

*Editoriale*

## FASE DI ATTESA.

Si è aperto l'ultimo trimestre dell'anno: è già tempo di effettuare le prime valutazioni sul 2004 che si avvia a conclusione. E il primo elemento che balza all'occhio è che - almeno apparentemente - questo anno ha tradito molte delle aspettative iniziali. E' infatti innegabile che il clima di ottimismo che pervadeva i mercati finanziari lo scorso inverno non si è poi concretizzato in una ripresa solida, costante, affidabile. Un errore di valutazione, che ha portato a interpretare erroneamente i segnali provenienti dall'economia e a creare aspettative immotivate? Non esattamente: a tutt'oggi, l'analisi dei fondamentali mostra un'economia in crescita, con

buone possibilità di ulteriori sviluppi: una situazione che non può non ripercuotersi favorevolmente anche sulle quotazioni delle società. Quello che però si è spesso portati a trascurare è la considerazione che i mercati borsistici seguono tempi e ritmi di sviluppo che non sempre (o meglio, quasi mai) corrispondono in modo preciso alle evoluzioni delle principali variabili economiche. Molti altri elementi, intangibili e difficilmente misurabili, contribuiscono ad influenzare l'andamento delle quotazioni nel breve e medio termine. Ma questo non significa che la tendenza generale

non debba, nel complesso, prevalere: e da un'economia in crescita non può che derivare una Borsa forte. I presupposti della fase che stiamo vivendo sono indubbiamente positivi. Il pieno manifestarsi di questi effetti sui mercati finanziari è solo una questione di tempo: meglio quindi saper cogliere le occasioni che stanno giorno dopo giorno concretizzandosi, senza farsi sopraffare dalla stanchezza.

Pag. 2

*Mercati: scenari  
macroeconomici,  
azioni, obbligazioni.*

Pag. 4

*Primo Piano:  
Innovazione di qualità.*

Pag. 6

*Commenti:  
Una questione di tempi*

Pag. 9

*News da Symphonia:  
novità, eventi, incontri.*

Pag. 11

*Terzo trimestre 2004:  
prodotti e performance*

## MACROECONOMIA

**USA, DATI CONTRASTANTI.**

DAL RIALZO DEL PETROLIO NUOVE PAURE SULLA CRESCITA. BUONE NOTIZIE DA CONSUMI E MERCATO DEL LAVORO. ITALIA SI CONFERMA IL PIL A +1,3%.

Segnali contrastanti, poi di nuovo un po' di ottimismo. Nella fase iniziale del trimestre conclusosi alla fine di settembre sono emerse, infatti, incertezze sulla sostenibilità della crescita dell'economia americana.

In particolare, il rallentamento congiunturale evidenziato dalla lettura di alcuni dati macroeconomici di luglio, ha trovato conferma nel dato sul Pil del secondo trimestre (+3,3% la rilevazione di luglio), che ha

evidenziato un'attenuazione del ritmo di crescita rispetto ai primi mesi dell'anno (+3,9%). L'andamento del prezzo del greggio è stato l'elemento che più di ogni altro ha alimentato i timori circa la possibilità che lo sviluppo congiunturale potesse essere seriamente compromesso.

Tuttavia, nella seconda parte del trimestre la congiuntura ha presentato un lieve miglioramento: i consumi hanno evidenziato buoni segnali di recupero ed il mercato del lavoro ha presentato rilevazioni in ripresa nel mese di agosto.

Sembra quindi che l'economia americana sia in grado di mantenere un buon tasso di crescita, seppure su livelli inferiori rispetto a quelle che erano le aspettative di inizio anno. Il rialzo del prezzo del greggio dovrebbe limare la crescita economica, senza però comprometterne la prosecuzione.

Anche l'Europa, in questi ultimi mesi, ha rallentato la sua crescita, senza però mettere a repentaglio la ripresa in corso: il Fondo Monetario Internazionale, infatti, ha previsto per il 2004 un aumento del Pil del 2,2% per l'area Euro, e tale espansione dovrebbe essere confermata anche nel 2005.

L'Italia, infine, penalizzata dalla debolezza nei consumi, ha presentato tassi di crescita piuttosto contenuti. Al momento l'Isae conferma una crescita del Pil dell'1,3% sull'intero anno.

## MERCATO OBBLIGAZIONARIO

**BOND ANCORA IN RALLY**

*Dopo il ribasso che aveva caratterizzato buona parte del secondo trimestre, in questi ultimi mesi il mercato obbligazionario americano ha proseguito il recupero che era iniziato verso la metà di giugno, salvo qualche temporanea presa di beneficio.*

*Il mercato obbligazionario europeo ha avuto un andamento sostanzialmente allineato al T-Bond.*

*Il recupero è stato alimentato da un lato dall'acuirsi dei timori di rallentamento economico, dall'altro da un effetto liquidità legato alla correzione che ha interessato le Borse nella prima parte del trimestre.*

*In particolare, i mercati obbligazionari hanno evidenziato una correlazione positiva con l'andamento del prezzo del petrolio, interpretando il rialzo di quest'ultimo come un ostacolo alla ripresa, con la conseguente necessità di mantenere una politica monetaria più accomodante.*

*In realtà, va sottolineato che dal comportamento e dalle dichiarazioni sia della Fed che della BCE non si vedono al momento particolari cambiamenti circa le prospettive della politica monetaria. La Fed dovrebbe proseguire nella politica di graduale rialzo del costo del denaro con un nuovo intervento di 25 punti entro la fine dell'anno, mentre la Banca Centrale Europea in occasione dell'ultima riunione di settembre ha lasciato intendere che potrebbe essere adottato nel prossimo futuro un atteggiamento di politica monetaria maggiormente restrittivo. Al momento resta probabile che la politica di rialzo dei tassi non inizi prima del 2005, anche se non si può escludere del tutto un intervento già nel mese di dicembre.*

AZIONARI INTERNAZIONALI

# NUOVI MINIMI, POI RIPRESA.

FORTI CORREZIONI DEI PREZZI, MA IL RECUPERO DI SETTEMBRE LASCIA BEN SPERARE.

L'andamento dei mercati azionari degli ultimi tre mesi può essere analizzato in due fasi.

La prima, che è durata sino a metà del mese di agosto, è stata caratterizzata da una decisa correzione, che ha portato la maggior parte delle Borse mondiali a fare segnare i nuovi minimi dell'anno.

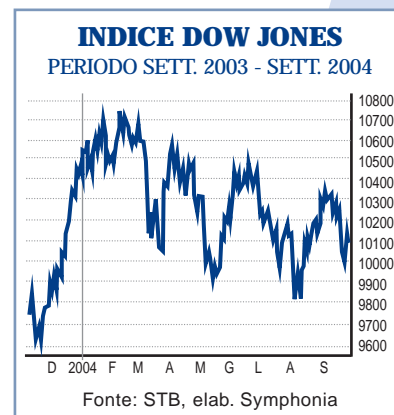
Sull'andamento dei mercati hanno pesato in modo particolare il forte rialzo del prezzo del greggio e le maggiori incertezze circa la sostenibilità della crescita dell'economia Usa.

Per contro, la seconda parte del trimestre è stata segnata da un repentino recupero, che ha consentito di compensare parzialmente la performance negativa delle settimane precedenti.

Nel caso del mercato america-

no il rimbalzo dell'ultimo mese, non è stato sufficiente ad evitare una chiusura del trimestre in territorio negativo. E' risultato particolarmente debole il settore tecnologico, con l'indice Nasdaq che ha evidenziato sul trimestre un ribasso del 5,9%, nonostante il recupero di circa 3 punti percentuali nel mese di settembre. L'indice Standard & Poors ha avuto una migliore tenuta, archiviando il terzo trimestre con un ribasso dell'1,3% (dopo questo ribasso a fine settembre l'indice risultava praticamente invariato da inizio anno).

Comportamento analogo per le principali Borse europee, le quali hanno chiuso in ribasso il terzo trimestre, nonostante un discreto recupero nell'ultimo



mese. In particolare, il Dax tedesco ha evidenziato una performance del -3,5%, portando in territorio negativo anche la variazione da inizio anno (-3,1%). Ha chiuso in ribasso di circa due punti percentuali la Borsa di Parigi, che tuttavia mantiene sull'intero anno una performance positiva del 2,3%.

