



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il costo totale dell'investimento in fondi comuni

di Giorgio Albareto, Giuseppe Cappelletti, Andrea Cardillo e Luca Zucchelli

Settembre 2017

Numero

391



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il costo totale dell'investimento in fondi comuni

di Giorgio Albareto, Giuseppe Cappelletti, Andrea Cardillo e Luca Zucchelli

Numero 391 – Settembre 2017

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

IL COSTO TOTALE DELL'INVESTIMENTO IN FONDI COMUNI

di Giorgio Albareto¹, Giuseppe Cappelletti², Andrea Cardillo³ e Luca Zucchelli⁴

Sommario

I costi complessivi associati all'investimento in un fondo comune aperto comprendono quelli che gravano sul fondo e quelli direttamente imputati ai sottoscrittori (commissioni di ingresso e di uscita). La raccolta di fondi caratterizzati dalla presenza di costi direttamente imputati agli investitori è significativamente cresciuta negli ultimi anni. Il lavoro presenta una stima del costo complessivo dell'investimento in fondi comuni (*Total Shareholder Cost*, TSC) effettuata utilizzando le informazioni riportate dalle SGR nelle segnalazioni di vigilanza. Le stime ottenute mostrano come nel periodo 2006-2016 il TSC sia stato in media pari all'1,58 per cento del patrimonio complessivo dei fondi (1,74 per cento a fine 2016); se si sottraggono i costi direttamente e indirettamente sostenuti dagli investitori il rendimento dei fondi comuni aperti si riduce in media dal 3,5 al 2 per cento. In base a risultati preliminari, la presenza di commissioni di sottoscrizione e vendita riduce l'elasticità delle sottoscrizioni e dei riscatti ai rendimenti.

Classificazione JEL: G11, G23, E60.

Parole chiave: fondi comuni, *Total Expense Ratio*, *Total Shareholder Cost*.

Indice

1	Introduzione e principali conclusioni	5
2	Calcolo del TSC e analisi del suo andamento	8
2.1	Stima delle commissioni direttamente a carico dei risparmiatori e calcolo del TSC.....	8
2.2	Prospetti informativi e comparazione tra i diversi tipi di fondi.....	13
3	Introduzione di costi connessi con l'investimento in fondi comuni e volatilità dei mercati..	15
	Appendice.....	19
	Riferimenti bibliografici.....	23

¹ Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e statistica, Servizio Analisi Statistiche, via Nazionale 91, 00184 – Roma, Italia.

² European Central Bank, Directorate General Macro-Prudential Policy & Financial Stability, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany.

³ Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e statistica, Servizio Analisi Statistiche, via Nazionale 91, 00184 – Roma, Italia.

⁴ Banca d'Italia, Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria, Servizio Supervisione Intermediari Finanziari, via Nazionale 91, 00184 – Roma, Italia.

1. Introduzione e principali conclusioni *

La stima del costo di investimento in fondi comuni è generalmente effettuata tenendo conto solo degli oneri che gravano sul fondo e che sono sostenuti *indirettamente* dai sottoscrittori. Questi oneri, denominati Total Expense Ratio (TER), includono le commissioni di gestione e di incentivo, la remunerazione della banca depositaria e gli altri oneri residuali, componenti che vengono periodicamente decurtate dal valore delle quote del fondo comune.¹

La valutazione della convenienza dell'investimento nei fondi comuni richiede tuttavia di considerare anche i costi *direttamente* sostenuti dall'investitore. Questi comprendono sia le commissioni di ingresso pagate al momento dell'acquisto delle quote, sia quelle di uscita pagate al momento del riscatto; le prime di solito decrescono all'aumentare dell'entità dell'investimento, mentre le seconde diminuiscono a fronte di periodi prolungati di permanenza nel fondo.

La stima del costo complessivo per il sottoscrittore di un fondo comune aperto, denominato Total Shareholder Cost (TSC), risulta particolarmente rilevante a seguito della recente forte crescita della raccolta dei fondi a scadenza², che sono caratterizzati da una struttura delle commissioni in cui gli oneri di rimborso sono particolarmente elevati nel caso di vendita delle quote prima della scadenza. Tra il 2013 e il 2015 oltre il 40 per cento della raccolta lorda realizzata dai fondi comuni aperti era riconducibile ai fondi a scadenza³ (Banca d'Italia, 2014); la diffusione di questi fondi riflette anche la loro maggiore convenienza per le reti distributive rispetto ad altri strumenti finanziari (polizze assicurative, titoli strutturati, obbligazioni), in quanto il pagamento delle commissioni alla rete distributiva avviene interamente al momento della sottoscrizione delle quote. A partire dal 2013 la quota della raccolta lorda dei fondi con commissioni di sottoscrizione o di vendita, di cui fanno parte i fondi a scadenza, è stata superiore al 50 per cento del totale della raccolta dei fondi comuni (tav. 1; penultima colonna).

* Si ringraziano Giuseppe Grande, Giovanni Guazzarotti e Ignazio Visco per gli utili suggerimenti.

¹ Nelle segnalazioni di vigilanza le commissioni di sottoscrizione sono talvolta incluse nel TER in aggiunta agli oneri di gestione. In particolare, alcuni fondi includono queste commissioni tra le altre commissioni e le provvigioni pagate alla società di gestione o ad altri intermediari; in questa nota si ipotizza che non facciano parte del TER.

² I fondi a scadenza sono fondi aperti connotati da un orizzonte di investimento predefinito (5-7 anni) e da un target di rischio/rendimento; distribuiscono spesso cedole e sono raccolti in una ristretta finestra temporale di collocamento (massimo 3 mesi). Questi fondi presentano due modelli commissionali alternativi, entrambi legati alla presenza di un orizzonte temporale pluriennale e al fatto che la rete di vendita viene solitamente remunerata all'inizio della vita del fondo. Nel primo modello la SGR remunera il collocatore anticipando le somme che riceverà a titolo di commissione di gestione durante la vita futura del fondo. Nel secondo modello, introdotto nel 2012, la commissione di collocamento è prelevata direttamente dal fondo in un'unica soluzione; la commissione di rimborso in caso di uscita anticipata del sottoscrittore è pagata direttamente al fondo (e non alla SGR).

³ Nel corso del 2016 la raccolta lorda dei fondi a scadenza si è ridotta a causa delle numerose operazioni di razionalizzazione e fusione delle SGR e per la maggiore concorrenza da parte dei fondi a scadenza di diritto estero.

Tavola 1: Diffusione dei fondi con commissioni direttamente a carico del risparmiatore
(unità e milioni di Euro)

