.708.585 73,72%
28 Capitalgest Italia	41.069.655	37.047.000	3.960.004	0	61.961	23.450.402	9.574.633	1.328.969	1.328.969	0	79.445.624 72,24%
29 Ras Capital	40.973.882	41.727.307	1.980.000	0	300.121	19.735.898	19.711.288	789.475	789.475	0	83.490.664 71,23%
30 Ras Piazza Affari	41.053.025	43.130.157	3.960.000	0	16.458	19.589.066	19.564.633	783.602	783.602	0	84.968.783 70,87%