AZIONARIO ITALIA

## SALVI, GRAZIE A ENI

*In quest'ultimo trimestre il mercato italiano ha sovraperformato gli altri principali mercati, tanto che non ha fatto segnare nuovi minimi nella fase di ribasso e grazie al rimbalzo dell'ultimo mese ha archiviato il periodo in parità (-0,3% il Mib30 e +0,2% il Mibtel). Ancora una volta la migliore performance del nostro mercato è attribuibile alla composizione degli indici azionari che presenta un elevato peso di Eni ed una modesta incidenza di titoli tecnologici. In termini settoriali, infatti, performance ampiamente positiva per i titoli legati al petrolio e buon andamento anche per le utilities, che hanno beneficiato del processo di consolidamento delle ex municipalizzate. Il comparto dei*

*cementieri è risultato particolarmente vivace, grazie ad alcune operazioni di aggregazione internazionali, e il settore assicurativo ha incorporato i buoni risultati semestrali. Per contro, debole l'andamento del settore bancario a causa dei deludenti risultati semestrali, e del settore editoriale, con l'eccezione di Rcs in piena ristrutturazione. Pochi spunti dalle telecomunicazioni mentre il settore industriale è stato penalizzato dal rialzo delle materie prime. La peggiore performance del periodo è stata registrata dal settore del risparmio gestito: alle note difficoltà del comparto, infatti, si è accompagnata la crisi di Banca Fideuram, con le dimissioni dei top manager Ugo Ruffolo e Mario Cuccia.*

NUOVI PRODOTTI AL VIA

# INNOVAZIONE DI QUALITÀ.

PAOLO D'ALFONSO PRESENTA I COMPARTI FLESSIBILI DI SYMPHONIA SICAV.

*Hanno preso il via lo scorso 4 ottobre i tre nuovi comparti flessibili di Symphonia Sicav. Per conoscere più a fondo questi nuovi prodotti, Note di Symphonia ha chiesto aiuto a Paolo D'Alfonso, amministratore delegato di Symphonia SGR.*

**Perché ben tre nuovi flessibili?**

Innanzitutto perché riteniamo che vi sia una forte domanda in Italia di prodotti in cui la filosofia e le modalità di gestione siano meno attaccati a modelli tradizionali. E Symphonia, dopo l'ingresso nel Gruppo BIM, sempre più andrà a caratterizzarsi in questa direzione.

In secondo luogo perché riteniamo che i prodotti che stiamo per lanciare presentino caratteristi-

che 'in assoluto' molto interessanti.

**Vediamoli dunque con ordine: partiamo dal comparto Italia Flessibile.**

Italia Flessibile, che investirà prevalentemente in azioni italiane, sarà caratterizzato da uno stile di gestione innovativo e sofisticato. Questo sarà infatti un composito di diverse strategie, ciascuna delle quali rappresenterà, tendenzialmente, una percentuale non superiore al 20% del totale.

L'effetto finale che ci attendiamo da una tale impostazione è duplice: una riduzione complessiva del rischio dell'investimento e, al tempo stesso, una maggiore valenza in termini di protezione implicita del capitale rispetto ad un prodotto puro azionario.

Oltre all'innovazione nello stile di gestione rispetto ad un prodotto tradizionale, è possibile sottolineare un'altra caratteristica molto interessante e difficilmente riscontrabile nel panorama dei prodotti tradizionali: viene ridotto e neutralizzato significativamente l'aspetto psicologico/soggettivo dell'investimento. Infatti i meccanismi che verranno individuati nella politica di acquisto e vendita saranno rigidamente predeterminati e pertanto, la loro applicazione sistematica permetterà di limitare l'emotività.

**Qual è la diversità rispetto ad un fondo azionario Italia tradizionale?**

La piena emancipazione rispetto ad un benchmark (di fatto e non di forma) permette di evitare di

NUOVO COMPARTO BILANCIATO

## GUARDANDO ALL'ITALIA

*Non ci sono solo "flessibili", tra i nuovi comparti entrati a far parte dell'offerta di Symphonia Sicav: Bilanciato Equilibrato Italia è infatti il nome del nuovo prodotto che si è ora aggiunto alla gamma già esistente. "È un prodotto - spiega Angelo Abbondio, Presidente di Symphonia SGR e gestore del neonato comparto - adatto a un investitore con un medio livello di propensione al rischio che non desidera preoccuparsi troppo delle sue scelte di investimento. Non esiste rischio di cambio, dal momento che il comparto investe principalmente sul mercato italiano e su quei mercati dell'area Euro in cui si reputi che vi siano settori più convenienti rispetto all'Italia. Certo, il benchmark prevede una componente azionaria fino al 40%; ma bisogna considerare che, per la tipologia dei titoli quotati, il mercato italiano appare comunque in generale molto difensivo". Quali opportunità specifiche può offrire un prodotto di questo tipo? "Il mercato domestico in questi ultimi anni è stato molto trascurato dal risparmiatore: per capire quanto scarsa sia la presenza sull'Italia, basta considerare che, limitandoci ai fondi azionari di diritto italiano, il 75% degli investimenti viene effettuato su azioni estere e solo il 25% sull'Italia. Il giorno in cui questo atteggiamento si modificherà, la molla della crescita sarà molto ampia e i benefici per gli investitori particolarmente elevati".*

avere in portafoglio titoli solo perché appartenenti ad un indice e pertanto soggetti agli stessi ribassi dell'indice. Questa non è la filosofia dell'investimento del gruppo Symphonia sui prodotti tradizionali, sempre guidate da logiche di stock picking; ma è comunque vero che la presenza di un benchmark tende sempre ad avere un effetto inerziale sul portafoglio.

Ci attendiamo quindi di avere una performance più lineare rispetto ad un fondo tradizionale, dove nei momenti di ribasso dovremmo essere in grado di limitare la discesa, come però è anche possibile attendersi che nelle fasi di forte rialzo si possa perdere in termini relativi rispetto al mercato. L'effetto combinato dovrebbe essere quello di poter offrire, su un orizzonte adeguato, un rendimento assoluto positivo, superiore a quello ottenibile con titoli di stato e con un profilo di rischio/volatilità inferiore a quello di un prodotto azionario puro.

**Quali sono i punti di forza che riconoscete nel prodotto?**

Sicuramente l'elemento di forza è dato dall'effetto combinato di una politica di gestione innovativa e della storica conoscenza ed esperienza relativa al mercato italiano da parte del team di gestione, che da sempre ha su questo mercato il suo punto di forza.

**Parliamo invece ora del comparto Asia Flessibile.**

Asia Flessibile nasce con un duplice intento: quello di svincolarsi da una costrizione 'geografica' imposta dai classici benchmark, che vedono o una presenza predominante del Giappone (circa il 70% per i prodotti Asia tradizionali) o una sua completa esclusione (per i prodotti cd 'Asia ex Japan'), e quello di poter utilizzare una metodologia molto accentuata di stock picking. Si tratta di un prodotto che inve-

ste prevalentemente in azioni e quindi evidentemente molto rischioso, ma che, se affrontato con la giusta prospettiva, può rappresentare un'ottima opportunità di investimento in un'area geografica destinata ad un altissimo tasso di sviluppo economico.



*Paolo D'Alfonso*

**Qual è la diversità rispetto ad un fondo azionario Asia tradizionale? E quali sono i punti di forza che riconoscete nel prodotto?**

Anche in questo caso il vantaggio è dato dalla piena emancipazione da un benchmark ritenuto troppo restrittivo in termini di vincoli geografici dell'investimento.

Il timing del lancio del prodotto è sicuramente opportunistico, dato che sia il Giappone che l'Asia stanno finalmente dando segnali concreti e coordinati di uscita da una crisi iniziata circa 10 anni fa.

**E' ora la volta del comparto Bond Flessibile...**

Bond Flessibile nasce anche in questo caso come risposta a un'esigenza concreta della clientela. Da un lato i bassi rendimenti dei titoli di Stato spingono sempre più risparmiatori alla ricerca di obbligazioni con maggiori tassi di rendimento, dall'altro - l'esperienza di questi mesi lo insegna - è estremamente facile ritrovarsi

in situazioni di dissesto paese (ad esempio l'Argentina) o societario (Parmalat, Cirio). Si avvertiva quindi l'esigenza di creare un prodotto che potesse andare, selettivamente e flessibilmente, alla ricerca di rendimenti obbligazionari interessanti, senza per questo essere vincolato a dover rimanere investito in uno specifico segmento del mercato (come sono invece costretti a fare i prodotti specializzati) qualora non si ravveda più un profilo rischio - rendimento interessante.

Il gestore potrà investire in titoli obbligazionari di emittenti sovrani e societari di qualsiasi settore denominati prevalentemente in valute europee, dollari e yen, con merito creditizio pari o superiore a "C". L'area geografica di investimento sarà legata prevalentemente ai mercati dei paesi OCSE. Lo stile gestionale sarà molto dinamico e sensibile al mutare delle aspettative macroeconomiche e il portafoglio potrà subire frequenti e radicali riposizionamenti, sia di settore che di peso.