Numero fondi	Fondi a scadenza (1)				Altri fondi				Totale fondi				Percentuale fondi a scadenza	Percentuale fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Percentuale fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)
	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (2)	Di cui fondi con commissioni di sottoscrizione o vendita (3)					
2005	5	1	960	529	965	530	965	530	965	530	965	0.52	54.92	82.77	
2006	6	1	882	492	888	493	888	493	888	493	888	0.68	55.52	85.65	
2007	8	1	849	459	857	460	857	460	857	460	857	0.93	53.68	80.51	
2008	12	5	768	362	780	367	780	367	780	367	780	1.54	47.05	74.40	
2009	16	3	688	358	688	361	688	361	688	361	688	2.33	52.47	76.12	
2010	37	6	592	327	629	333	629	333	629	333	629	5.88	52.94	66.72	
2011	62	14	562	323	624	337	624	337	624	337	624	9.94	54.01	70.50	
2012	90	27	547	320	637	347	637	347	637	347	637	14.13	54.47	67.36	
2013	185	74	493	295	678	369	678	369	678	369	678	27.29	60.31	61.58	
2014	288	145	478	317	766	462	766	462	766	462	766	37.60	53.66	54.94	
2015	374	152	472	302	846	454	846	454	846	454	846	44.21	65.74	30.70	
2016	381	237	480	329	861	566	861	566	861	566	861	44.25	31.10	28.94	
2005	978	648	154,323	47,026	155,301	47,674	155,301	47,674	155,301	47,674	155,301	0.63	27.80	85.85	
2006	5,592	398	147,677	47,263	153,269	47,661	153,269	47,661	153,269	47,661	153,269	3.65	25.22	81.48	
2007	1,241	64	111,000	32,413	112,241	32,478	112,241	32,478	112,241	32,478	112,241	1.11	35.15	58.82	
2008	432	34	81,544	22,759	81,976	22,793	81,976	22,793	81,976	22,793	81,976	0.53	57.96	69.62	
2009	258	10	55,291	13,997	55,548	14,007	55,548	14,007	55,548	14,007	55,548	0.46	70.18	80.58	
2010	3,013	741	45,229	18,518	48,242	19,259	48,242	19,259	48,242	19,259	48,242	6.24	35.15	69.98	
2011	3,061	1,014	32,152	11,362	35,213	12,376	35,213	12,376	35,213	12,376	35,213	8.69	47.25	58.82	
2012	6,333	3,718	23,362	10,313	29,696	14,031	29,696	14,031	29,696	14,031	29,696	21.33	47.25	69.62	
2013	23,971	15,166	28,626	15,317	52,597	30,483	52,597	30,483	52,597	30,483	52,597	45.58	70.18	80.58	
2014	36,987	27,877	40,645	26,605	77,633	54,482	77,633	54,482	77,633	54,482	77,633	47.64	64.00	81.31	
2015	32,932	22,975	48,474	29,128	81,406	52,103	81,406	52,103	81,406	52,103	81,406	40.45	69.98	78.01	
2016	5,340	4,252	32,014	21,889	37,353	26,141	37,353	26,141	37,353	26,141	37,353	14.30	34.17	90.06	
2005	945	409	349,784	119,439	350,729	119,848	350,729	119,848	350,729	119,848	350,729	0.27	35.06	93.19	
2006	5,051	719	329,064	116,424	334,115	117,143	334,115	117,143	334,115	117,143	334,115	1.51	35.75	89.90	
2007	5,905	330	277,516	100,990	283,421	101,320	283,421	101,320	283,421	101,320	283,421	2.08	37.02	82.40	
2008	4,371	3,449	237,191	82,595	241,562	86,044	241,562	86,044	241,562	86,044	241,562	1.81	44.08	66.21	
2009	3,555	465	173,305	65,012	176,860	65,477	176,860	65,477	176,860	65,477	176,860	2.01	53.04	69.67	
2010	5,463	1,089	169,007	69,709	174,470	70,798	174,470	70,798	174,470	70,798	174,470	3.13	66.44	63.54	
2011	6,998	2,503	140,079	62,321	147,076	64,824	147,076	64,824	147,076	64,824	147,076	4.76	66.44	55.99	
2012	11,333	5,214	119,157	63,994	130,490	69,209	130,490	69,209	130,490	69,209	130,490	8.69	66.44	66.21	
2013	30,146	17,495	112,666	66,486	142,812	83,981	142,812	83,981	142,812	83,981	142,812	21.11	66.44	68.61	
2014	60,101	42,083	121,996	78,908	182,097	120,992	182,097	120,992	182,097	120,992	182,097	33.00	66.44	63.54	
2015	81,556	48,477	137,934	83,585	219,490	132,062	219,490	132,062	219,490	132,062	219,490	37.16	64.00	77.78	
2016	73,741	63,347	127,649	93,296	201,390	156,644	201,390	156,644	201,390	156,644	201,390	36.62	69.98	78.01	

Fondi: Segnalazioni di Vigilanza e Assogestioni.

- (1) In base alle informazioni tratte dalle segnalazioni di vigilanza risulta che non tutti i fondi a scadenza presentano delle commissioni di sottoscrizione e rimborso; ciò è dovuto alla scarsa accuratezza delle segnalazioni da parte di alcune SGR.
- (2) Fondi che hanno segnalato le commissioni di sottoscrizione e rimborso in base ai prospetti informativi.
- (3) Fondi gestiti da SGR che hanno segnalato il flusso di cassa derivante dalle commissioni di rimborso e sottoscrizione relative al singolo fondo.

La stima del TSC consente il calcolo del rendimento netto dei fondi comuni (Cesari e Panetta, 2002), rendendo confrontabili, al netto della componente di rischio, fondi comuni con strutture di commissioni diverse (Rea e Reid, 1999; Khorana, Sevaes e Tufano, 2009) e i fondi comuni con gli altri strumenti finanziari. La stima del costo complessivo dell'investimento in fondi comuni è utile anche per lo studio degli incentivi dei manager dei fondi (Livingston e Musto, 1997) e per la valutazione degli effetti dell'introduzione di commissioni di sottoscrizione e di vendita sugli incentivi dei sottoscrittori a cambiare i propri investimenti (Chordia, 1996).

In questa nota si propone una stima del costo complessivo dell'investimento nei fondi comuni italiani⁴. Mentre il TER è calcolato utilizzando direttamente le informazioni tratte dalle segnalazioni di vigilanza sulle provvigioni che gravano sul fondo⁵, le commissioni di ingresso e uscita pagate dai risparmiatori sono stimate utilizzando il valore delle commissioni di sottoscrizione e di rimborso incassate dalle SGR come riportate nei loro bilanci. Questa stima consente di calcolare i costi complessivi effettivamente sostenuti dagli investitori in fondi comuni, ma non di comparare la convenienza relativa tra i diversi fondi comuni: la stima riflette infatti, oltre che lo schema delle commissioni, anche l'ammontare della raccolta e dei rimborsi. Per questo motivo nella nota vengono utilizzate anche le informazioni sulle commissioni di sottoscrizione e rimborso contenute nei prospetti informativi dei singoli fondi (informazioni "ex ante"). L'utilizzo di queste informazioni consente di analizzare la valutazione economica dell'investitore al momento di sottoscrivere le quote o chiederne il rimborso⁶.

Le stime ottenute sulla base dei dati di bilancio delle SGR mostrano come nel periodo 2006-2016 il TSC sia stato in media pari all'1,58 per cento del patrimonio complessivo dei fondi (1,74 per cento a fine 2016). L'incidenza dei costi direttamente pagati dal risparmiatore è aumentata in coincidenza con la crescente diffusione dei fondi a scadenza: dal 2013 essi pesano per oltre il 10 per cento sul totale delle commissioni. Se si sottraggono i costi direttamente e indirettamente sostenuti dagli investitori il rendimento si riduce dal 3,5 al 2 per cento nella media del periodo 2006-2016. Evidenze preliminari prodotte utilizzando la stima della componente del TSC direttamente pagata dai risparmiatori mostrano come la presenza di commissioni di sottoscrizione e vendita possa

⁴ Le uniche altre stime del TSC sono quelle di Khorana, Sevaes e Tufano (2009) per l'Italia e altri 17 paesi (Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti). Queste stime si basano su dati di fonte Fitzrovia per il TER e di fonte Morningstar Research Plus (MRP) per il TSC; la copertura di MRP per i dati sulle commissioni di sottoscrizione e rimborso non è completa.

⁵ Per il dettaglio vedi appendice A.1.

⁶ Nelle segnalazioni è riportato il valore delle commissioni, che possono essere in termini percentuali o per un importo fisso, per i diversi scaglioni (di importo per le commissioni di sottoscrizione, di durata dell'investimento per le commissioni di rimborso). Per il dettaglio vedi appendice A.1.

ridurre l'elasticità della raccolta e dei rimborsi lordi rispetto ai rendimenti, costituendo un possibile elemento stabilizzatore della raccolta dei fondi in momenti di volatilità dei mercati finanziari.

Il lavoro comprende due paragrafi. Nel primo sono illustrati il metodo di calcolo del TSC ed il suo andamento nell'ultimo decennio. Per valutare la convenienza relativa tra i diversi fondi comuni al momento della sottoscrizione sono state analizzate anche le informazioni sulle commissioni di sottoscrizione e rimborso contenute nei prospetti informativi dei singoli fondi. Nel secondo paragrafo viene effettuata una valutazione preliminare degli effetti della presenza di commissioni di ingresso e uscita sulla volatilità delle sottoscrizioni e delle richieste di rimborso dei fondi comuni.

2. Calcolo del TSC e analisi del suo andamento

2.1 Stima delle commissioni direttamente a carico dei risparmiatori e calcolo del TSC

L'importo annuale delle commissioni di ingresso e di uscita rappresenta la componente di spesa aggiuntiva che deve essere sommata al TER per la determinazione del TSC⁷.

Gli oneri pagati dal fondo sono riportati nelle segnalazioni di vigilanza come valori monetari nei dati di bilancio. Il TER è quindi dato dalla somma degli oneri pagati annualmente dal fondo:

$$TER(a, f) = \sum_k oneri(a, f)_k$$

dove k indica i vari tipi di onere, a l'anno di riferimento e f lo specifico fondo.⁸

Il calcolo del TSC con i dati di bilancio delle SGR è dato dalla somma del TER con tutti i tipi di commissioni pagate direttamente dai risparmiatori al momento dell'acquisto ($COMM_{SOTTOSCRIZIONE}$) o del riscatto ($COMM_{RIMBORSO}$) delle quote; si tratta di componenti opzionali, dal momento che non tutti i fondi ne prevedono l'applicazione.

Le commissioni possono essere pagate in un'unica soluzione al momento dell'investimento nel fondo o della vendita delle quote. È quindi necessario calcolare la parte delle stesse imputabile a ciascun anno. Per le commissioni di sottoscrizione la somma pagata al momento dell'ingresso nel

⁷ In relazione ai fondi a scadenza, le commissioni di collocamento del modello introdotto nel 2012 sono comprese nel TER, mentre le commissioni di rimborso del modello preesistente vanno aggiunte al TER per calcolare il TSC.

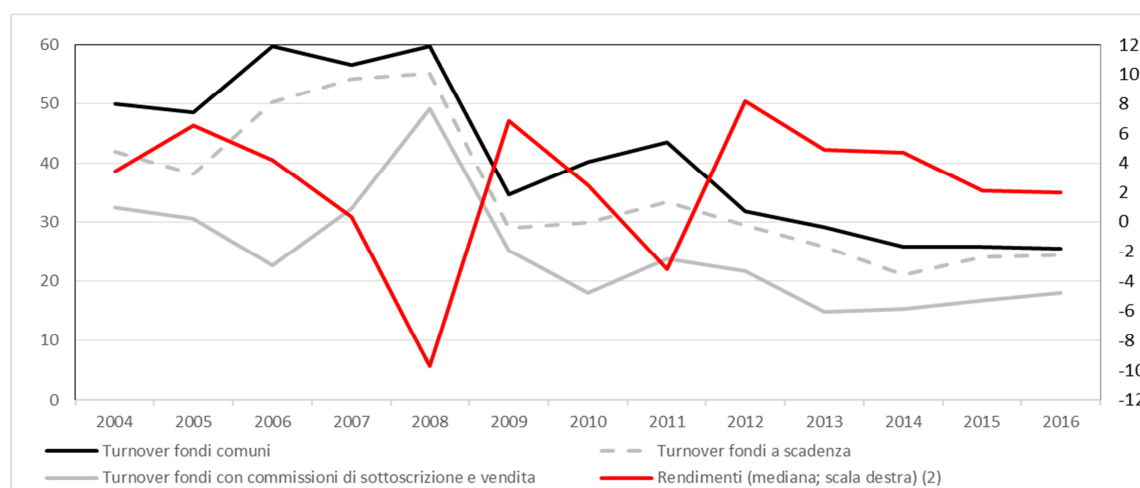
⁸ Gli oneri addebitati al fondo includono le commissioni corrisposte alla banca depositaria, le provvigioni corrisposte alla società di gestione, quelle corrisposte agli intermediari per la compravendita di titoli e le altre commissioni gravanti sul fondo.

fondo può essere considerata come il valore attuale delle rate periodiche figurative pagate dal sottoscrittore per tutta la durata dell'investimento; le commissioni di uscita possono invece essere considerate come il montante, corrisposto in un'unica soluzione al momento dell'uscita dal fondo, delle rate annuali pagate per ogni anno di permanenza. Per determinare la quota annuale di entrambi i tipi di costo è quindi necessario ipotizzare un periodo medio di durata dell'investimento (per semplicità non applicheremo nessun tasso di sconto). A questo fine, la durata media dell'investimento nei fondi aperti armonizzati nel periodo 2004-2016 è ottenuta come inverso del turnover, ovvero del rapporto tra i rimborsi (al netto delle operazioni di switch) e il patrimonio medio di ciascun fondo (cfr. tav. A.2 in appendice).

Il turnover medio dei fondi, dopo essere aumentato fino al 2008, si è ridotto significativamente nel 2009 per rimanere poi sostanzialmente invariato, mostrando una relazione non univoca con l'andamento dei rendimenti (fig. 1). In media i fondi a scadenza e i fondi con commissioni direttamente a carico del sottoscrittore hanno un turnover paragonabile al complesso dei fondi aperti armonizzati, nonostante questo possa essere penalizzante per gli investitori.

Nel decennio considerato il turnover medio si è attestato intorno al 40 per cento, che implica una durata media degli investimenti di circa 29 mesi; nel 2016 la durata media implicita nel turnover è stata pari a 47 mesi per il complesso dei fondi aperti armonizzati, a 49 mesi per quelli a scadenza e a 67 mesi per quelli che prevedono commissioni di sottoscrizione o di vendita.

Figura 1: Turnover e rendimenti dei fondi comuni armonizzati (1)



Fonte: Banca d'Italia, Fideuram.