La strategia di gestione è infatti volta a massimizzare il rendimento mantenendo però sempre un'ottica prudente per salvaguardare il patrimonio.

In fasi di mercato negative il portafoglio potrà perciò essere anche totalmente investito in settori prudenti e a basso rischio.

**Quali sono i punti di forza che riconoscete nel prodotto?**

La flessibilità nel settore bond rappresenta una sicura novità, che riteniamo possa essere ben compresa dai risparmiatori sempre più titubanti nell'affrontare un mercato che sembra essere, nonostante le apparenze, non privo di insidie.

Senza contare, anche per questo comparto, il vantaggio offerto dall'assenza di un benchmark di riferimento e dei vari vincoli ad esso collegati.

INTERVISTA AD ANGELO ABBONDIO

# UNA QUESTIONE DI TEMPI.

LE PROSPETTIVE DEI PROSSIMI MESI NELL'ANALISI  
DEL PRESIDENTE DI SYMPHONIA SGR

Il 2004 si sta sempre più caratterizzando come un anno complesso, ricco di eventi, difficile da interpretare tanto dal punto di vista socio-politico quanto da quello economico e - per queste ragioni - ancor più difficile da prevedere nei suoi sviluppi per il prossimo futuro.

Ciò nonostante, un'attenta analisi dello scenario attuale può fornire all'osservatore molti utili elementi non solo per interpretare la situazione presente, ma anche per formulare valide ipotesi su cosa aspettarsi dai mercati finanziari nazionali ed internazionali negli ultimi mesi dell'anno. E' questo l'esercizio che Note di Symphonia ha voluto effettuare con l'aiuto di Angelo Abbondio, presidente di Symphonia SGR, che ha così risposto alle nostre domande.

***Quali sono le novità che hanno contrassegnato i mesi estivi? A che punto si trova la tanto attesa e desiderata ripresa economica che all'inizio dell'anno sembrava, a parere di molti, ormai imminente?***

Dal punto di vista dell'analista finanziario, devo rispondere che ben poco è cambiato, nel corso degli ultimi mesi. I dati fondamentali mantengono le stesse impostazioni e l'intero scenario dei mercati azionari appare carico di potenzialità; basti considerare alcuni basilari indicatori: il rapporto prezzo/utile ha raggiunto i livelli più bassi degli ultimi 20 anni, il rapporto inverted yield ha ormai toccato i minimi storici assoluti, mentre il rendimento in termini di dividendo sta salendo fino a punte mai toccate in passato (fenomeno tanto più eclatante, quando lo si confronta con i rendimenti dei titoli di stato che, nel passato, offrivano performance almeno doppie rispetto a quelle attuali). Insomma, a nostro avviso si conferma quanto abbiamo già avuto modo di affermare nel recente passato: lo scenario è

tale da rendere l'investimento azionario una scelta decisamente conveniente.

***Gli indici dei mercati borsistici, però, non sembrano fornire segnali di ripresa così decisi e univoci...***

Premesso che, nel lungo termine, le quotazioni di quelle società che mostrano risultati positivi sono in ogni caso destinate a salire, resta il fatto che tali quotazioni sono spesso influenzate anche da una moltitudine di fattori esterni, che possono in qualche modo falsarne l'andamento. Si tratta però di elementi che agiscono su periodi di tempo comunque limitati e che non influenzano significativamente la tendenza complessiva delle quotazioni.

Leggendo la stampa economica, appare evidente che tutti i più autorevoli commentatori concordano sostanzialmente sul fatto che negli Stati Uniti, tra alti e bassi, sia in ogni caso in atto una ripresa destinata a continuare nel prossimo futuro. Una ripresa che - fatte salve le inevitabili differenze in tempi e modalità - sta comunque prendendo forza anche in Europa. Per quanto riguarda poi il mercato asiatico, se anche la Cina rallentasse il suo tasso di sviluppo la crescita resterebbe a livelli tali da permettere a tutta l'area asiatica di trarne beneficio. Un beneficio che, per di più, tenderà probabilmente ad estendersi anche agli Stati Uniti. E' vero infatti che la Cina appare destinata a proporsi come concorrente degli USA; ma al tempo stesso, è anche vero che questa nazione è una forte acquirente di prodotti occidentali, una tendenza che cresce di pari passo con la crescita economica e di cui gli Stati Uniti non potranno che beneficiare fortemente. Inoltre, l'eccedenza del bilancio commerciale di Cina e Giappone e l'interesse di questi Paesi ad impedire un deprezzamento del dollaro



*Angelo Abbondio*

rende tali nazioni acquirenti nette di titoli di stato statunitensi: un elemento che contribuisce significativamente a mantenere bassi i tassi di interesse USA e, in generale, a favorirne l'economia.

***Dopo lo scenario generale, passiamo ora a dati più specifici: si è da poco conclusa la stagione delle semestrali, dalle quali è in genere possibile trarre qualche indicazione sulle tendenze in atto. Quali segnali sono giunti, su questo fronte?***

I bilanci semestrali di gran parte delle società quotate hanno mostrato risultati soddisfacenti (risultati che ci si attende vengano sostanzialmente confermati dalle ormai prossime relazioni a 9 mesi) e in generale con performance migliori rispetto all'anno precedente. In altri termini, è già possibile effettuare con un certo margine di sicurezza una previsione su base annua, con risultati societari in crescita e con dividendi non solo confermati, ma addirittura in molti casi aumentati rispetto al 2003.

***Nel complesso, dunque, un panorama che induce a previsioni favorevoli. Ma lasciamo spazio anche all' "avvocato del diavolo": che cosa può "andare storto"? Quali variabili potrebbero determinare problemi e minare la fase di crescita appena iniziata?***

Un importante fattore frenante è di natura psicologica: siamo ancora troppo vicini al "periodo nero" del 1999/2000 e la

memoria dei risparmiatori - rimasti scottati dallo scoppio della bolla della new economy - fa sì che questi restino a distanza dai mercati azionari. Si tratta, del resto di un fenomeno del tutto normale, dal momento che la componente emotiva gioca un ruolo importantissimo nelle scelte di investimento: se dovessi avanzare una stima, direi che, fatto 100 il prezzo del titolo, questo deriva per 70 dalla componente di euforia o di paura (a seconda della fase storica che si sta attraversando) e solo per 30 dagli effettivi risultati. Ma bisogna ricordare che gli entusiasmi e i timori si stemperano con il tempo, mentre i risultati, al contrario, sono destinati a permanere.

Certo, questo 2004 è iniziato con auspici ben più favorevoli rispetto allo scenario che ci troviamo attualmente davanti. Ma un'analisi dei dati reali, come quella che abbiamo fin qui sintetizzato, ci

porta a pensare che la tanto attesa ripresa sia solo rinviata al prossimo futuro; del resto, si tende spesso a trascurare la semplice considerazione che i tempi dei mercati borsistici sono in genere ben diversi - e ben più lunghi - di quanto ci aspettiamo. Anche il prezzo del petrolio, spesso visto come sostanziale fattore di rischio, in realtà incide sulla ripresa in atto, ma solo in una misura più contenuta rispetto alle precedenti "crisi petrolifere", non foss'altro perché le imprese hanno provveduto a ridimensionare i loro costi rispetto al passato. Il rischio vero resta quello di una crescita dell'inflazione che spinga verso l'alto i tassi di interesse in una misura maggiore di quanto non sia ragionevolmente prevedibile sul medio/lungo termine.

***Da un quadro come quello fin qui tratteggiato, il mercato obbligazionario non sembra quindi particolarmente consigliabile...***

Abbiamo già avuto occasione di farlo presente in passato, e lo confermiamo anche in questa occasione: nella situazione attuale, l'investimento obbligazionario si conferma particolarmente rischioso. I tassi di interesse a lungo termine sono

ormai a livelli minimi; e non è escluso, nel prossimo futuro, che si verifichi il tanto temuto risveglio dell'inflazione. Con una particolarità: un'inflazione limitata, seppure in crescita, è per le aziende un fenomeno pressoché fisiologico, che non danneggia i risultati; ma

questa stessa inflazione

contenuta può invece avere effetti dirompenti su un mercato obbligazionario come quello attuale.

***Concentriamoci sulle azioni, allora: ci sono settori che si rivelano più promettenti di altri?***

La logica settoriale non sembra in grado di fornire indicazioni significative, in un quadro come quello attuale. Più che altro, come sempre accade nelle fasi in cui la Borsa presenta un andamento incerto, appaiono destinati ad essere premiati quei titoli che - a parità di altre condizioni - offrono rendimenti più alti. Non a caso questa caratteristica "di borsellino" ha connotato nell'ultimo anno sia il mercato italiano che quello inglese, cioè le due Borse che meglio si sono comportate nell'ultimo periodo. E non a caso le azioni di risparmio - che forniscono rendimenti più elevati - presentano performance significativamente migliori rispetto alle azioni ordinarie.

*"Molti autorevoli commentatori concordano sul fatto che negli Stati Uniti sia in atto una ripresa destinata a continuare nel prossimo futuro"*

## L'OPINIONE DELL'ART DEALER UN'ALTERNATIVA DI VALORE.

Ci sono molti mondi, in aggiunta a quello della finanza, che possono offrire interessanti opportunità di investimento. Un'affascinante alternativa – oltre che una forma di diversificazione nell'allocazione del patrimonio – è costituita dall'acquisto di opere d'arte. Un tipo di attività che presenta caratteristiche molto peculiari ma che, al tempo stesso, non sfugge ad alcune logiche di base comuni ad ogni tipo di investimento.

Per questo motivo abbiamo voluto porre alcune domande a Francesco Cascino, attivo a Milano in qualità di Contemporary Art Dealer: una figura di professionista indipendente che presta la sua consulenza proprio nella selezione e nell'acquisto di opere di artisti contemporanei. “In realtà – esordisce Cascino – investire nell'arte contemporanea non è sostanzialmente diverso dall'investire in azioni: l'opera d'arte è un investimento come ogni altro, con specifici parametri di rischio. Io stesso collaboro tra l'altro come consulente di un fondo d'investimento monegasco che si dedica esclusivamente all'acquisto di opere d'arte, ma che per il resto funziona esattamente come un qualsiasi altro fondo. Certo, in Italia la situazione è resa più complessa e difficoltosa dal

regime fiscale; basti dire che solo nel nostro Paese l'iva su questo tipo di beni è al 20% (mentre all'estero l'aliquota è di norma del 5%) e che, nonostante i molti buoni propositi, non è ancora prevista una forma di defiscalizzazione per questo tipo di investimento”.

Investire in arte, comunque, resta una scelta dalle caratteristiche molto particolari... “C'è sicuramente una componente in più di mistero e di passione – conferma Cascino – Proporre l'acquisto di un'opera significa presentare all'investitore un oggetto che entrerà a far parte della sua vita quotidiana, una sorta di ‘compagno di vita’. Inoltre, se la scelta è corretta (se, cioè, l'opera acquistata è in grado di cogliere e di rendere perfettamente il pensiero contemporaneo) un investimento di tipo culturale come questo consente di avere alle pareti della propria casa un triplice valore: culturale in senso stretto, come testimonianza del costume e dell'estetica del proprio tempo; ambientale, in termini di arricchimento e impreziosimento del proprio contesto di vita; infine economico, con possibilità di rivalutazioni, nel medio periodo, a due o addirittura a tre cifre”.

Resta, comunque, il fatto che l'arte contemporanea risulta spesso ostica e difficile da apprezzare per i “non esperti”. Perché

invece il consiglio di Cascino è di orientarsi proprio verso questo segmento del mercato? “In primo luogo – è la risposta – semplicemente perché il livello dei prezzi nell'arte contemporanea è ragionevolmente contenuto, e questo rende possibile iniziare una collezione anche per un ‘investitore medio’. E poi, il ruolo dell'art dealer consiste proprio in questo: nell'aiutare il cliente a riscoprire il

proprio gusto (che potrebbe essersi ‘arrugginito’ nel corso del tempo), a formare la propria sensibilità anche in direzioni diverse dal consueto. Se il cliente è disponibile a farsi conoscere e a lasciarsi guidare, questa collaborazione porta ad acquisti destinati a rivelarsi vincenti da ogni punto di vista, tanto estetico quanto economico”.

### L'ARTE COME MESTIERE

*Nato a Matera nel 1965 e attivo a Milano dal 1990, Francesco Cascino opera come Contemporary Art Dealer and Consultant, forte di una vasta e approfondita esperienza nel settore.*

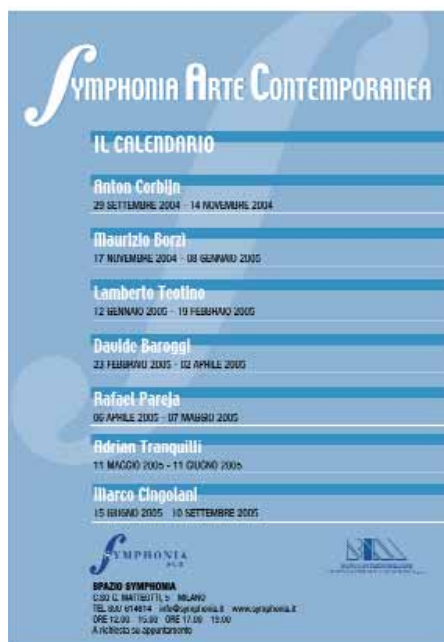
*Appassionato di arte moderna e contemporanea, Cascino partecipa attivamente alle attività di un network internazionale di professionisti che operano nel settore delle arti visive e nella consulenza per la progettazione e l'acquisizione di collezioni d'arte contemporanea nei confronti di investitori istituzionali e privati.*



## SYMPHONIA ARTE CONTEMPORANEA UN ANNO ALL'INSEGNA DELL'ARTE.

Le iniziative di Symphonia Arte Contemporanea, al pianterreno della sede di Symphonia sotto i portici di corso Matteotti, sono ormai un noto ed apprezzato appuntamento nello scenario artistico e culturale milanese.

E anche la nuova stagione di mostre in programma tra la fine del 2004 e il settembre 2005 vanta un calendario di prestigiosi incontri con artisti internazionali di grande interesse, a partire dal fotografo Anton Corbijn (in esposizione fino al 14 novembre prossimo) per continuare con un nutrito gruppo di esponenti delle più



diverse tendenze dell'arte contemporanea:

- Maurizio Borzi (17 novembre 2004 - 8 gennaio 2005);
- Lamberto Teotino (12 gennaio - 19 febbraio 2005);
- Davide Baroggi (23 febbraio - 2 aprile 2005);
- Rafael Pareja (6 aprile - 7 maggio 2005);
- Adrian Tranquilli (11 maggio - 11 giugno 2005);
- Marco Cingolani (15 giugno - 10 settembre 2005).

Tutte le esposizioni possono essere visitate, previo appuntamento, dal lunedì al venerdì dalle ore 12.00 alle ore 15.00 e dalle 17.00 alle 18.00.

## RELAZIONE SEMESTRALE RISULTATI IN CRESCITA PER BIM.

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Intermobiliare del 9 settembre 2004, tenutosi sotto la presidenza della dottoressa Franca Segre, ha approvato la relazione semestrale della società al 30 giugno 2004.

I dati del primo semestre dell'anno hanno evidenziato un andamento complessivamente positivo, con un miglioramento dei risultati rispetto all'analogo periodo del 2003 e con la conferma dell'andamento di crescita delle principali grandezze operative già evidenziato nei trimestri più recenti. Il totale delle masse amministrare e gestite dalle società del Gruppo (di cui fanno parte, oltre a Banca Intermobiliare spa, Symphonia SGR, BIM SGR, BIM Alternative Investments SGR, BIM Vita e BIM Suisse) è salito a circa 11,3 miliardi di euro, di cui oltre 4,1 miliardi di euro rappresentati da raccolta gestita. Le stesse grandezze sono rispettivamente cresciute del 5% e del 2,6% rispetto al 31/3/2004 e dell'11,6% e del 6,2% rispetto al 31/12/2003: una crescita - in particolare per quanto riguarda la raccolta gestita - tanto più significativa in quanto

ottenuta in un contesto di mercato particolarmente difficile.

Anche la raccolta diretta si è ulteriormente incrementata (996 milioni di euro, con un +1,3% rispetto al 31/3/2004); di essa, oltre 182 milioni di euro sono rappresentati da emissioni della Banca, con una crescita del 41% rispetto al 31/3/2004.

Miglioramenti, infine, anche nei risultati economici consolidati, che dal secondo semestre 2003 includono anche Symphonia SGR. I ricavi hanno beneficiato del buon andamento delle commissioni di gestione e del positivo risultato del margine finanziario: il margine di intermediazione è stato infatti pari a 72,2 milioni di euro, con un aumento del 54% rispetto al 30/6/2003.

La redditività operativa si è ulteriormente incrementata, portando il risultato di gestione a circa 37,2 milioni di euro (+79,3 rispetto al 30/6/2003), mentre l'utile netto consolidato del trimestre si è attestato a oltre 17,7 milioni di euro, con una crescita del 10,4% rispetto al 30/6/2003.