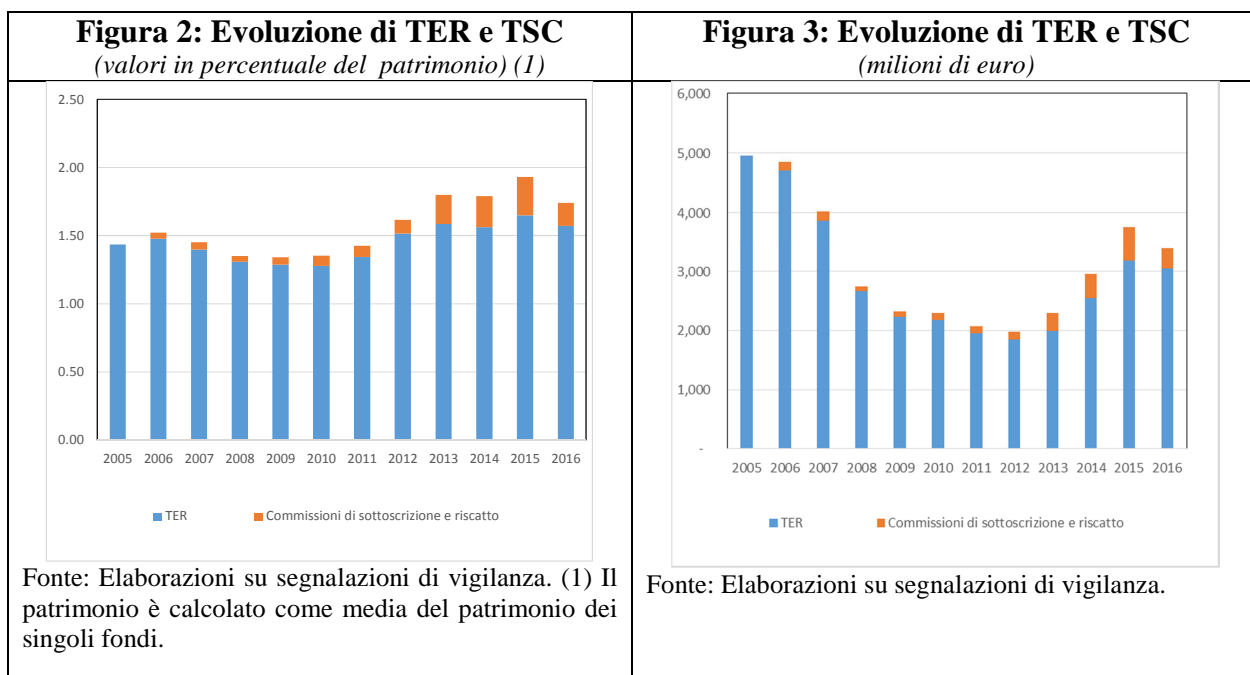
Note: (1) Il turnover è espresso in valori percentuali ed è calcolato come il rapporto tra i rimborsi e il patrimonio medio nell'anno. Fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. – (2) Rendimenti a 12 mesi di fine anno. I rendimenti sono al netto delle commissioni e, fino al 30 giugno 2011, delle imposte.

Per calcolare il TSC occorre tenere in considerazione la durata degli investimenti, ovvero il turnover dei diversi fondi comuni, e attribuire i costi pagati dagli investitori annualmente in base al patrimonio dei singoli fondi:

$$TSC(a, f) = [(COMM_{SOTTOSCRIZIONE} + COMM_{RIMBORSO}) \times Turnover + TER]$$

In base alla stima sopra descritta, nel periodo 2006-2016 il valore medio del TSC calcolato con i dati di bilancio delle SGR è stato pari all'1,58 per cento (1,74 per cento nel 2016; fig. 2); dopo il calo registrato tra il 2007 e il 2011, il peso delle commissioni è tornato a crescere dal 2012, sospinto dalla crescente diffusione dei fondi a scadenza, e ha riguardato sia il TER che il TSC. L'incremento delle commissioni direttamente sostenute dagli investitori è stato particolarmente rilevante (fig. 3) nel 2016 la loro incidenza è rimasta superiore al 10 per cento del TSC.

L'incidenza del totale dei costi sostenuti dai risparmiatori (ovvero il TSC in percentuale del patrimonio gestito) è salita nel triennio 2012-2015 (di circa mezzo punto percentuale) portandosi a poco meno del 2 per cento⁹, per poi ridursi nel 2016. La crescita dell'incidenza delle commissioni di sottoscrizione/rimborso non è stata compensata da un calo delle commissioni di gestione (che fanno parte del TER). Tuttavia, a fronte dell'incremento delle commissioni a carico degli investitori, si è registrato un incremento dei rendimenti dei fondi comuni (fig. 1).

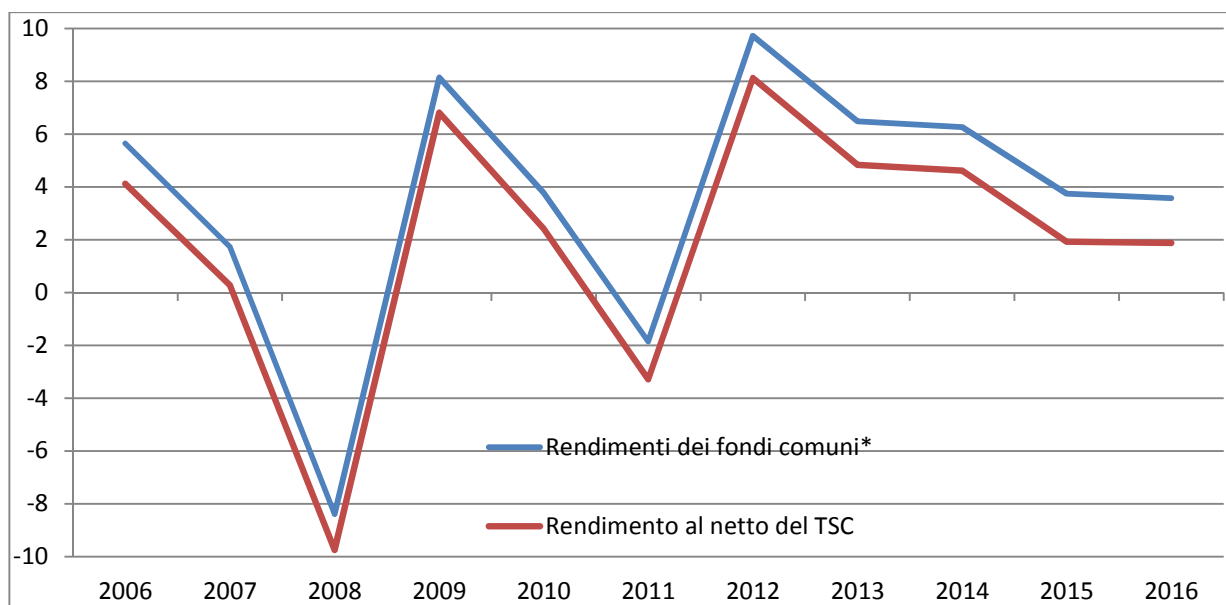


⁹ Il TSC è calcolato al netto di possibili duplicazione per quei fondi che includono le commissioni di sottoscrizione tra gli oneri di gestione (TER).

Nel periodo considerato il rendimento dei fondi comuni (al netto delle imposte fino al 30 giugno 2011) è stato in media pari al 3,5 per cento; se si sottraggono i costi direttamente e indirettamente sostenuti dagli investitori il rendimento si riduce al 2 per cento. Gli oneri sostenuti direttamente dall'investitore sono risultati una componente rilevante dei costi totali a partire dal 2012, in corrispondenza della diffusione dei fondi a scadenza (Figura 4).

Figura 4: Rendimento dei fondi comuni armonizzati italiani

(media semplice; valori percentuali)