## NUOVI ARRIVI **SPECIALISTA IN OBBLIGAZIONI**

La "squadra" di Symphonia SGR continua ad arricchirsi di nuove professionalità: è ora la volta di Guido Biasia, nuovo gestore obbligazionario. Milanese, poco più che trentenne, Biasia vanta già un ricco elenco di importanti esperienze professionali: laureato in economia presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, ha svolto attività di ricercatore sia presso l'Università Bocconi di Milano (Osservatorio M&A del centro Findustria) sia presso Assosim (Associazione degli Intermediari Mobiliari Italiani); ha inoltre operato presso importanti società di consulenza e presso primari istituti di credito specializzando sul trading di Government Bonds, sul monitoraggio dell'esposizione creditizia verso la clientela istituzionale e le controparti di mercato e sulla gestione degli aspetti burocratici e amministrativi della relazione con la clientela corporate.



Guido Biasia

## COMPARTI SICAV **NUOVI PARAMETRI.**

Dal 4 ottobre scorso sono stati sottoposti a modifica i benchmark di due dei comparti di Symphonia Sicav (Patrimonio Globale e Patrimonio Globale Reddito) attraverso l'inserimento di un nuovo indice Lehman Brothers.

I nuovi indicatori risultano ora così composti: per Patrimonio Globale 20% JPM Global GBI in euro (in precedenza la quota era del 25%), 25% MIB R, 25% MSCI W.I. in euro, 20% MTS BOT (in precedenza la quota era del 25%), 10% Lehman Br. Euro-Aggregate Corporate Index; per Patrimonio Globale Reddito 15% JPM Global GBI in euro (in precedenza la quota era del 20%), 5% MIB R, 5% MSCI W.I. in euro, 65% MTS BOT (in precedenza la quota era del 70%), 10% Lehman Br. Euro-Aggregate Corporate Index.

## FILIALI BANCA INTERMOBILIARE **UNA RETE SEMPRE PIU' AMPIA.**

Prosegue il processo di sviluppo della rete di filiali di Banca Intermobiliare: dopo la recente apertura della filiale di Pesaro, è in programma per il mese di novembre l'apertura della nuova filiale di Varese, in via Leopardi 1. L'iniziativa conferma anche lo stretto legame di collaborazione e le forti sinergie apportate dall'acquisizione di Symphonia SGR in BIM: il team di 4 private bankers che opererà inizialmente nella nuova struttura prevede infatti la presenza di Moreno Daverio (Responsabile di filiale) e Stefano Zanni (Relationship Manager), provenienti rispettivamente dalla sede milanese di Symphonia e dall'ufficio promotori finanziari Symphonia di Varese. Sempre nell'ambito dell'attività delle filiali BIM, è in programma per il 15 ottobre, a partire dalle 19.00, l'inaugurazione ufficiale della filiale di Modena, operativa dal febbraio 2004; l'appuntamento è nella Corte della Quadra di Villa Cavazza, a Solara di Bomporto.

## FINANZA IN TV **INFORMAZIONE QUALIFICATA.**

La collaborazione tra Symphonia e l'emittente satellitare CFN ha da qualche tempo permesso la messa in onda di apprezzate trasmissioni - realizzate presso lo studio televisivo di Spazio Symphonia - che compongono, nel loro insieme, un ricco e articolato palinsesto. Gli appuntamenti televisivi prevedono una serie di interventi quotidiani legati all'attualità e alle novità dei mercati, condotti da Rachele Focardi con la partecipazione di vari operatori (gestori, analisti, legali e altri professionisti) del mondo della finanza.

Sono inoltre previsti diversi appuntamenti fissi: come la trasmissione del giovedì, che vede ogni volta la partecipazione di un gestore di Symphonia. Tutti venerdì è invece previsto uno spazio dedicato ai contributi degli specialisti di vari studi legali; non manca infine, a cadenza mensile, l'appuntamento con l'arte, attraverso l'incontro con l'art dealer Francesco Cascino.

# SYMPHONIA SICAV - ANDAMENTO DEI COMPARTI

Nelle pagine che seguono sono analizzati, sia graficamente che in cifre, gli andamenti dei diversi comparti di Symphonia Sicav; i rendimenti ottenuti sono inoltre confrontati con il benchmark di riferimento e con la media dei prodotti concorrenti.

## AZIONARIO ITALIA SMALL CAP

Da lunedì 15 marzo 2004 è attivo il nuovo comparto SICAV denominato Azionario Italia Small Cap gestito da Symphonia SGR come deliberato dall'assemblea straordinaria del 20/02/03.

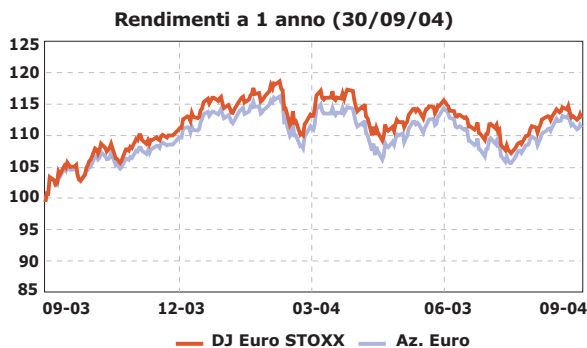
Modificato nella politica d'investimento, nel benchmark di riferimento e nei costi di commissione il nuovo comparto SICAV Azionario Italia Small Cap, ha sostituito - a decorrere dal 12 marzo 2004 - il preesistente comparto SICAV Azionario Euro Nuovi Mercati, già presente nell'offerta di Symphonia SGR.

La valutazione dell'investimento avviene attraverso il confronto tra il rendimento del comparto e l'andamento di un benchmark composto per l'80% sull'indice MIDEX e per il restante 20% sul MTS BOT, mentre la commissione annua di gestione è pari a 1,5% (la precedente era di 1,80%).

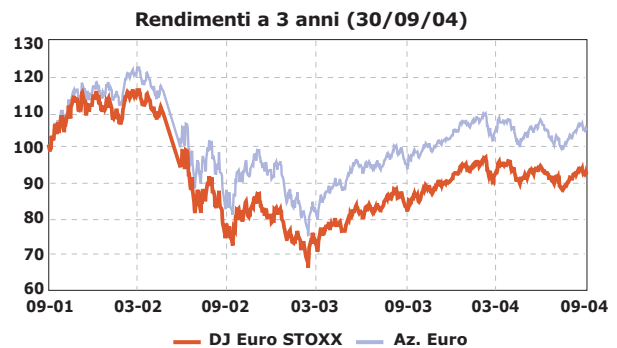
A seguito della modifica della politica di investimento e del benchmark non si riporta il grafico rappresentante l'andamento del comparto di provenienza Euro Nuovi Mercati in quanto non confrontabile con l'attuale prodotto (profilo di investimento).

Al momento della variazione della denominazione e della politica di investimento il NAV della quota era pari a Euro 3,698.

## AZIONARIO EURO



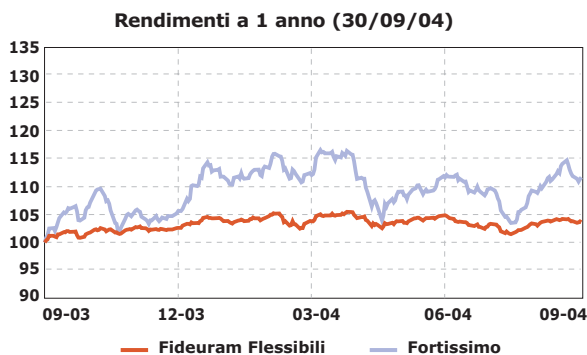
La performance del prodotto	11,82%
Dow Jones Euro STOXX	13,26%
Fideuram Az Area Euro	12,21%



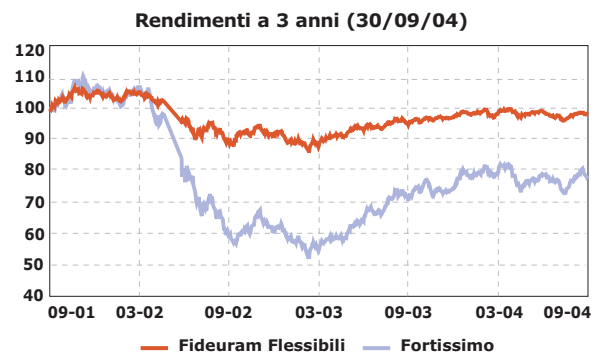
La performance del prodotto	1,30%
Dow Jones Euro STOXX	-3,20%
Fideuram Az Area Euro	-3,97%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