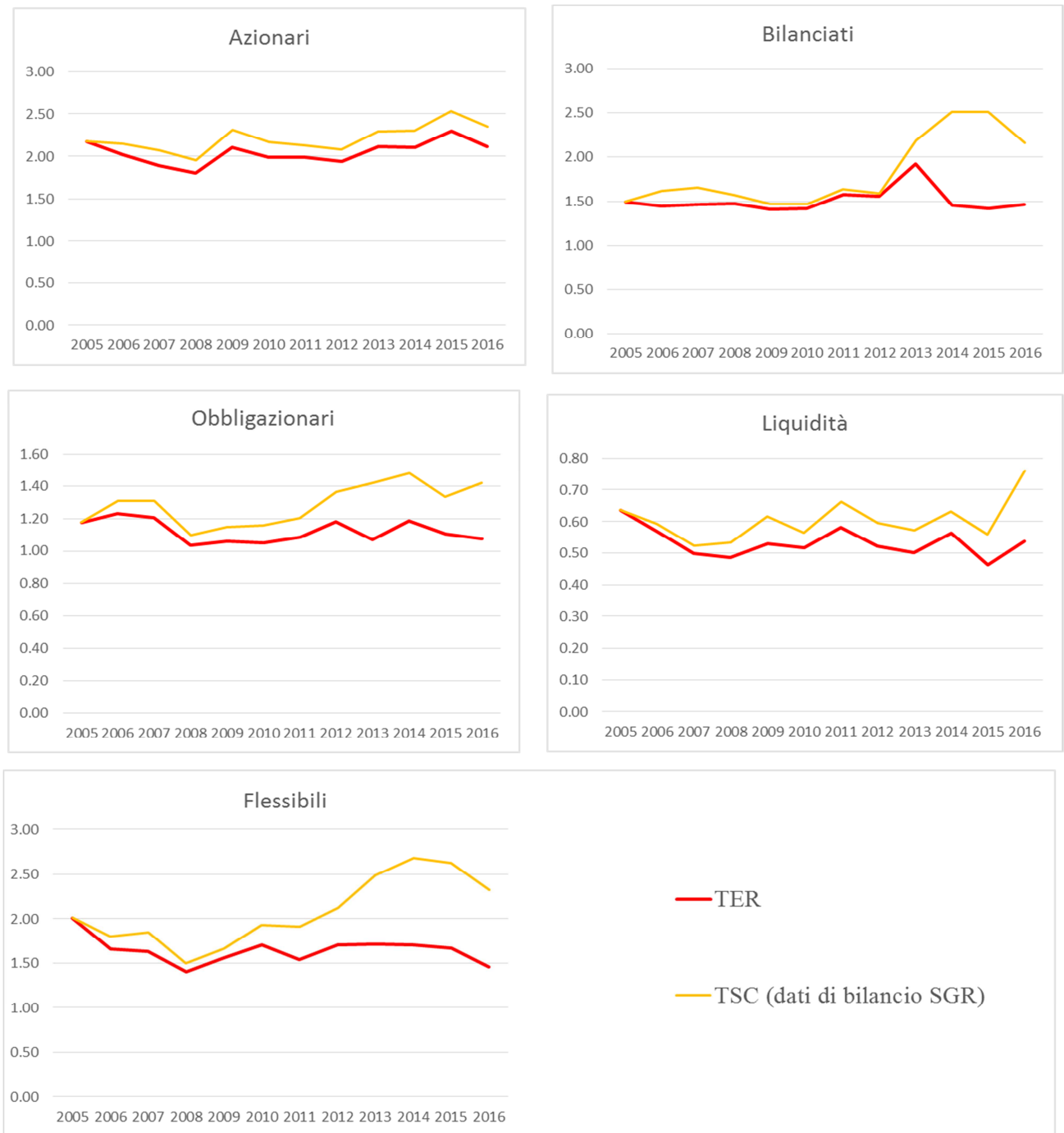


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(*) Rendimento al netto delle imposte fino al mese di giugno 2011. Il 1° luglio del 2011 è entrato in vigore il nuovo regime di tassazione dei fondi comuni di diritto italiano: si è passati dalla tassazione del reddito maturato a quella del reddito realizzato, che non può essere calcolata; quest'ultima era già applicata ai fondi di diritto estero commercializzati in Italia.

Il peso delle due componenti del TSC – commissioni che gravano sul fondo e commissioni direttamente pagate dall'investitore – è differente a seconda del tipo di fondo. In base ai dati di bilancio delle SGR, le commissioni a carico dell'investitore sono più rilevanti per i fondi bilanciati, per quelli obbligazionari e per quelli flessibili (fig. 5). Per questi tipi di fondi la quasi totalità della raccolta ha riguardato fondi che avevano commissioni di sottoscrizione e rimborso, indicando una netta preferenza degli investitori per tale tipologia. Anche l'andamento del TSC varia a seconda del tipo di fondo; nel 2016 è aumentato per i fondi obbligazionari e monetari, mentre è diminuito per gli altri tipi di fondi .

Figura 5: TER e TSC per categoria di fondo
(in percentuale del patrimonio)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

2.2 Prospetti informativi e comparazione tra i diversi tipi di fondi

I dati di bilancio contenuti nelle segnalazioni di vigilanza consentono di calcolare i costi complessivamente sostenuti, ma non di comparare la convenienza relativa tra i diversi fondi; questi dati riflettono infatti l'ammontare della raccolta e dei rimborsi oltre che la struttura delle commissioni. Per comparare la convenienza relativa tra i diversi fondi comuni al momento della sottoscrizione possono essere utilizzate le informazioni sulle commissioni di sottoscrizione e rimborso contenute nei prospetti informativi dei singoli fondi (informazioni ex ante) e riportate anch'esse nelle segnalazioni di vigilanza (cfr. appendice A.1). Le commissioni di sottoscrizione possono diminuire con l'ammontare delle quote acquistate, quelle di rimborso con la durata dell'investimento; non avendo informazioni sulle aliquote effettivamente applicate, si considerano, per ciascun fondo, il valore massimo e il valore minimo delle commissioni pagate dai sottoscrittori a fronte del flusso annuale di sottoscrizioni e richieste di rimborso. L'importo delle commissioni annuali di ingresso e di uscita per ciascun fondo è calcolato dividendo il valore massimo e minimo delle commissioni pagate per la durata media dell'investimento, senza applicare un tasso di sconto. Per ciascun fondo i valori annuali minimo e massimo delle commissioni di ingresso e di uscita sono quindi sommati al TER per ottenere i valori minimo e massimo del TSC.

Formalmente, in ogni anno a e per ogni fondo f i valori minimo e massimo della commissione percentuale di sottoscrizione c , osservati in scaglioni distinti per valore delle quote sottoscritte, sono moltiplicati per la raccolta lorda, ottenendo un intervallo in cui è compreso il valore complessivo pagato dai risparmiatori:

$$COMM_{SOTTOSCRIZIONE}^{MAX}(a, f) = c_{SOTTOSCRIZIONE}^{MAX}(a, f) \times RaccoltaLorda(a, f)$$

$$COMM_{SOTTOSCRIZIONE}^{MIN}(a, f) = c_{SOTTOSCRIZIONE}^{MIN}(a, f) \times RaccoltaLorda(a, f)$$

Analogamente, per ciascun fondo i valori minimo e massimo delle commissioni totali di rimborso pagate dai risparmiatori sono ottenuti moltiplicando i rimborsi totali per le aliquote minima e massima rilevate per gli scaglioni relativi alla durata dell'investimento:

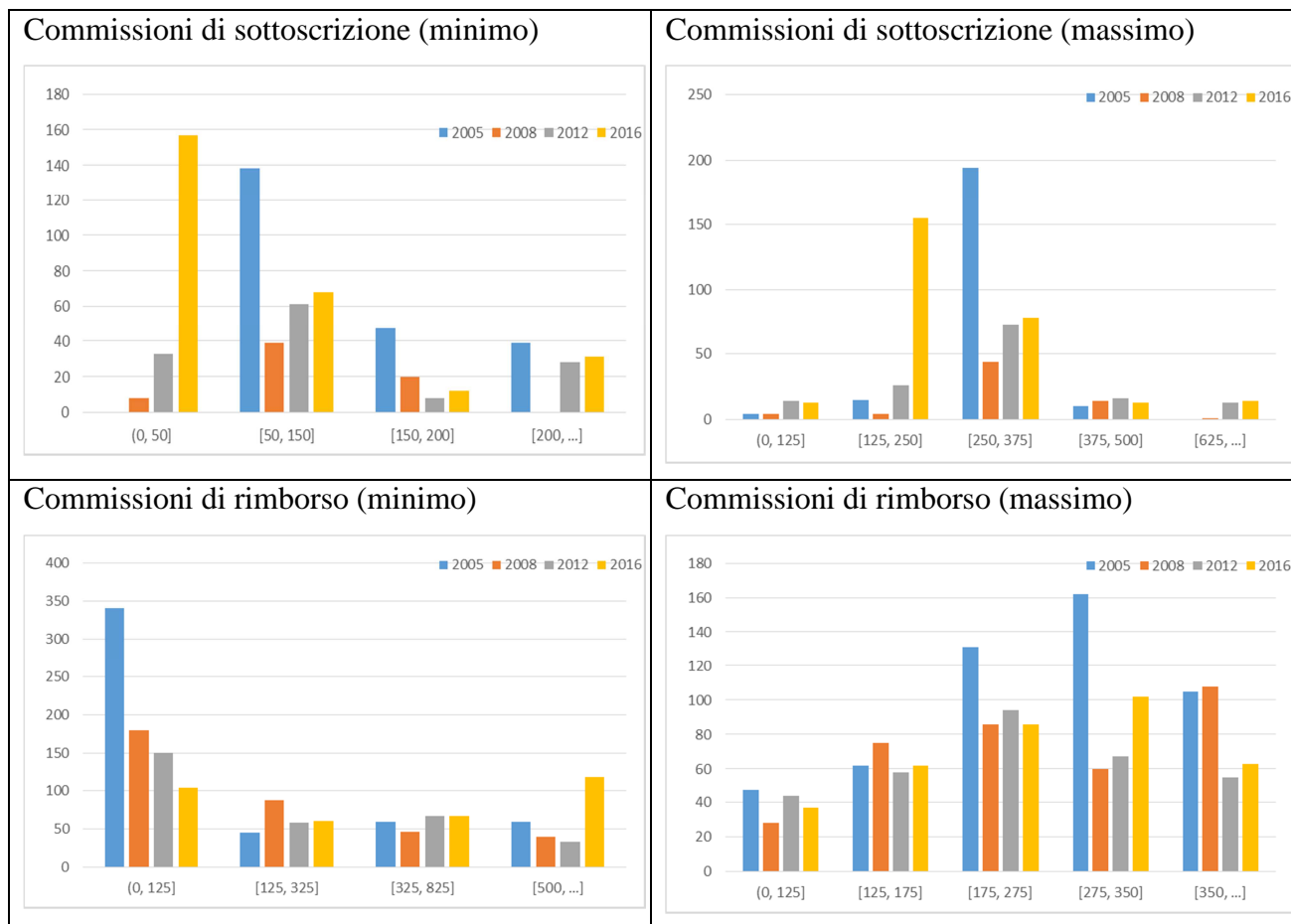
$$COMM_{RIMBORSO}^{MAX}(a, f) = c_{RIMBORSO}^{MAX}(a, f) \times Rimborsi(a, f)$$

$$COMM_{RIMBORSO}^{MIN}(a, f) = c_{RIMBORSO}^{MIN}(a, f) \times Rimborsi(a, f)$$

I valori di minimo e massimo delle commissioni di sottoscrizione e rimborso così ottenuti consentono un'analisi della distribuzione dei fondi nei diversi periodi in base alle commissioni direttamente a carico degli investitori e a essi note al momento della sottoscrizione. Il numero di fondi con commissioni di sottoscrizione minime superiori al 2,25 per cento (75° percentile della

loro distribuzione nel 2004) si è ridotto in maniera rilevante dopo l'inizio della crisi finanziaria. Un andamento decrescente si osserva anche per le commissioni di rimborso: il numero di fondi con un valore minimo superiore al 2,75 per cento (75° percentile della loro distribuzione nel 2004) si è più che dimezzato (fig. 6); questa evidenza è confermata se si considera il patrimonio dei fondi (fig. 7). Il calo potrebbe riflettere il processo di consolidamento che ha interessato l'industria del risparmio gestito e il concomitante aumento della concorrenza da parte dei fondi esteri¹⁰. E' importante notare che questi dati non sono necessariamente rappresentativi delle commissioni effettivamente applicate.¹¹ In particolare, con l'avvento dei fondi a scadenza, le commissioni effettivamente pagate possono essere aumentate, pur in presenza di un calo di quelle nominali, per effetto di una riduzione degli sconti applicati sulle commissioni di sottoscrizione/rimborso.

Figura 6: Numero fondi per valore delle commissioni direttamente a carico dell'investitore (1)



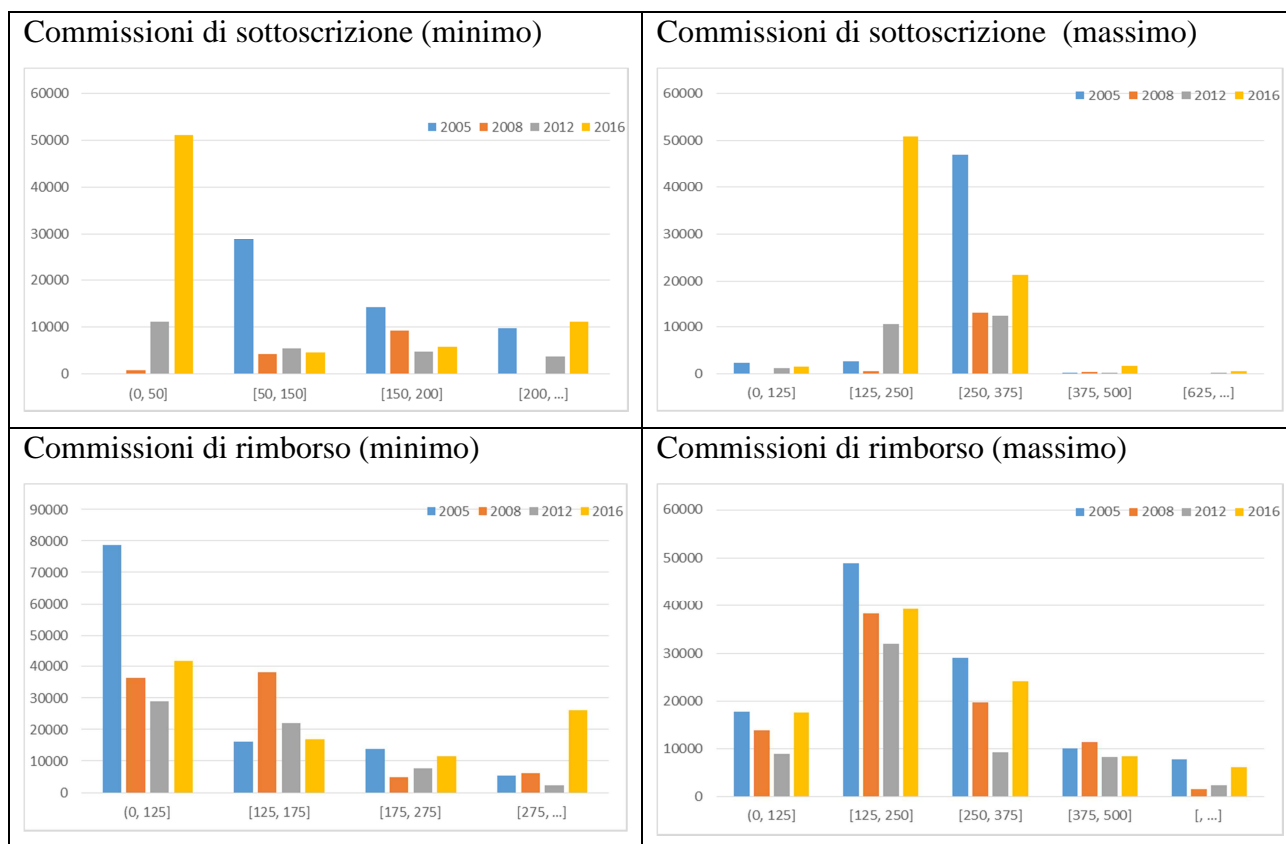
Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.

¹⁰ Nell'ultimo biennio si sono registrate numerose operazioni di fusione tra SGR e di razionalizzazione delle strutture societarie all'interno delle SGR attraverso l'accorpamento di fondi. Tali operazioni, congiuntamente alla crescente concorrenza da parte dei fondi promossi da intermediari esteri, potrebbero aver comportato la selezione, da parte delle SGR, dei fondi comuni con minori costi a carico dei sottoscrittori.

¹¹ In passato molti fondi prevedevano delle commissioni di sottoscrizione/rimborso che poi non applicavano per non rischiare di perdere clienti, che altrimenti si sarebbero orientati verso fondi "no load".

(1) Punti base sull'asse delle ascisse; numero di fondi comuni su quello delle ordinate.

Figura 7: Patrimonio dei fondi per valore delle commissioni direttamente a carico dell'investitore (1)



Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.

(1) Punti base sull'asse delle ascisse; patrimonio in milioni di euro dei fondi comuni su quello delle ordinate.

3. Introduzione di costi connessi con l'investimento in fondi comuni e volatilità dei mercati

Data la crescente importanza delle commissioni direttamente a carico degli investitori, la stima del costo complessivo connesso all'investimento in fondi (TSC) e il rendimento netto degli stessi risultano rilevanti anche per l'analisi di alcune questioni di policy. Nell'ambito del dibattito sulla rilevanza sistemica dei grandi fondi di investimento e sulla possibilità che essi accentuino la volatilità dei mercati finanziari¹² sono state prodotte evidenze che mostrano come le scelte dei gestori dei fondi comuni e dei loro clienti possano avere effetti pro-ciclici sull'allocazione e sui prezzi delle attività finanziarie (Haldane, 2014). L'introduzione di commissioni di vendita¹³ potrebbe ridurre la probabilità che improvvisi e rilevanti disinvestimenti dai fondi comuni costringano i gestori a vendere le attività in portafoglio.

¹² Cfr. Blackrock (2015), Danielsson, Shin e Zigrand (2009), FSB-IOSCO (2015) e IMF (2015).

¹³ In alternativa, ad esempio, alle commissioni di gestione e di incentivo, alla remunerazione della banca depositaria e agli altri oneri residuali, componenti che vengono periodicamente decurtate dal valore delle quote del fondo comune.

L'efficacia di tale misura sembra essere avvalorata dall'evidenza della figura 1, secondo cui nel periodo 2004-2016 il turnover è stato minore per i fondi con commissioni di sottoscrizione o di vendita (e quindi con un TSC più elevato). Questa evidenza va tuttavia valutata tenendo conto delle differenze in termini di rendimento tra i diversi fondi. È stata quindi stimata l'elasticità delle sottoscrizioni e dei riscatti ai rendimenti, tenendo conto delle caratteristiche (invarianti nel tempo) dei singoli fondi comuni e del fatto che alcuni fondi hanno commissioni di sottoscrizione o rimborso.

I risultati delle regressioni, effettuate utilizzando entrambi gli indicatori descritti nel paragrafo 2, forniscono indicazioni univoche e coerenti con i modelli teorici secondo cui le scelte degli investitori riflettono la performance passata dei fondi (Chevalier e Ellison, 1997; Sirri e Tufano, 1998). In particolare, i rimborsi diminuiscono con l'aumentare dei rendimenti e con il ridursi della volatilità; viceversa la raccolta aumenta all'aumentare dei rendimenti e al ridursi della volatilità (tav. 2). Per i fondi con commissioni di sottoscrizione o di rimborso, che non a caso sono rappresentati in larghissima maggioranza da fondi a scadenza, queste relazioni sono più deboli: il termine di interazione tra il rendimento (la volatilità) e la dummy che identifica i fondi con commissioni di sottoscrizione e di rimborso ha un coefficiente di segno opposto a quello del rendimento (volatilità); per tenere conto delle differenze tra i diversi fondi nella regressioni sono stati introdotti effetti fissi per tipo di fondo. In base a questi risultati preliminari, la presenza di commissioni di sottoscrizione e vendita potrebbe rappresentare uno strumento utile a contenere la volatilità dei mercati finanziari. L'opportunità di utilizzare tale strumento andrebbe tuttavia valutata attraverso una più compiuta analisi dei costi e dei benefici complessivi connessi con l'introduzione di questo tipo di commissioni.

Per verificare la robustezza dei risultati è stato stimato il modello anche in un periodo caratterizzato da elevata volatilità (2007-2010). Se si considerano le stime panel con effetti fissi (più robuste), per i rimborsi i risultati confermano l'evidenza ottenuta considerando l'intero periodo, mentre le stime relative alla raccolta lorda non risultano statisticamente significative (tav. 3).

Tavola 2: Correlazione tra rimborsi/raccolta e commissioni di sottoscrizione e rimborso (1)

	Rimborsi (2)	Rimborsi (3)	Raccolta (2)	Raccolta (3)
Rendimento medio nell' anno	-0.011	-0.004*	0.55**	0.706***
Deviazione standard del rendimento nell'anno	0.003	0.001*	-0.164**	-0.21***
Rendimento medio nell'anno x dummy fondi con commissioni	0.006	0.004*	-0.485*	-0.99***
Deviazione standard del rendimento nell'anno X dummy fondi con commissioni	-0.001	-0.001*	0.135*	0.49***
Numero di osservazioni	14.866	14.866	14.866	14.866

Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.

Note: (1) Il campione include tutti i fondi comuni operativi tra il 2005 e il 2016 gestiti da SGR che segnalano in bilancio le commissioni di sottoscrizione e rimborso. In tutte le specificazioni sono state incluse dummy temporali e la variabile dipendente (i rimborsi e la raccolta lorda) è stata normalizzata per il patrimonio del fondo. (2) Stima OLS con matrice di varianza e covarianza robusta alla presenza di eteroschedasticità. (3) Stima panel con effetti fissi e matrice di varianza e covarianza robusta alla presenza di eteroschedasticità e cluster a livello di singolo fondo.

Tavola 3: Correlazione tra rimborsi/raccolta e commissioni di sottoscrizione e rimborso per il periodo 2007-2010 (1)

	Rimborsi (2)	Rimborsi (3)	Raccolta (2)	Raccolta (3)
Rendimento medio nell' anno	-0.051*	-0.06**	0.86*	0.494
Deviazione standard del rendimento nell'anno	0.016**	0.017**	-0.169	-0.068
Rendimento medio nell'anno x dummy fondi con commissioni	0.056**	0.048*	-0.999**	-0.151
Deviazione standard del rendimento nell'anno X dummy fondi con commissioni	-0.017**	-0.014*	0.208	-0.033
Numero di osservazioni	2837	2837	2837	2837

Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.

Note: (1) Il campione include tutti i fondi comuni operativi tra il 2007 e il 2010 gestiti da SGR che segnalano in bilancio le commissioni di sottoscrizione e rimborso. In tutte le specificazioni sono state incluse dummy temporali e la variabile dipendente (i rimborsi e la raccolta lorda) è stata normalizzata per il patrimonio del fondo. (2) Stima OLS con matrice di varianza e covarianza robusta alla presenza di eteroschedasticità. (3) Stima panel con effetti fissi e matrice di varianza e covarianza robusta alla presenza di eteroschedasticità e cluster a livello di singolo fondo.

APPENDICE

A.1 Descrizione dei dati utilizzati.

Le informazioni sulle commissioni pagate direttamente o indirettamente dai sottoscrittori dei fondi comuni sono regolamentate dalla circolare 189 (“Manuale delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza per gli Organismi di Investimento”) e dalla circolare 154 (“Segnalazioni di vigilanza delle istituzioni creditizie e finanziarie - Schemi di rilevazione e istruzioni per l'inoltro dei flussi informativi”).

Parte delle informazioni che sono state utilizzate nel presente lavoro sono contenute nelle segnalazioni riguardanti il “rendiconto di gestione” delle SGR (circ. 154 - tomo III - capitolo 4 - sezione VI) e parte nella sezione informativa sulle commissioni (circ. 154 - tomo III - capitolo 4 - sezione V).

Commissioni che rientrano nel calcolo del TER

Lo schema segnaletico delle informazioni utilizzate per il calcolo del TER è indicato nella circolare 154 - tomo III - capitolo 4 - sezione VI (“rendiconto di gestione”) che prevede le seguenti possibili tipologie di commissioni pagate dal fondo alla Società di gestione:

- Commissioni corrisposte alla banca depositaria per funzioni istituzionali
- Altre commissioni e spese corrisposte alla banca depositaria
- Provvigione unica corrisposta alla società di gestione
- Provvigioni di gestione corrisposte alla società di gestione
- Provvigioni di incentivo corrisposte alla società di gestione
- Altre provvigioni corrisposte alla società di gestione
- Commissioni corrisposte ad intermediari per la compravendita titoli
- Altre commissioni corrisposte ad altri intermediari
- Compenso per attività di “prime brokerage”

Lo schema prevede l’indicazione da parte della SGR del fondo cui si riferiscono le commissioni. Le commissioni sono segnalate in euro.

Commissioni direttamente a carico dei sottoscrittori

Le commissioni direttamente a carico dei sottoscrittori sono quelle di sottoscrizione e rimborso. I dati su queste commissioni sono contenute in due sezioni della circolare 154 e rappresentano due aspetti informativi differenti:

- A) Capitolo 4 – Fondi comuni aperti - Sezione V: informazioni sulle commissioni e provvigioni

Le informazioni contenute in questa sezione informativa vengono segnalate dalla SGR prendendole direttamente dai prospetti informativi di ciascun fondo gestito. Questi dati

rappresentano le informazioni a disposizione dell'investitore prima dell'investimento, ovvero le condizioni economiche che regolano il fondo nel quale vuole investire. I dati sono segnalati per scaglione (di importo sottoscritto, nel caso delle commissioni di sottoscrizione, e di durata dell'investimento, nel caso delle commissioni di rimborso). A ciascuno scaglione corrisponde un valore percentuale o un importo fisso di commissione.

Le voci previste dalla circolare 154 sono:

- Commissione di sottoscrizione: importo massimo scaglione
- Commissione di sottoscrizione: percentuale
- Commissione di sottoscrizione: importo fisso
- Commissione di rimborso: limite temporale superiore dello scaglione
- Commissione di rimborso: percentuale
- Commissione di rimborso: importo fisso

B) Capitolo 4 – Società di gestione - Sezione I (situazione dei conti): dati integrativi e altre informazioni

Le informazioni contenute in questa sezione sono parte del bilancio della SGR, che è tenuta a segnalare le commissioni di sottoscrizione e rimborso incassate. La circolare prevede che le SGR indichino il dettaglio dei singoli fondi da cui hanno ricevuto le commissioni.

Le informazioni sulle commissioni di sottoscrizione/rimborso contenute in questa sezione rappresentano il dato ex-post, ovvero quello che effettivamente è stato incassato, che risente delle politiche commerciali applicate dalla SGR per il collocamento delle quote del fondo. Sono informazioni che non determinano la scelta di sottoscrizione o rimborso dell'investitore.

Tavola A.1: TER e TSC per tipo di fondo comune

TER (in percentuale del patrimonio)					
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Liquidità	Flessibile
2005	2.17	1.49	1.18	0.64	2.01
2006	2.02	1.45	1.23	0.57	1.66
2007	1.89	1.46	1.21	0.50	1.63
2008	1.80	1.47	1.03	0.49	1.40
2009	2.10	1.41	1.06	0.53	1.55
2010	1.99	1.42	1.05	0.52	1.71
2011	1.98	1.58	1.09	0.58	1.54
2012	1.94	1.56	1.18	0.52	1.71
2013	2.11	1.92	1.07	0.50	1.71
2014	2.10	1.46	1.19	0.56	1.70
2015	2.30	1.42	1.11	0.46	1.66
2016	2.11	1.46	1.07	0.54	1.45

TSC (in percentuale del patrimonio)					
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Liquidità	Flessibile
2005	2.17	1.49	1.18	0.64	2.01
2006	2.15	1.62	1.31	0.59	1.80
2007	2.06	1.66	1.31	0.52	1.84
2008	1.96	1.57	1.10	0.53	1.49
2009	2.31	1.47	1.15	0.62	1.66
2010	2.16	1.47	1.16	0.56	1.93
2011	2.13	1.64	1.21	0.66	1.91
2012	2.07	1.59	1.37	0.60	2.12
2013	2.29	2.18	1.42	0.57	2.49
2014	2.30	2.50	1.48	0.63	2.68
2015	2.53	2.51	1.33	0.56	2.62
2016	2.34	2.16	1.42	0.76	2.32

Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

Tavola A.2: Durata media degli investimenti per tipo di fondo comune (1)

	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Flessibili
2005	46	24	42	28
2006	59	36	59	27
2007	59	41	52	32
2008	62	46	53	57
2009	27	20	31	39
2010	31	21	34	29
2011	32	23	48	38
2012	28	24	29	36
2013	34	23	26	25
2014	31	15	27	20
2015	33	18	29	22
2016	32	16	26	22

Fonte: Banca d'Italia, Fideuram.

(1) Il turnover è espresso in valori percentuali ed è calcolato come il rapporto tra i rimborsi e il patrimonio medio nell'anno. Fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi.

Riferimenti bibliografici

Banca d'Italia (2014), Relazione Annuale sul 2013, Roma.

Blackrock (2015), Comments on the “Consultative second document assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions”.

Cesari R., Panetta F. (2002), The performance of Italian equity funds, in “Journal of Banking and Finance”, Vol. 26 Issue 1.

Chevalier J., Ellison G. (1997), Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives, in “Journal of Political Economy”, n. 105.

Chordia T. (1996), The structure of mutual fund charges, in “Journal of Financial Economics”, n. 41.

Danielsson J., Shin H. S., Zigrand J. P. (2009), “<http://www.voxeu.org/article/modelling-financial-turmoil-through-endogenous-risk>”, in VoxEU, 11 marzo.

Ferlanti F., Marzovillo V., Tosoni A., Zucchelli L. (2004), Costi, performance e qualità dei fondi comuni italiani, Banca d'Italia, mimeo.

FSB-IOSCO (2015), The second consultative document assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions, Financial Stability Board.

Haldane A. G. (2014), The age of asset management?, Bank of England.

Khorana A., Servaes H., Tufano P. (2009), Mutual Fund Fees Around the World, in “The Review of Financial Studies”, Vol. 22 Issue 3.

IMF, Global financial stability report, capitolo III, aprile 2015.

Livingston M., Musto D.K. (1997), Understanding Fee Structure in the Asset Management Business, in “Working Paper Series”, New York University Salomon Centre.

Rea J. D., Reid B. K. (1999), Total Shareholder Cost of Bond and Money Market Mutual Fund, in “Perspective, Investment Company Institute”, Vol. 51 n. 3.

Sirri E.R., Tufano P.(1998), Costly Search and Mutual Fund Flows, in “Journal of Finance”, 53.