## FORTISSIMO



La performance del prodotto	11,68%
Fideuram Fondi Flessibili	3,64%



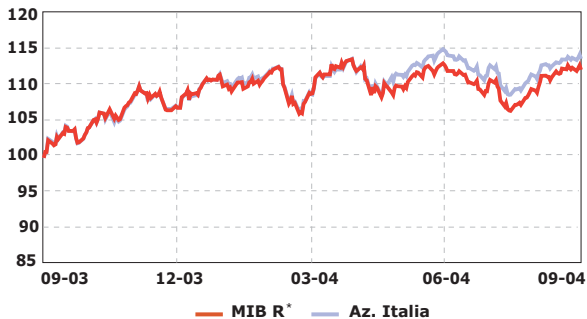
La performance del prodotto	-7,66%
Fideuram Fondi Flessibili	-0,59%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

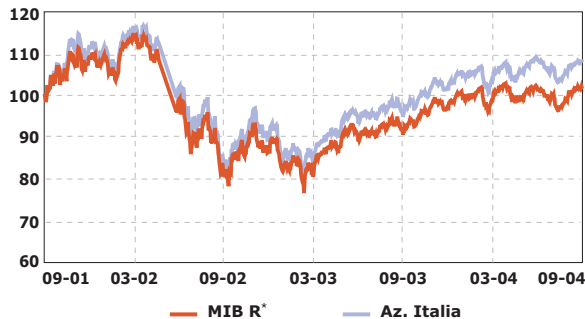
**AZIONARIO ITALIA**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	<b>13,85%</b>
MIB R*	<b>12,30%</b>
Fideuram Az Italia	<b>12,47%</b>

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)

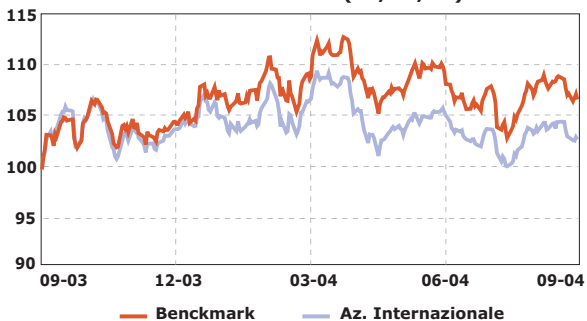


La performance del prodotto	<b>2,45%</b>
MIB R*	<b>0,45%</b>
Fideuram Az Italia	<b>2,12%</b>

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.  
\*Comit Globale fino all'anno 2000.

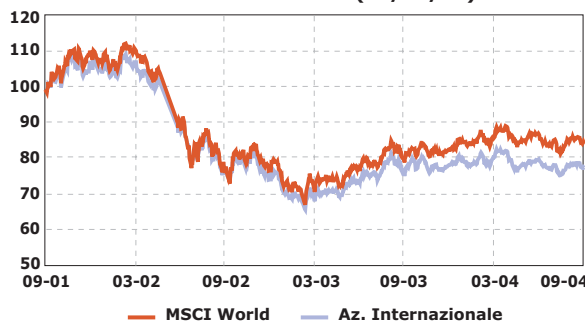
**AZIONARIO INTERNAZIONALE**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	<b>3,00%</b>
MSCI WORLD in Euro	<b>7,01%</b>
Fideuram Az. Internazionali	<b>4,92%</b>

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)

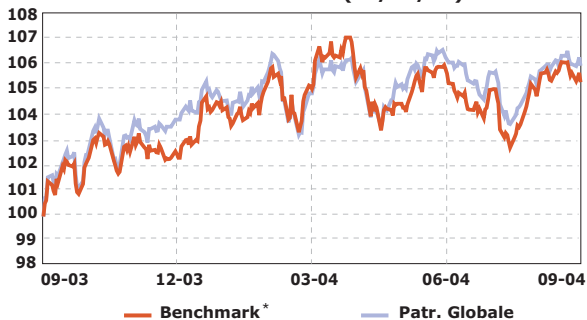


La performance del prodotto	<b>-7,85%</b>
MSCI WORLD in Euro	<b>-6,03%</b>
Fideuram Az. Internazionali	<b>-5,82%</b>

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

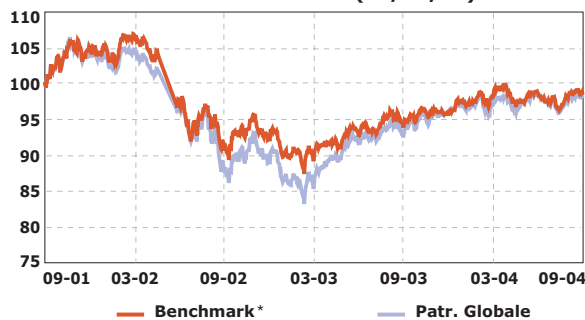
**PATRIMONIO GLOBALE**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	<b>6,00%</b>
Benchmark*	<b>5,34%</b>
Fideuram Bilanciati	<b>4,63%</b>

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)



La performance del prodotto	<b>-0,73%</b>
Benchmark*	<b>-0,33%</b>
Fideuram Bilanciati	<b>-0,72%</b>

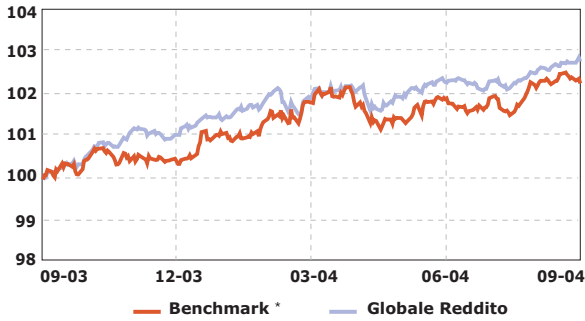
Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

\*Composizione: 25% indice JP MORGAN GLOBALE in Euro, 25% indice MIB R della Borsa di Milano, 25% indice Morgan Stanley Capital International World in Euro, 25% indice MTS SPA BOT.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

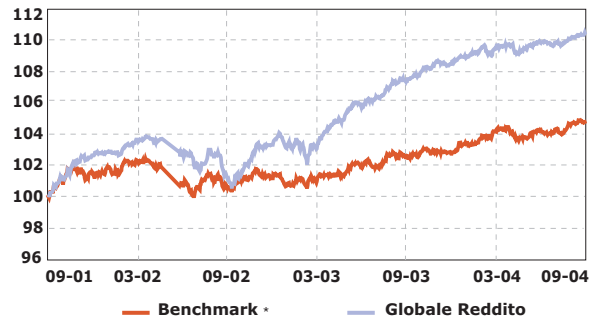
**PATRIMONIO GLOBALE REDDITO**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	2,82%
Benchmark*	2,30%
Fideuram Obbl. Misti	2,58%

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)



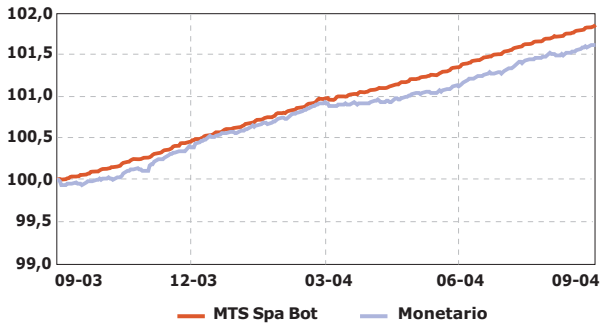
La performance del prodotto	3,29%
Benchmark*	1,80%
Fideuram Obbl. Misti	1,76%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

\*Composizione: 20% indice JP MORGAN GLOBALE in Euro, 5% indice MIB R della Borsa di Milano, 5% indice Morgan Stanley Capital International World in Euro, 70% indice MTS SPA BOT.

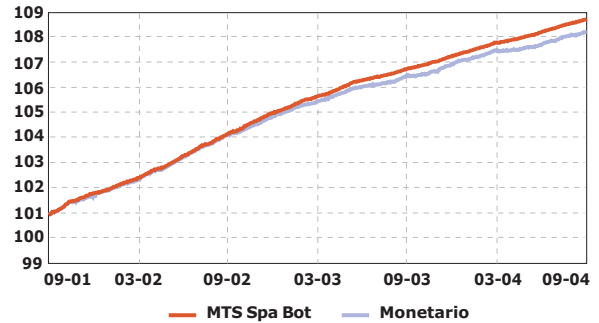
**MONETARIO**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	1,60%
MTS SPA BOT	1,84%
Fideuram Liquidità	1,25%

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)

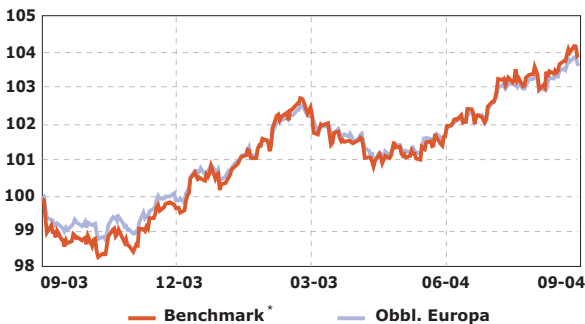


La performance del prodotto	2,36%
MTS SPA BOT	2,87%
Fideuram Liquidità	1,92%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

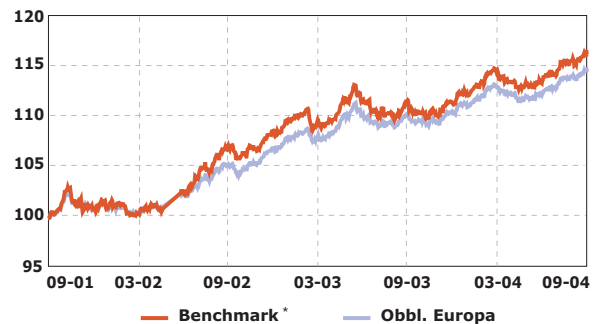
**OBBLIGAZIONARIO AREA EUROPA**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	3,72%
Benchmark*	4,04%
Fideuram	1,78%

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)



La performance del prodotto	4,67%
Benchmark*	5,92%
Fideuram	3,18%

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

Il fondo ha cambiato politica di investimento dall'ottobre 1999.

\*Composizione: 80% SSBE WGBI in Euro, 20% Lehman Brothers Euro Corporate Aggregate.

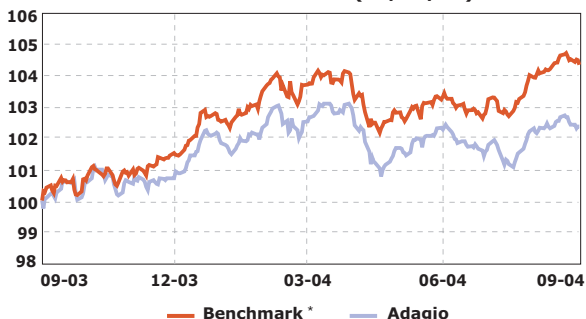
IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

# SYMPHONIA MULTI SICAV-ANDAMENTO DEI COMPARTI

Una sintesi grafica e numerica dell'andamento di tutti i diversi comparti di Symphonia Multi Sicav (Adagio, Largo, Vivace, Azionario Europa, Azionario America, Azionario Asia e Azionario Paesi Emergenti), confrontati con il benchmark e con la media dei prodotti concorrenti.

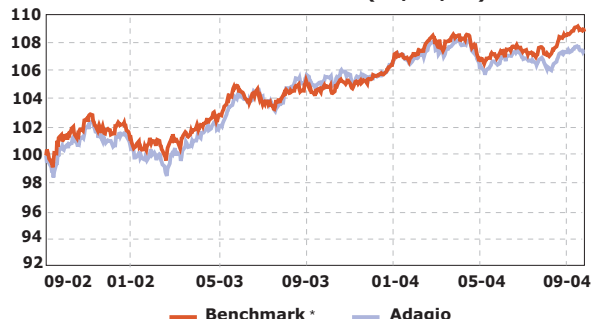
## ADAGIO

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	2,36%
Benchmark*	4,33%
Fideuram	2,64%

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



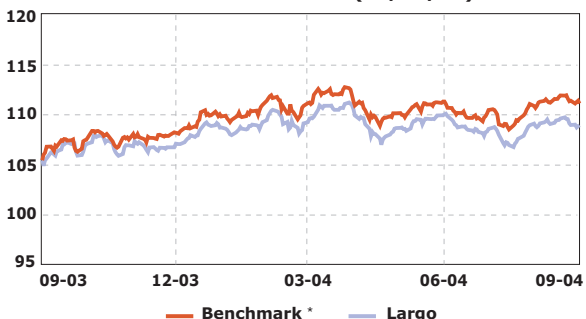
La performance del prodotto	3,66%
Benchmark*	4,34%
Fideuram	3,08%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

\*Composizione: 15% MTS BOT, 60% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 5% MIB R, 20% MSCI All Country World Free.

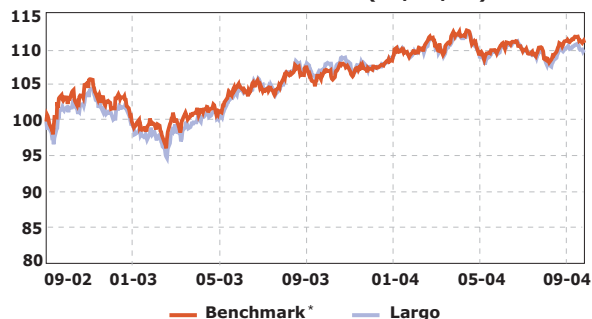
## LARGO

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	3,50%
Benchmark*	5,65%
Fideuram	4,63%

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



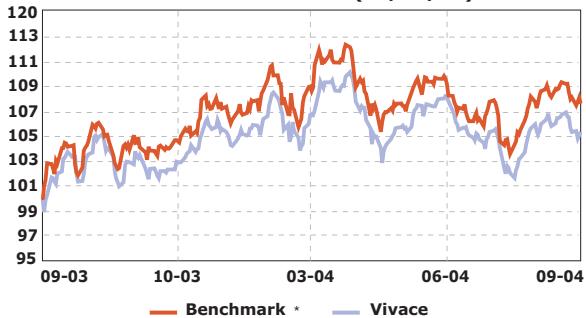
La performance del prodotto	4,87%
Benchmark*	5,34%
Fideuram	4,60%

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

\*Composizione: 10% MTS BOT, 40% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 10% MIB R, 40% MSCI All Country World Free.

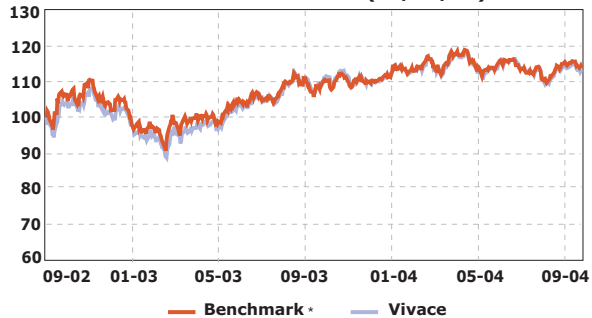
## VIVACE

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto	5,41%
Benchmark*	7,65%
Fideuram	4,92%

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



La performance del prodotto	6,45%
Benchmark*	6,75%
Fideuram	4,22%

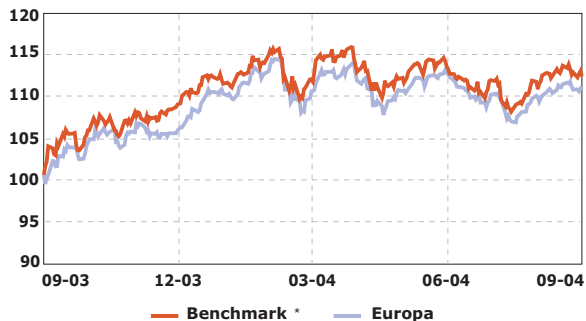
Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

\*Composizione: 10% SSB WGBI Euro Terms Hedged, 15% MIB R, 75% MSCI All Country World Free.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

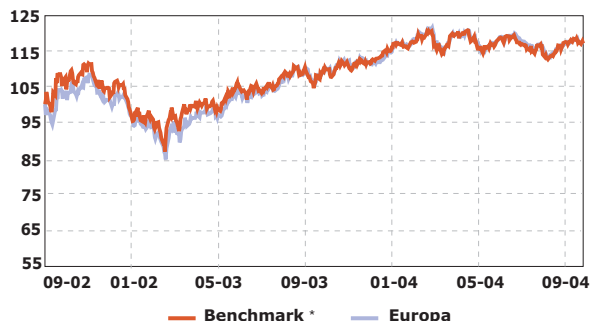
**AZIONARIO EUROPA**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



<b>La performance del prodotto</b>	<b>10,60%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>11,84%</b>
<b>Fideuram</b>	<b>10,99%</b>

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



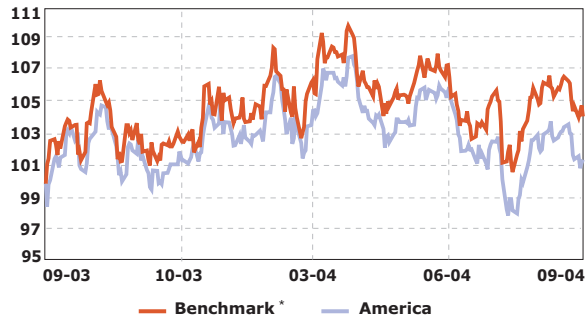
<b>La performance del prodotto</b>	<b>8,47%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>8,14%</b>
<b>Fideuram</b>	<b>7,06%</b>

\* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI Europe.

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

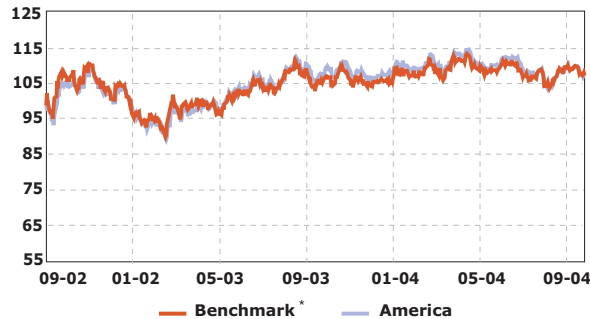
**AZIONARIO AMERICA**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



<b>La performance del prodotto</b>	<b>1,53%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>4,28%</b>
<b>Fideuram Liquidità</b>	<b>2,65%</b>

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



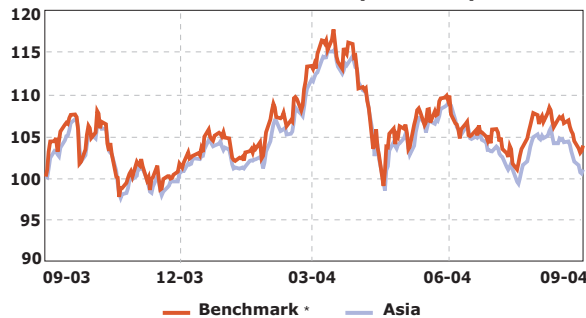
<b>La performance del prodotto</b>	<b>4,24%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>4,15%</b>
<b>Fideuram Liquidità</b>	<b>2,53%</b>

\* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI North America.

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

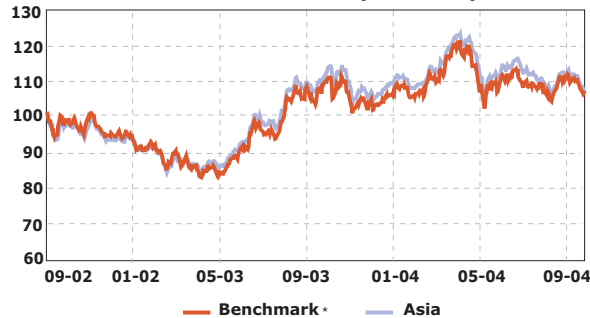
**AZIONARIO ASIA**

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



<b>La performance del prodotto</b>	<b>0,87%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>3,71%</b>
<b>Fideuram</b>	<b>3,42%</b>

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



<b>La performance del prodotto</b>	<b>3,23%</b>
<b>Benchmark*</b>	<b>2,88%</b>
<b>Fideuram</b>	<b>3,33%</b>

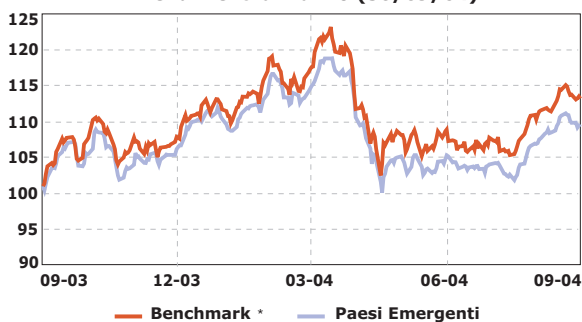
\* Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI All Country Far East Free.

Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.

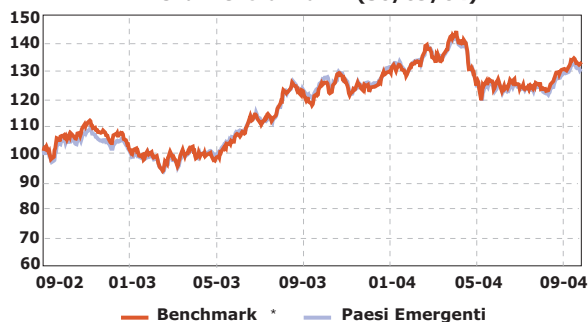
### AZIONARIO PAESI EMERGENTI

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



La performance del prodotto **8,64%**  
 Benchmark\* **12,19%**  
 Fideuram **12,69%**

Rendimenti a 2 anni (30/09/04)



La performance del prodotto **13,75%**  
 Benchmark\* **14,45%**  
 Fideuram **14,59%**

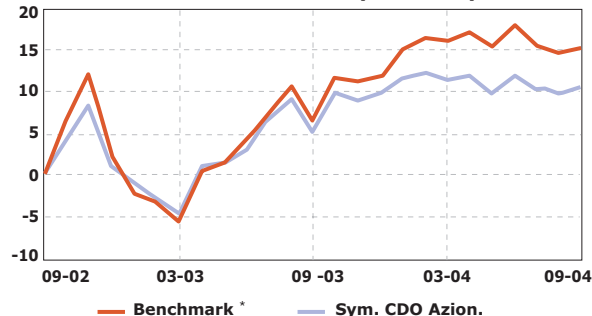
Rendimenti medi annui composti a 2 anni.

\*Composizione: 10% MTS BOT, 90% MSCI Emerging Market Free.

### CDO FONDO PENSIONE APERTO

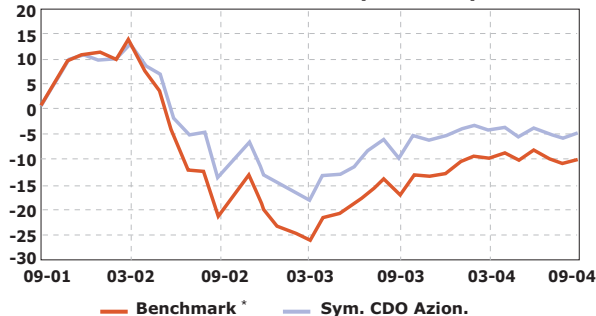
#### LINEA AZIONARIO GLOBALE

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



CDO Azionario **5,22%**  
 Benchmark\* **8,39%**  
 Fideuram **4,92%**

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)



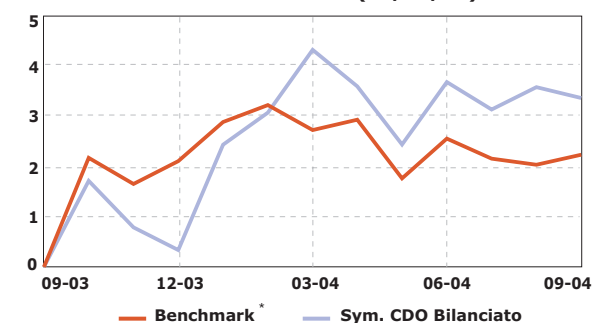
CDO Azionario **-4,92%**  
 Benchmark\* **-10,26%**  
 Fideuram **-16,50%**

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

\*Composizione: 75% MSCI, 25% Comit.

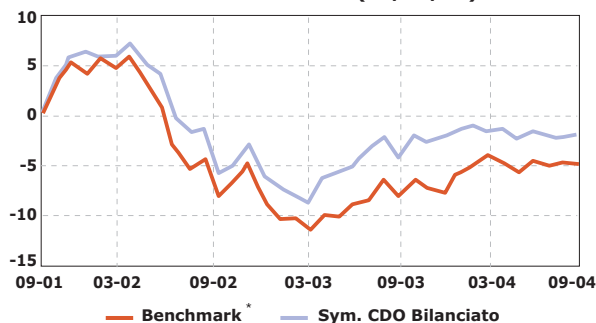
#### LINEA BILANCIATO GLOBALE

Rendimenti a 1 anno (30/09/04)



CDO Bilanciato **2,24%**  
 Benchmark\* **3,37%**  
 Fideuram **4,01%**

Rendimenti a 3 anni (30/09/04)



CDO Bilanciato **-1,93%**  
 Benchmark\* **-4,87%**  
 Fideuram **-1,58%**

Rendimenti medi annui composti a 3 anni.

\*Composizione: 50% JPM, 37,50% MSCI, 12,50% Comit.

Note di Symphonia è la newsletter trimestrale di Symphonia SGR rivolta a tutti i suoi interlocutori: clienti, promotori, operatori del mercato finanziario.

Per informazioni o richiesta copie aggiuntive, rivolgersi a:

Symphonia SGR - Corso Matteotti, 5 - 20121 Milano

Numero Verde 800-614-614 - email: info@symphonia.it - www.symphonia.it



BIM - Direzione Generale - Via Gramsci, 7  
 10121 Torino - Tel. 011-5162411  
 www.bimbank.it

IL BENCHMARK È AL NETTO DEGLI ONERI FISCALI. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI.