

Discussion papers

Il costo dei fondi comuni in Italia

Evoluzione temporale e confronto internazionale

G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

8

gennaio 2018

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Angela Ciavarella, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

Il costo dei fondi comuni in Italia

Evoluzione temporale e confronto internazionale

G. Finiguerra*, G. Frati**, R. Grasso*

Abstract

Il presente lavoro analizza la struttura e l'evoluzione del costo dei fondi comuni aperti italiani nel periodo 2012-2016. In via preliminare, il lavoro mostra come una quota molto elevata dei costi vada a remunerare l'attività distributiva. In particolare, circa il 70% delle commissioni riconosciute alle società di gestione del risparmio è assorbito dai costi di distribuzione. È verosimile che la nuova disciplina introdotta dalla MiFID2, che reca disposizioni più restrittive in materia di incentivi, possa determinare una revisione degli attuali modelli distributivi e commissionali. Lo studio analizza poi in dettaglio i costi dei fondi, distinguendo fra i costi di gestione (ossia i costi che gravano sul patrimonio del fondo, quali le commissioni di gestione e di *performance*) e i costi di ingresso e uscita, che invece gravano sul sottoscrittore. L'incidenza dei costi di gestione sul patrimonio dei fondi è rimasta complessivamente stabile attorno all'1,4%, ma il peso sugli utili prodotti dai fondi è cresciuto notevolmente, passando dal 16 al 51%. Nel 2016, per alcune categorie di fondi, i costi di gestione sono risultati superiori all'utile e il rendimento dei fondi è stato quindi negativo (in particolare per i fondi alternativi e per quelli monetari, sebbene questi ultimi rappresentino ormai una categoria residuale). I costi di ingresso sono cresciuti notevolmente, passando dallo 0,7 all'1,5%, mentre i costi di uscita si sono progressivamente ridotti fino a divenire del tutto residuali (0,05%). La maggiore incidenza delle commissioni sui rendimenti dei fondi è da contestualizzarsi alla luce dell'andamento negativo dei mercati azionari che ha caratterizzato buona parte del periodo analizzato e della forte riduzione dei tassi di interesse, fenomeni che hanno determinato anche una modifica nella composizione delle masse gestite. Dal 2012 al 2016, infatti, si è assistito ad una riduzione del peso dei fondi obbligazionari e monetari a vantaggio dei fondi flessibili (che pesano per il 41% del patrimonio gestito a fine 2016), che hanno obiettivi di rendimento più elevati (a fronte del maggior rischio assunto). I fondi flessibili, peraltro, presentano costi di gestione in linea con la media di settore ma commissioni di ingresso molto più elevate, soprattutto quando si tratta di "fondi di fondi" o "fondi a scadenza predefinita". I prodotti più rischiosi, invece, quali i fondi azionari e alternativi, hanno costi di gestione più elevati ma costi di ingresso molto più contenuti della media (soprattutto gli alternativi). Il lavoro confronta, infine, i costi dei fondi di diritto italiano con quelli dei fondi di diritto estero collocati in Italia utilizzando l'indicatore sintetico di costo presente nel KIID introdotto con la disciplina UCITS (cosiddetto *ongoing charges*), che, tuttavia, non include le commissioni di *performance* e le commissioni di ingresso e di uscita. In base a tale indicatore, nel periodo 2014-2016 il costo delle classi *retail* dei fondi italiani risulta in linea con la media europea.

JEL Classifications: G11, G23.

Keywords: fondi comuni, costi, rendimenti, ongoing charges.

* Consob, Divisione Studi. ** Consob, Divisione Intermediari.

Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

Sommario

1. Introduzione	5
2. Il quadro normativo	5
2.1 La rappresentazione dei costi nella documentazione d'offerta	5
2.2 La rappresentazione dei costi nella rendicontazione contabile	9
2.3 Le ulteriori disposizioni di carattere nazionale	10
3. Le fonti dei dati	12
4. Il costo dei fondi aperti di diritto italiano	13
4.1 Premessa	13
4.2 La metodologia di calcolo del costo dei fondi italiani	15
4.3 Il costo dei fondi	17
5. Il costo dei fondi aperti di diritto europeo commercializzati in Italia	26
6. Conclusioni	32
Bibliografia	33
Appendice	35

1 Introduzione

Il presente studio analizza la struttura dei costi dei fondi comuni aperti distribuiti in Italia e la sua evoluzione dal 2012 al 2016. Sono stati presi in considerazione sia gli OICR aperti di diritto italiano, per i quali si dispone di dati sui costi completi e dettagliati, sia gli OICR aperti di diritto estero distribuiti in Italia, per i quali si dispone di informazioni più limitate.

Per l'Italia, il campione oggetto di analisi è rappresentato per circa il 94% in termini di patrimonio gestito da OICR armonizzati alla direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS), per il 4% circa da fondi di investimento alternativi (FIA), i cui gestori sono autorizzati ai sensi della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD), e per il 2% circa da fondi riservati a investitori istituzionali.

È opportuno sottolineare sin da ora che un fondo può avere diverse "classi" caratterizzate, oltre che da alcune specificità, quali ad esempio la valuta o il regime di distribuzione dei proventi, anche da strutture commissionali diverse. In particolare, alcune classi sono "disegnate" in funzione delle esigenze di investitori professionali o istituzionali, sebbene non riservate esclusivamente a tale tipologia di investitori. Queste classi hanno normalmente commissioni più basse per una serie di ragioni che saranno approfondite nell'ultimo paragrafo del lavoro.

Il lavoro è organizzato come segue. Il par. 2 contiene un'illustrazione del quadro normativo di riferimento in materia di costi a carico degli OICR. Il par. 3 illustra in dettaglio le basi dati utilizzate nell'analisi. Il par. 4 analizza i costi relativi agli OICR italiani. Il par. 5 mette a confronto i costi degli OICR italiani con quelli dei fondi comunitari distribuiti in Italia. Il par. 6 offre una sintesi delle evidenze emerse.

2 Il quadro normativo

Il quadro normativo vigente prevede specifiche disposizioni sulla rappresentazione dei costi connessi all'investimento in OICR, distinguendo tra rappresentazione *ex ante*, cioè nell'ambito della documentazione d'offerta (prospetto informativo e KIID) e rappresentazione *ex post*, cioè nell'ambito della rendicontazione contabile. Si tratta in larga misura di disposizioni normative di matrice comunitaria, integrate tuttavia a livello nazionale da alcune disposizioni attuative emanate dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia, ciascuna per i profili di competenza.

2.1 La rappresentazione dei costi nella documentazione d'offerta

A livello comunitario, le disposizioni in materia di costi riguardano principalmente la *disclosure* degli stessi nella documentazione d'offerta e sono finalizzate ad assicurare un'adeguata trasparenza informativa per l'investitore cosicché lo stesso sia posto in condizione di pervenire a consapevoli scelte di investimento.

Tali disposizioni si rinvengono, innanzitutto, nel Regolamento EU n. 583/2010 che definisce le regole di attuazione della Direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS) con riferimento al contenuto del *Key Investor Information Document* (KIID). Quest'ultimo, peraltro, rappresenta un documento che deve essere obbligatoriamente consegnato all'investitore prima della sottoscrizione delle quote o azioni dell'OICR.

Successivamente, il Regolamento EU n. 1286/2014 sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (cosiddetti PRIIPs) ha dettato le disposizioni in materia di *Key Information Document* (KID) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, tra cui rientrano gli OICR (sia UCITS che FIA).

L'entrata in vigore del Regolamento PRIIPs è rinviata al 1° gennaio 2020 per i fondi UCITS e per i FIA commercializzati agli investitori *retail* per i quali, a livello nazionale, gli Stati Membri abbiano esteso l'obbligo di redazione del KID ai sensi della Direttiva UCITS¹.

La disciplina UCITS

Per quanto riguarda la disciplina dettata dalla direttiva UCITS e la relativa normativa di attuazione, il Regolamento EU n. 583/2010, all'art. 10, prevede che le informazioni sui costi del fondo debbano essere fornite in forma percentuale, nell'ambito di una tabella, la cui struttura è esplicitamente definita nell'*Annex II* del citato Regolamento e più specificatamente delineata nel documento CESR/10-1321 - *CESR's template for the Key Investor Information Document* (cfr. Figura 1).

Figura1 - Schema di rappresentazione dei costi dei fondi UCITS

Charges for this Fund	
The charges you pay are used to pay the costs of running the fund, including the costs of marketing and distributing it. These charges reduce the potential growth of your investment.	
One-off charges taken before or after you invest	
Entry charge	[]%
Exit charge	[]%
This is the maximum that might be taken out of your money [before it is invested][before the proceeds of your investment are paid out].	
Charges taken from the fund over a year	
Ongoing charges	[]%
Charges taken from the fund under certain specific conditions	
Performance fee	[]% a year of any returns the fund achieves above the benchmark for these fees, [insert name of benchmark].
<p>The entry and exit charges shown are maximum figures. In some cases you might pay less - you can find this out from your financial adviser.</p> <p>The ongoing charges figure is based on expenses for the year ending []. This figure may vary from year to year. It excludes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Performance fees • Portfolio transaction costs, except in the case of an entry/exit charge paid by the UCITS when buying or selling units in another collective investment undertaking <p>For more information about charges, please [see pages x to x / section x] of the fund's prospectus, which is available at www.ucitsfund/prospectus</p>	

¹ Cfr. art. 32 del Regolamento PRIIPs. Non sono, quindi, al momento disponibili basi informative relative alla rappresentazione dei costi secondo il citato Regolamento.

I costi riportati nel KIID sono divisi in tre categorie: 1) i costi di sottoscrizione e rimborso, ossia i costi che non gravano direttamente sul patrimonio del fondo ma che sono detratti dall'ammontare investito o disinvestito; 2) le "commissioni ricorrenti", le cosiddette *ongoing charges*, ossia le commissioni detratte periodicamente nell'arco dell'anno dal patrimonio del fondo (escluse però le commissioni di negoziazione per la compravendita di strumenti finanziari); 3) le commissioni che sono applicate sotto particolari condizioni (ad esempio, le commissioni di *performance*).

Le informazioni numeriche (in percentuale) devono essere corredate da spiegazioni narrative volte ad evidenziare, tra l'altro, che: il dato relativo alle commissioni di sottoscrizione e rimborso è un valore massimo; il dato relativo alle *ongoing charges* è computato sulla base dei costi sostenuti nell'ultimo anno e può variare di anno in anno; nel caso di fondi di nuova istituzione, per i quali non sono disponibili i dati storici, il dato relativo alle spese correnti è stimato sulla base del totale delle spese previste; nel computo del dato non sono comprese le commissioni di *performance* né i costi di transazione sostenuti in riferimento all'attività di investimento e disinvestimento degli *assets*².

Le *Guidelines CESR/10-674 (CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document)* hanno ulteriormente specificato le regole per il computo delle *ongoing charges*.

La disciplina PRIIPs e le principali differenze rispetto alla direttiva UCITS

Sulla materia della rappresentazione dei costi è intervenuto il Regolamento PRIIPs che, all'art. 8(3), lett. f), ha previsto che il KID dei prodotti preassemblati commercializzati al *retail* includa una sezione *ad hoc* dedicata ai costi. Tale sezione deve riportare la *disclosure* di tutti i costi gravanti sull'investitore in connessione all'investimento nel PRIIP; i costi dovranno essere evidenziati in forma monetaria e percentuale per il tramite di un indicatore sintetico.

Il Regolamento UE 2017/653, adottato dalla Commissione Europea in data 8 marzo 2017, in conformità a quanto previsto dall'art. 8(5) del Regolamento PRIIPs³, ha dato attuazione a quest'ultimo Regolamento, specificando i dettagli in merito alla rappresentazione dei costi nel KID e alla metodologia per il computo dell'indicatore sintetico.

In termini di rappresentazione, il Regolamento attuativo prevede che il KID includa due tabelle sui costi. La prima tabella illustra l'impatto dei costi sull'investi-

- 2 Al riguardo, l'art. 7(2), lett. d), del Regolamento EU n. 583/2010 prevede che, nel caso i costi di transazione a motivo della strategia adottata dal fondo, abbiano un impatto significativo sul rendimento del fondo, sia esplicitamente rappresentato uno statement nell'ambito della descrizione della politica di investimento del fondo, che rappresenti tale circostanza e che spieghi chiaramente che il costo delle operazioni di portafoglio è finanziato dagli attivi del fondo, così come le spese di cui alla sezione 3 del KIID.
- 3 In conformità a quanto previsto dalla medesima disposizione (art. 8(5) del Regolamento PRIIPs), il *Joint Committee* delle ESAs ha sviluppato il *draft* di RTS sulle misure di implementazione.

mento nel tempo, individuando 3 intervalli temporali per valutare tale impatto: il primo anno dopo l'investimento, metà dell'orizzonte temporale consigliato e l'intero orizzonte temporale consigliato (cfr. Figura 2). La seconda tabella fornisce l'entità delle singole tipologie di costo computate su base annuale (cfr. Figura 3).

Figura 2 - Tabella relativa all'impatto dei costi nel tempo

Investimento [10 000 EUR] Scenari	In caso di disinvestimento dopo [1] anno	In caso di disinvestimento dopo [il periodo di detenzione raccomandato/2]	In caso di disinvestimento [alla fine del periodo di detenzione raccomandato]
Costi totali	[...] %	[...] %	[...] %
Impatto sul rendimento (RIY) per anno	[...] %	[...] %	[...] %

Figura 3 - Tabella relativa all'impatto di ciascuna tipologia di costo

Questa tabella presenta l'impatto sul rendimento per anno			
Costi una tantum	Costi di ingresso	[...] %	Impatto dei costi da sostenere al momento della sottoscrizione dell'investimento. [Questo è l'importo massimo che si paga; si potrebbe pagare di meno] [E/O se i costi sono inclusi nel prezzo, ad esempio nel caso dei PRIP diversi dai fondi di investimento] Impatto dei costi già compresi nel prezzo. [Questo è l'importo massimo che si paga; si potrebbe pagare di meno]. [Se i costi di distribuzione sono inclusi nei costi di ingresso] Questo importo comprende i costi di distribuzione del prodotto.
	Costi di uscita	[...] %	Impatto dei costi di uscita dall'investimento alla scadenza.
Costi correnti	Costi di transazione del portafoglio	[...] %	Impatto dei nostri costi di acquisto e vendita degli investimenti sottostanti per il prodotto.
	Altri costi correnti	[...] %	Impatto dei costi che tratteniamo ogni anno per gestire i vostri investimenti e dei costi presentati nella sezione II.
Oneri accessori	Commissioni di performance	[...] %	Impatto della commissione di performance. Tratteniamo questa commissione dal vostro investimento se la performance del prodotto supera il suo parametro di riferimento [y per x%].
	Carried interests (commissioni di overperformance)	[...] %	Impatto dei carried interests. Tratteniamo questa commissione se l'investimento ha [ottenuto una performance superiore a x%]. [Dopo l'uscita dall'investimento sarà effettuato un pagamento pari a y% del rendimento finale.]

L'indicatore sintetico di costo individuato dalla normativa PRIIPs è il c.d. *reduction in yield* (RIY) che rappresenta una misura dell'impatto dei costi in termini di riduzione di rendimento⁴.

Rispetto all'indicatore sintetico previsto dal *framework* UCITS dato dalle *ongoing charges*, il RIY include tutti i costi, quindi non solo quelli ricorrenti, ma anche quelli che sono pagati dall'investitore *una tantum* (ad esempio, le commissioni di sottoscrizione e di rimborso).

Il RIY si distingue ulteriormente rispetto all'indicatore sintetico della UCITS con riguardo alla valorizzazione dei costi ricorrenti. Come già evidenziato, infatti, i costi di transazione e i costi di *performance* sono esclusi dall'indicatore *ongoing charges*; sono, invece, inclusi nel RIY.

Al riguardo, il Regolamento UE 2017/653, all'*Annex VI*, fornisce anche la metodologia per la valorizzazione dei costi di transazione e dei costi di *performance* nel RIY.

Più in dettaglio, le regole per il computo delle commissioni di transazione variano a seconda che si tratti di OICR per i quali sono disponibili dati storici, ovvero di OICR di nuova istituzione che investono principalmente in *assets* liquidi o di OICR di nuova istituzione che investono principalmente in *assets* illiquidi. Anche le regole per il computo delle commissioni di *performance* differiscono a seconda che i dati storici siano o meno disponibili⁵.

2.2 La rappresentazione dei costi nella rendicontazione contabile

Nella prospettiva *ex post* i costi che gravano sul patrimonio di un OICR sono rappresentati nell'ambito della rendicontazione contabile (relazione annuale e semestrale) redatta per ciascun OICR.

Al riguardo, la Direttiva UCITS (art. 68) prevede che le società di gestione pubblichino la relazione annuale e la relazione semestrale dei fondi rispettivamente entro quattro mesi ed entro due mesi dalla fine del periodo a cui tali relazioni si riferiscono.

La Direttiva AIFM (art. 22) prevede che il gestore del fondo rediga per ciascun FIA una relazione annuale che deve essere messa a disposizione non più tardi di sei mesi dalla fine del periodo cui si riferisce e consegnata agli investitori che ne facciano richiesta.

4 In dettaglio, il par. 70 dell'Allegato VI del Regolamento 2017/653 fornisce la seguente definizione: "L'indicatore sintetico di costo è calcolato come differenza tra due percentuali, i e r , dove r è il tasso interno annuo di rendimento in relazione ai pagamenti lordi da parte dell'investitore al dettaglio e alla stima dei pagamenti di prestazioni a favore dell'investitore al dettaglio durante il periodo di detenzione raccomandato, mentre i è il tasso interno annuo di rendimento nel rispettivo scenario privo di costi".

5 La metodologia per il computo dei costi di transazione è specificata all'Allegato VI, nei parr. 7-23; la metodologia per il computo delle commissioni di *performance* è specificata nei parr. 24-26.

Ambedue le direttive definiscono il contenuto minimo della rendicontazione contabile degli OICR.

In ambito nazionale le disposizioni comunitarie in materia di prospetti contabili degli OICR sono state recepite nel Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia che ha definito gli schemi tipo e le modalità di redazione dei suddetti prospetti⁶.

Alla rappresentazione degli oneri di gestione è dedicata una parte della sezione reddituale della relazione di gestione del fondo, nonché una tabella *ad hoc* della nota integrativa che include il dettaglio di tutte le voci di costo a gravanti sull'OICR (cfr. Figura 4).

La rappresentazione delle voci di costo della tabella della Nota Integrativa è coerente con la rappresentazione degli oneri nel KIID. In particolare, la voce "costi ricorrenti" della rendicontazione contabile non include gli "oneri di negoziazione" né le "provvigioni di incentivo", in coerenza con l'indicatore *ongoing charges* del KIID. La Nota Integrativa contiene naturalmente elementi di maggiore dettaglio che consentono di scomporre la voce dei costi ricorrenti nella varie componenti.

2.3 Le ulteriori disposizioni di carattere nazionale

A fronte del suddetto quadro comunitario relativo alla rappresentazione dei costi *ex ante* ed *ex post*, in ambito nazionale, la CONSOB e la Banca d'Italia, ciascuna in relazione ai profili di propria competenza, hanno introdotto ulteriori disposizioni in relazione ad aspetti non rientranti nel perimetro di armonizzazione della disciplina comunitaria.

In materia di trasparenza informativa la CONSOB, nel Regolamento Emittenti (art. 27), ha esteso l'obbligo di redigere la documentazione d'offerta prevista per i fondi UCITS⁷ (cioè, KIID e prospetto) anche in relazione ai FIA commercializzati al pubblico *retail*.

La Banca d'Italia, nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, e in relazione al contenuto minimo del Regolamento di gestione degli OICR, ha codificato regole specifiche per la definizione delle spese a carico dei fondi tra cui, in particolare, i meccanismi di computo e di prelievo delle commissioni di incentivo.

6 In ambito nazionale le disposizioni di rango primario in materia di rendicontazione contabile si rinvengono anche nel TUF (art. 6, che attribuisce alla Banca d'Italia il compito di disciplinare gli schemi e le modalità di redazione dei prospetti contabili) e nel DM n. 30 del 5 marzo 2015 (Regolamento attuativo dell'art. 39 del TUF concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR).

7 Regolamento Emittenti, art. 27 - Comunicazione alla Consob, redazione e pubblicazione della documentazione d'offerta. In particolare il comma 1 prevede: "*Ai fini dell'offerta al pubblico di FIA aperti di cui alla presente Sezione, la comunicazione prevista dall'articolo 98-ter, comma 1, del Testo unico, sottoscritta dall'offerente, contiene una sintetica descrizione dell'offerta e l'attestazione dei presupposti necessari per l'avvio della stessa ed è corredata dei documenti indicati nell'Allegato 1A. Alla comunicazione sono altresì allegati il KIID e il prospetto. Il KIID è redatto in conformità alle disposizioni dell'Unione europea richiamate dall'articolo 14, comma 1, lettera d), ove compatibili. Il prospetto è redatto secondo lo schema previsto dall'articolo 17, comma 3, ove compatibile.*"

Figura 4 – Tabella della Nota Integrativa del rendiconto degli OICR
(Allegato IV.6.1 del Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia)

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti			Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR				
	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% su valore dei beni negoziati	% su valore del finanziamento	Importo (migliaia di euro)	% sul valore complessivo netto (*)	% su valore dei beni negoziati	% su valore del finanziamento
1) Provvigioni di gestione provvigioni di base								
2) Costo per il calcolo del valore della quota (**)								
3) Costi ricorrenti degli OICR in cui il fondo investe (***)	(****)							
4) Compenso del depositario								
5) Spese di revisione del fondo								
6) Spese legali e giudiziarie								
7) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo								
8) Altri oneri gravanti sul fondo (specificare)								
9) Commissioni di collocamento (cfr. Tit. V, Cap. 1, Sez. II, para. 3.3.1)								
COSTI RICORRENTI TOTALI (SOMMA DA 1 A 9)								
10) Provvigioni di incentivo								
11) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari (*****) di cui: - su titoli azionari - su titoli di debito - su derivati - altri (da specificare)								
12) Oneri finanziari per i debiti assunti dal fondo								
13) Oneri fiscali di pertinenza del fondo								
TOTALE SPESE (SOMMA DA 1 A 13)	(*****)							

Più in dettaglio, il Regolamento della Banca d'Italia, in estrema sintesi, prevede che l'applicazione delle commissioni di incentivo sia coerente con le seguenti condizioni:

- i. la variazione del valore della quota del fondo è superiore ad un indice individuato nel regolamento di gestione⁸, ovvero, per i fondi per i quali il regolamento di gestione indica un obiettivo di rendimento, al suddetto obiettivo di rendimento.

8 L'indice di riferimento deve presentare talune caratteristiche (oggettività e verificabilità delle basi di calcolo, adeguato grado di diffusione presso i risparmiatori, coerenza con la politica di investimento del fondo nonché indipendenza dei provider dell'indice rispetto alla SGR).

Nei suddetti casi il prelievo dalle disponibilità del fondo della provvigione di incentivo avviene con cadenza non inferiore a 12 mesi e, nell'intervallo di tempo tra un prelievo e il successivo, le *performance* positive sono compensate con quelle negative;

- ii. se il regolamento di gestione non contiene né un indice a cui fare riferimento né un obiettivo di rendimento, la provvigione di incentivo può essere applicata solo se il valore della quota sia aumentato e il valore raggiunto sia superiore a quello più elevato mai raggiunto in precedenza (c.d. *high watermark* assoluto)⁹;
- iii. in alternativa ai punti sub i) e ii), il regolamento può prevedere che la commissione di incentivo sia prelevata sulla posizione del singolo partecipante al momento del riscatto della quota, a valere sul rendimento del proprio investimento.

Le suddette condizioni risultano coerenti con le *best practices* individuate nel documento "*Final report – Good practice on fees and expenses of collective investment schemes*" pubblicato dallo Iosco nell'agosto 2016.

Si osserva, infine, che, in assenza di armonizzazione in merito alle condizioni per il computo e il prelievo delle commissioni di *performance*, la definizione di regimi regolatori di carattere nazionale più stringenti rispetto ad altri ha finito per condizionare le strategie di localizzazione degli OICR poste in essere dagli intermediari gestori.

3 Le fonti dei dati

Nel lavoro sono stati utilizzati dati derivanti da fonti informative interne e banche dati esterne.

Per la parte relativa ai fondi di diritto italiano, sono state utilizzate le informazioni statistiche di vigilanza che riprendono in forma strutturata le informazioni *ex post* derivanti dalla rendicontazione contabile dei fondi (illustrate al precedente par. 2.2) e dai bilanci delle SGR. Le suddette segnalazioni contengono dati sulla composizione del patrimonio e sulla sezione reddituale (ricavi e costi) degli OICR e sullo stato patrimoniale e sul conto economico delle SGR¹⁰.

Tuttavia, come si dirà meglio nel prossimo paragrafo, questa base dati non consente di ottenere una disaggregazione dei costi che replica esattamente il dettaglio della Figura 4.

9 In caso di utilizzo del metodo dell'*high watermark* assoluto il regolamento di gestione deve indicare il periodo di calcolo e quello di prelievo della provvigione di incentivo.

10 Si tratta del cosiddetto *database* Prisma, gestito dalla Banca d'Italia, che include le segnalazioni statistiche di vigilanza per gli OICR previste dalla Circolare n. 189 del 21 ottobre 1993.

Per ciò che riguarda gli OICR di diritto estero commercializzati in Italia, sono disponibili unicamente le informazioni sulle *ongoing charges* riprese dai KIID raccolte da un *data provider* esterno (*Morningstar*).

Sia per i fondi italiani che per i fondi esteri, le informazioni sulle categoria dei fondi e sullo stile di gestione (attivo o passivo) sono ottenute dai dati forniti da Assogestioni, dalla banca dati *Morningstar* e dalla banca dati DEPROF, ossia il Sistema per il deposito della documentazione d'offerta degli OICR, gestito dalla CONSOB¹¹.

4 Il costo dei fondi aperti di diritto italiano

4.1 Premessa

Per ciò che riguarda gli OICR di diritto italiano, si deve rilevare, in primo luogo, che l'analisi riguarda, di fatto, esclusivamente fondi attivi. Esistono, infatti, solo due fondi di diritto italiano passivi aventi patrimonio gestito trascurabile rispetto a quello dei fondi attivi. I fondi passivi, che hanno costi di gestione sostanzialmente inferiori a quelli dei fondi attivi, sono invece presenti fra i fondi di diritto estero commercializzati in Italia, come sarà meglio illustrato nel paragrafo successivo.

In secondo luogo, è necessario considerare che nel giugno 2011 è entrata in vigore la riforma sulla tassazione dei fondi, con il passaggio da una tassazione in capo al fondo sui proventi maturati ad una tassazione in capo al sottoscrittore sui proventi effettivamente realizzati.

Il tema è di rilievo ai fini dell'analisi dei costi dei fondi perché, per effetto delle norme fiscali in vigore fino al giugno 2011, i fondi avevano accumulato rilevanti crediti di imposta a fronte delle minusvalenze fino ad allora maturate (mentre i debiti di imposta a fronte delle plusvalenze erano di importo trascurabile). Tali crediti d'imposta erano registrati all'attivo dello stato patrimoniale del fondo e ciò ha fatto sì che a livello aggregato il patrimonio netto dei fondi (d'ora in poi denominato *net asset value* o NAV) risultasse superiore alle risorse effettivamente investite.

La Figura 5 mostra infatti che, alla data dell'entrata in vigore della riforma fiscale, i fondi avevano accumulato crediti di imposta per un valore pari al 2,5% circa del NAV (mentre i debiti di imposta erano sostanzialmente nulli). Tale valore era pari a circa il 10% per i fondi azionari e al 4% circa per i fondi flessibili e alternativi (Figura 6). Negli anni successivi al 2011, questi crediti sono stati progressivamente compensati con altre passività verso il fisco, fino ad azzerarsi sostanzialmente nel 2016. La normativa fiscale ha permesso, infatti, alle SGR di compensare l'imposta

11 Il suddetto *database* raccoglie la documentazione d'offerta (prospetto e KIID) relativa a tutti gli OICR commercializzati in Italia al pubblico *retail* a prescindere dallo Stato di domiciliazione del prodotto e include informazioni di carattere sia documentale che strutturato; le informazioni di carattere strutturato sono informazioni relative alle caratteristiche chiave degli OICR (tra cui, tipologia di fondo, classe di rischio, finalità dell'utilizzo dei derivati, etc.), mentre i dati commissionali sono disponibili solo per gli OICR italiani.

dovuta come sostituto d'imposta per le ritenute alla fonte sulle plusvalenze realizzate dai sottoscrittori dei fondi con i crediti fiscali accumulati¹².

Il problema del credito d'imposta è rilevante per l'analisi in oggetto per due motivi.

Il primo è che non rende confrontabili i dati pre-2011 con quelli successivi, perché incide sul metodo di calcolo del NAV (i dati di NAV post-2011 sono inflazionati rispetto a quelli precedenti perché non sono decurtati dal carico fiscale) che a sua volta è il denominatore per calcolare l'incidenza dei costi. Per tale motivo, lo studio considera il periodo 2012-2016.

Figura 5 – Incidenza del credito di imposta sul patrimonio dei fondi comuni di diritto italiano

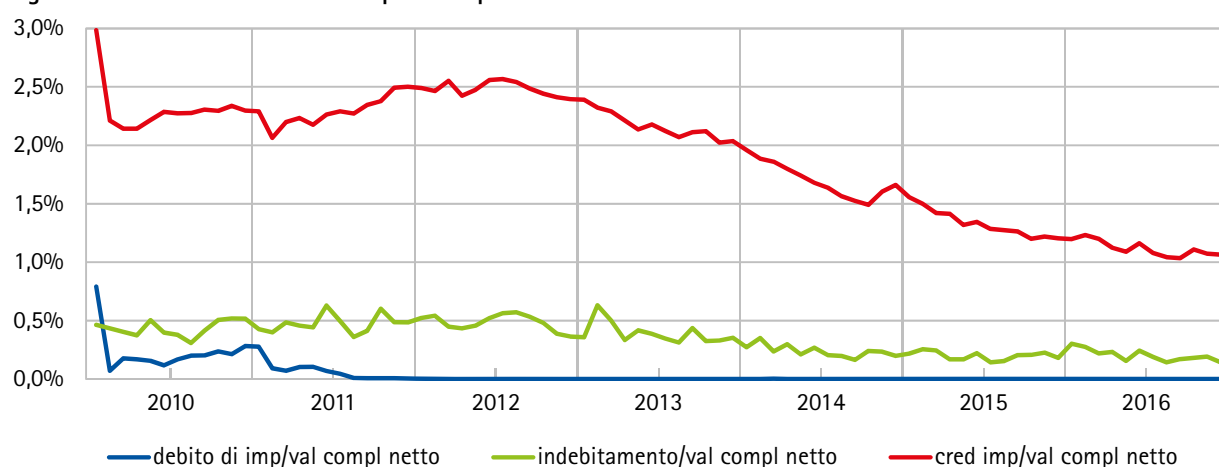
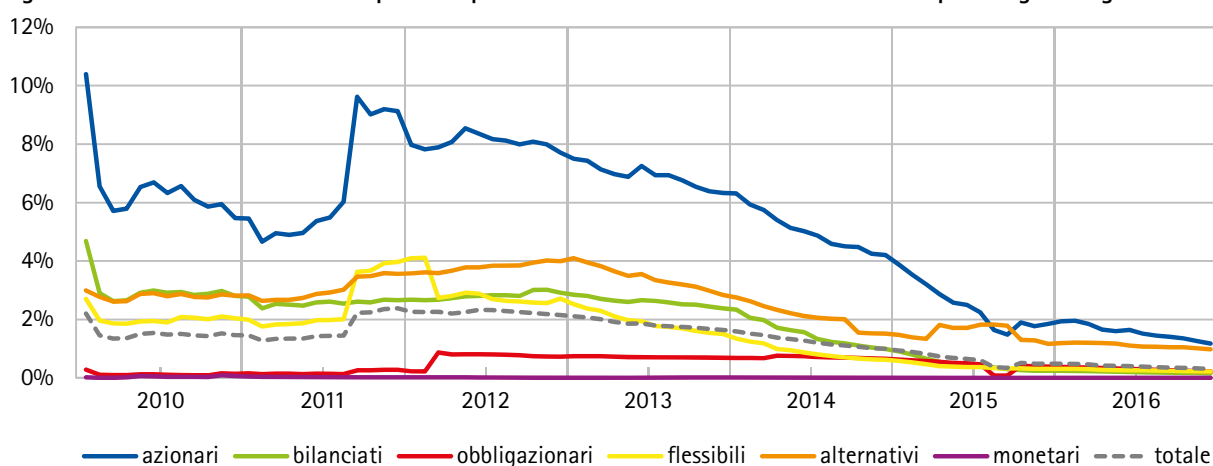


Figura 6 – Incidenza del credito di imposta sul patrimonio dei fondi comuni di diritto italiano per categoria di gestione



Il secondo motivo è che, anche limitando l'analisi al periodo post-2011, rende poco confrontabili i costi di fondi con diverse incidenze dei crediti di imposta ereditati nel periodo precedente. Infatti, mentre i costi sono in larga misura

12 Si veda Il Sole 24 Ore, "Per i fondi arriva la tassa sul realizzato", 17.6.2011.

parametrati al NAV (supponiamo pari a 100), solo una parte del NAV è investito in attività fruttifere (supponiamo 97, se il credito di imposta è pari a 3). Quindi, più elevato è il credito d'imposta, più il fondo sopporta un costo opportunità legato al mancato rendimento su attività infruttifere.

Nell'analisi che segue, come meglio illustrato nel paragrafo successivo, si terrà quindi conto di questo costo opportunità del credito di imposta per stimare il costo complessivo dei fondi.

4.2 La metodologia di calcolo del costo dei fondi italiani

Usando i dati di rendiconto dei fondi derivanti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza, viene costruito un indicatore di costo che tiene conto di tutti costi che gravano sul patrimonio del fondo.

Tali costi comprendono le commissioni corrisposte alla banca depositaria, le commissioni corrisposte agli intermediari per l'attività di negoziazione e per altri servizi correlati e le commissioni corrisposte alla società di gestione del fondo. Queste ultime commissioni hanno normalmente tre componenti: la commissione di gestione, la commissione di incentivo e altre commissioni. Alcune SGR applicano una commissione unica in luogo delle tre commissioni indicate.

Vi è, infine, un'altra voce di costo che grava sul patrimonio del fondo denominata "Altri oneri" che include costi e oneri per la remunerazioni di servizi a soggetti diversi da banca depositaria, intermediari negozianti e società di gestione.

Un primo indicatore di costo, denominato con il termine "*costi di gestione*", è costruito rapportando i costi e oneri appena illustrati al NAV medio annuo (calcolato come media del dato mensile).

I costi di gestione nell'anno t sono quindi definiti secondo la seguente formula:

$$\begin{aligned} \text{Costi di gestione (t)} &= \\ &= (\text{Comm. banca depositaria} + \text{Comm. intermediari} + \text{Comm. SGR} + \text{Altri oneri}) / \text{NAV} \end{aligned} \quad (1)$$

Per poter valutare la distribuzione di frequenza dei costi di gestione, sono riportati alcuni indicatori aggregati, in particolare i valori del primo quartile, della mediana e del terzo quartile¹³.

Ai costi di gestione, per i motivi prima indicati, viene aggiunto il costo opportunità del credito d'imposta, calcolato secondo la seguente formula:

$$\begin{aligned} \text{Costo opportunità del credito d'imposta (t)} &= \\ &= \text{credito d'imposta medio} \times \text{tasso risk free} / \text{NAV} \end{aligned} \quad (2)$$

13 Il I quartile, la mediana e il III quartile rappresentano il valore per cui, rispettivamente il 25%, il 50% e il 75% dei dati osservati è minore o uguale a quel valore.

Sono stati stimati anche i costi di ingresso, di uscita e di *switch* da un fondo a un altro, costi che non sono a carico del fondo ma che gravano sul singolo risparmiatore. Ovviamente, non è possibile calcolare l'incidenza annuale sul NAV di questi costi perché sono costi *una tantum*.

Al fine di stimare tali costi sono stati utilizzati i dati relativi alle commissioni di sottoscrizione, di rimborso e di *switch* ricavate dai bilanci delle SGR. Tali commissioni sono state rapportate, rispettivamente, al flusso delle sottoscrizioni, dei rimborsi e degli *switch* nell'anno di riferimento (sono state escluse dal calcolo le movimentazioni legate a operazioni straordinarie quali la fusione tra fondi).

Le formule sono le seguenti:

$$\text{Costo di ingresso } (t) = \text{commissioni di sottoscrizione} / \text{totale sottoscrizioni} \quad (3)$$

$$\text{Costo di uscita } (t) = \text{commissioni di rimborso} / \text{totale rimborsi} \quad (4)$$

$$\text{Costo di switch } (t) = \text{commissioni di switch} / \text{totale switch} \quad (5)$$

Inoltre, al fine di evidenziare l'incidenza dei costi sui rendimenti dei fondi, sono riportati i dati percentuali relativi al rendimento al lordo dei costi di gestione, al peso dei costi di gestione sull'utile lordo e all'utile al netto dei costi di gestione.

Le formule sono le seguenti:

$$\text{Utile al lordo dei costi di gestione } (t) = \text{utile lordo del fondo} / \text{NAV} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{Peso dei costi di gestione sull'utile lordo } (t) = \\ = \text{Costi di gestione } (t) / \text{Utile al lordo dei costi di gestione } (t) * 100 \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{Utile al netto dei costi di gestione } (t) = \\ = \text{Utile al lordo dei costi di gestione } (t) - \text{Costi di gestione } (t) \end{aligned} \quad (8)$$

L'indicatore denominato "costi di gestione" utilizzato nella presente analisi è sostanzialmente analogo a quello impiegato nelle indagini sul costo dei fondi italiani realizzate da Mediobanca.¹⁴ Anche un recente studio di G. Albareto *et al.* (2017)¹⁵ analizza il tema dei costi dei fondi, ma utilizza una metodologia diversa.

In particolare, G. Albareto *et al.* (2017) utilizzano un indicatore di costo denominato TSC (*Total Shareholder Cost*), che tiene conto sia dei costi a carico del fondo il TER (*Total Expense Ratio*) sia di quelli a carico dei sottoscrittori (commissioni di ingresso e uscita). In particolare, il TSC è ottenuto come somma del TER (che riprende le voci di costo dei rendiconti annuali dei fondi ed è dunque simile ai "costi

14 Mediobanca, *Dati di 1179 Fondi e SICAV italiani (1984-2016). Indagine annuale sui fondi e SICAV italiani*, luglio 2017 (http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/fo_dati_indici_2017.pdf). I risultati dell'indagine realizzata dall'Ufficio studi Mediobanca, giunta alla 24° edizione, sono tendenzialmente simili a quelli che verranno presentati di seguito del presente studio per alcune delle principali categorie di fondi, ma non direttamente confrontabili perché riferiti ad un campione molto più eterogeneo di prodotti (sono compresi i fondi pensione, i fondi chiusi e i fondi immobiliari). Inoltre, lo studio Mediobanca non copre le categorie dei fondi flessibili (che al 2016 rappresentavano quasi la metà del mercato in termini di patrimonio gestito), monetari e alternativi.

15 G. Albareto *et al.*, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni, Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, Settembre 2017.

di gestione") e da una stima dei costi annuali a carico dei sottoscrittori (rapporto tra la somma delle commissioni *una tantum* e la durata media dell'investimento). Anche in questo caso, i risultati non sono direttamente confrontabili perché nel presente lavoro i costi di gestione sono indicati separatamente da quelli di ingresso ed uscita, senza fare alcuna ipotesi sul tempo di permanenza medio nelle varie categorie di fondi.

Si deve rilevare come, in base a quanto riportato da recenti analisi, le commissioni di sottoscrizione possono essere sostituite da altri meccanismi commissionali più complessi¹⁶.

In particolare, è possibile che la commissione di sottoscrizione (che normalmente la SGR utilizza per remunerare la rete distributiva) non gravi immediatamente sul sottoscrittore ma sia "anticipata" dal fondo, per conto del sottoscrittore, alla SGR. In tal modo, il fondo iscriverebbe all'attivo un credito nei confronti dei sottoscrittori che viene ripagato gradualmente nel tempo attraverso una riduzione del NAV utilizzando la voce di costo denominata "commissioni di collocamento" (cfr. Figura 4). Tale meccanismo, similmente a quanto illustrato per il credito di imposta, determina l'impossibilità di investire integralmente il patrimonio del fondo e quindi comporta un costo opportunità. Se il sottoscrittore decide di richiedere il rimborso delle quote del fondo prima che il fondo abbia interamente soddisfatto il suo credito, la parte rimanente viene addebitata all'investitore sotto forma di commissioni di uscita.

Tale tipo di meccanismo commissionale sarebbe più frequente nei fondi cosiddetti "a scadenza predefinita"¹⁷, la cui diffusione è notevolmente cresciuta negli anni più recenti e che a fine 2016 rappresentavano oltre il 30% del patrimonio gestito. Tuttavia, i dati disponibili non consentono di verificare l'entità e la diffusione di tale fenomeno, poiché, come prima detto, non vi sono dati di dettaglio sulla voce "commissioni di collocamento" presente nella nota integrativa al rendiconto dei fondi (cfr. Figura 4).

4.3 Il costo dei fondi

Prima di riportare i risultati della stima dei costi in base alla metodologia descritta, si deve preliminarmente rilevare che circa il 70% delle commissioni

16 G. Albareto et al. (2017) e A. Baglioni e A. Foà, *Fondi comuni: la commissione c'è, ma non si vede*, La Voce, 28.6.2016.

17 Tale categoria di fondi comprende prodotti (fondi a obiettivo e fondi a scadenza) abbastanza eterogenei che hanno in comune una data di scadenza. I fondi a obiettivo o *target-date* forniscono un'esposizione diversificata a titoli, obbligazioni e disponibilità liquide per investimenti aventi una data specifica (pensionamento o disinvestimento) superiore ai cinque anni. Questi portafogli hanno l'obiettivo di offrire un livello ottimale di rendimento e di rischio, basato sulla data di riferimento. Il gestore aggiusta l'allocazione tra le classi di attività a mix più conservatori quando la data di destinazione si avvicina, seguendo un percorso di riduzione prestabilito. Dopo la data di riferimento il gestore può decidere di fondere il fondo con altri fondi o trasformarlo in un monetario. I fondi a scadenza (presenti a livello europeo e particolarmente diffusi in Italia) sono caratterizzati per una data obiettivo entro i 5 anni dal collocamento ma non vi è la previsione di una riduzione della composizione azionaria del fondo all'avvicinarsi della scadenza, inoltre il periodo di collocamento è limitato ai primi mesi e spesso è prevista la distribuzione di una cedola.

complessive (incluse quelle di sottoscrizione e rimborso) percepite dalle SGR viene assorbito dai costi di distribuzione (Tavola 1).

Tavola 1 – Rapporto tra commissioni passive e attive delle SGR relative alla gestione di fondi aperti di diritto italiano
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Q1	10,32	9,97	17,03	13,54	15,74
Mediana	45,06	33,10	45,02	44,55	49,21
Q3	59,96	63,32	68,84	65,67	68,71
Media ponderata	66,44	70,48	72,22	65,68	70,16

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

La Tavola 2 fornisce dati di sintesi sul settore dei fondi aperti di diritto italiano. Nei cinque anni oggetto di analisi il numero dei fondi è cresciuto del 31% (da 733 a 960) mentre il patrimonio gestito è cresciuto del 58% (da 149 a 236 miliardi di euro). La raccolta netta è stata sempre positiva, ad eccezione del 2012, e nei cinque anni è stata pari complessivamente a 62,1 miliardi di euro.

La crescita del settore si è accompagnata a un significativo mutamento della tipologia dei fondi offerti.

In particolare, si è riscontrato un sensibile aumento del peso dei fondi flessibili sulle masse gestite (passato dal 18,2 al 41,3%) e un leggero incremento dei fondi bilanciati (dal 5,0 al 7,1%), a fronte di una riduzione del peso dei monetari (dall'11,8 al 2,2%), degli alternativi (dal 4,6 al 1,6%), degli obbligazionari (dal 46,8 al 39,4%) e degli azionari (dal 13,6 all'8,2%). Si è registrata, inoltre, una forte crescita dei prodotti cosiddetti "a scadenza predefinita", passati dall'1,8 al 34,7% delle masse gestite, nonché dei fondi di fondi, passati dal 12,2 al 20,5%. Si osserva al riguardo che i fondi flessibili, nell'attuale contesto di mercato, caratterizzandosi per obiettivi di rendimento più elevati rispetto ad altre tipologie di fondi rispondono maggiormente alle esigenze dal lato della domanda.

I fondi aperti non armonizzati ai sensi della direttiva UCITS avevano un peso rilevante a fine 2012 (circa il 20% delle patrimonio del settore). Il peso di tali fondi si è successivamente molto ridotto e, anche dopo il recepimento nel nostro ordinamento della direttiva AIFMD nell'aprile 2015, il peso di questo comparto del settore è continuato a diminuire, fino a raggiungere poco più del 3% del patrimonio dei fondi aperti.

La Tavola 3 riporta i dati di costo relativi al totale dei fondi aperti italiani. Pur con i limiti legati al fatto che, come visto nella precedente Tavola 1, i dati indicano che a livello aggregato i costi di gestione dei fondi sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi cinque anni, collocandosi su valori prossimi all'1,4% del NAV, mentre il valore mediano è sceso da circa l'1,8% all'1,5%.

Tavola 2 – Dati di sintesi sui fondi aperti di diritto italiano
(valori monetari in miliardi di euro e % sul patrimonio gestito)

	2012	2013	2014	2015	2016
N. Fondi	733	766	815	873	960
N. Classi	903	987	1.080	1.187	1.361
Utile	11,6	7,0	8,5	4,1	3,3
Patrimonio medio gestito	149,3	159,3	189,7	230,5	235,7
Raccolta netta	(14,4)	11,4	33,0	27,1	5,0
Patrimonio per macro categorie (%)					
Azionari	13,6 %	12,2 %	10,4 %	9,5 %	8,2 %
Bilanciati	5,0 %	4,3 %	5,0 %	6,6 %	7,1 %
Obbligazionari	46,8 %	50,8 %	46,3 %	40,7 %	39,4 %
Monetari	11,8 %	6,8 %	4,3 %	2,7 %	2,2 %
Flessibili	18,2 %	22,6 %	31,4 %	38,6 %	41,4 %
Alternativi	4,6 %	3,3 %	2,5 %	1,9 %	1,6 %
Fondi di fondi (%)	12,1 %	10,5 %	11,9 %	16,9 %	20,5 %
Fondi a scadenza predefinita (%)	1,8 %	2,2 %	20,2 %	32,0 %	34,7 %
Fondi riservati e/o dedicati (%)	0,9 %	1,2 %	1,5 %	2,1 %	2,4 %
Fondi non armonizzati UCITS/FIA (%)	19,4 %	14,1 %	6,3 %	3,9 %	3,5 %

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni.

Tavola 3 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – dati di sintesi
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,069	1,070	1,042	1,027	1,048
Commissioni di incentivo*	0,144	0,149	0,138	0,139	0,039
Commissione unica*	0,064	0,021	0,026	0,016	0,012
Altre commissioni alla SGR*	0,002	0,018	0,031	0,041	0,102
Commissioni alla banca depositaria*	0,083	0,085	0,086	0,081	0,082
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,070	0,077	0,097	0,119	0,069
Altri oneri*	0,030	0,032	0,055	0,070	0,087
Costi di gestione*	1,462	1,451	1,476	1,493	1,440
Q1*	1,134	0,978	0,989	1,041	1,071
Mediana*	1,794	1,573	1,558	1,536	1,493
Q3*	2,542	2,476	2,403	2,307	2,014
Utile al lordo dei costi di gestione*	9,186	5,859	5,954	3,265	2,850
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	15,917	24,767	24,785	45,725	50,506
Utile al netto dei costi di gestione*	7,724	4,408	4,478	1,772	1,410
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,002	0,001	0,000	0,000	0,000
Costo di ingresso**	0,587	1,105	1,262	1,470	1,356
Costo di uscita**	0,108	0,172	0,126	0,082	0,045
Costo di switch**	0,074	0,008	0,010	0,007	0,006

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch

Le commissioni di gestione rappresentano la parte preponderante del costo di gestione, pari a circa due terzi, e negli ultimi 5 anni hanno oscillato fra 1,07% e l'1,03% circa. Mentre le commissioni alla banca depositaria e agli intermediari negozianti risultano molto stabili nel tempo, le commissioni di incentivo hanno invece ridotto sensibilmente il loro peso nel 2016, probabilmente per effetto dell'andamento negativo di alcuni mercati azionari e della forte riduzione dei tassi di interesse, passando da valori prossimi allo 0,14% nel periodo 2012-2015 allo 0,04% nel 2016. Anche la commissione unica si è ridotta passando dallo 0,06% allo 0,01%. Tuttavia, l'aumento di altre voci commissionali (altre commissioni alla SGR e altri oneri) ha determinato una sostanziale stabilità del costo di gestione del 2016 rispetto agli anni precedenti.

Come accennato, l'andamento negativo di alcuni mercati azionari e la forte riduzione dei tassi di interesse ha determinato una netta contrazione dell'utile dei fondi al lordo dei costi di gestione, passato dal 9,2% nel 2012 al 2,9% nel 2016. A fronte di ciò, la sostanziale stabilità dei costi di gestione ha fatto sì che il peso di questi ultimi sull'utile lordo sia notevolmente cresciuto, passando dal 15 al 50% circa. Come vedremo successivamente, questo fenomeno è stato più accentuato per alcune categorie di fondi, in cui i costi di gestione hanno determinato il passaggio da un utile lordo positivo a una perdita netta.

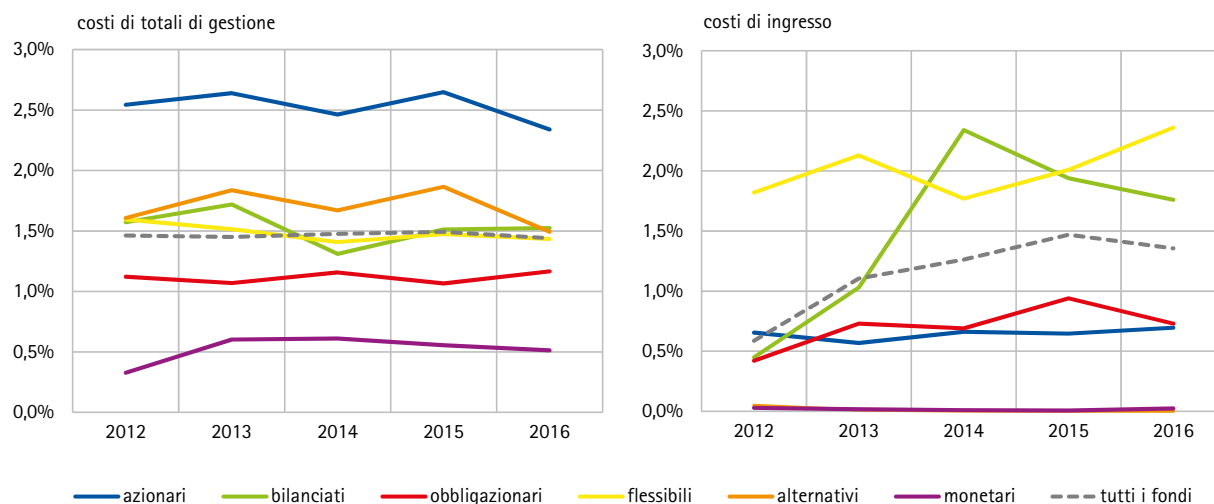
Inoltre, il costo opportunità del credito d'imposta è sostanzialmente trascurabile. Il livello delle commissioni di ingresso rimane invece molto elevato (oscillando fra l'1,46 e l'1,69% circa nel 2013-2016, salvo che nel 2012 in cui risultava meno della metà), mentre quello delle commissioni di uscita si è ridotto sensibilmente nel tempo, fino a raggiungere nel 2016 valori assai contenuti (circa 0,05%), e quello delle commissioni di *switch* è marginale.

Naturalmente, come già indicato, questi dati medi riflettono caratteristiche commissionali molto diverse fra le varie categorie di fondi, che sono illustrate sinteticamente nelle Figure 7-8 e più in dettaglio nelle successive Tavole 4-9.

In particolare, la Figura 7 mostra l'andamento dei valori medi dei costi di gestione e di ingresso per categoria di fondo nei cinque anni considerati. I fondi azionari e alternativi hanno costi gestione più elevati, mentre in una fascia intermedia si collocano i flessibili e i bilanciati; i fondi obbligazionari e monetari hanno i costi di gestione più bassi. Complessivamente, ad eccezione dei fondi obbligazionari, nel periodo 2012-2016 si osserva una certa tendenza alla riduzione dei costi di gestione, soprattutto per i prodotti più rischiosi (azionari e alternativi). Diverse categorie di fondi hanno tuttavia costi di ingresso superiori ai costi di gestione. In particolare, al 2016 i fondi flessibili, che rappresentano oltre il 40% del mercato, hanno commissioni di ingresso vicine al 2,5%, contro un costo di gestione prossimo all'1,5%. Analoghe considerazioni valgono per i fondi bilanciati. Viceversa, i fondi monetari e flessibili presentano costi di ingresso pressoché nulli. La Figura 8 mostra l'andamento dei valori medi degli utili lordi e netti per categoria di fondo nei cinque anni considerati. I fondi azionari e bilanciati hanno utili più elevati, mentre in una fascia intermedia si collocano obbligazionari e flessibili; i fondi monetari e alternativi hanno gli utili più bassi. Complessivamente, si osserva una sensibile

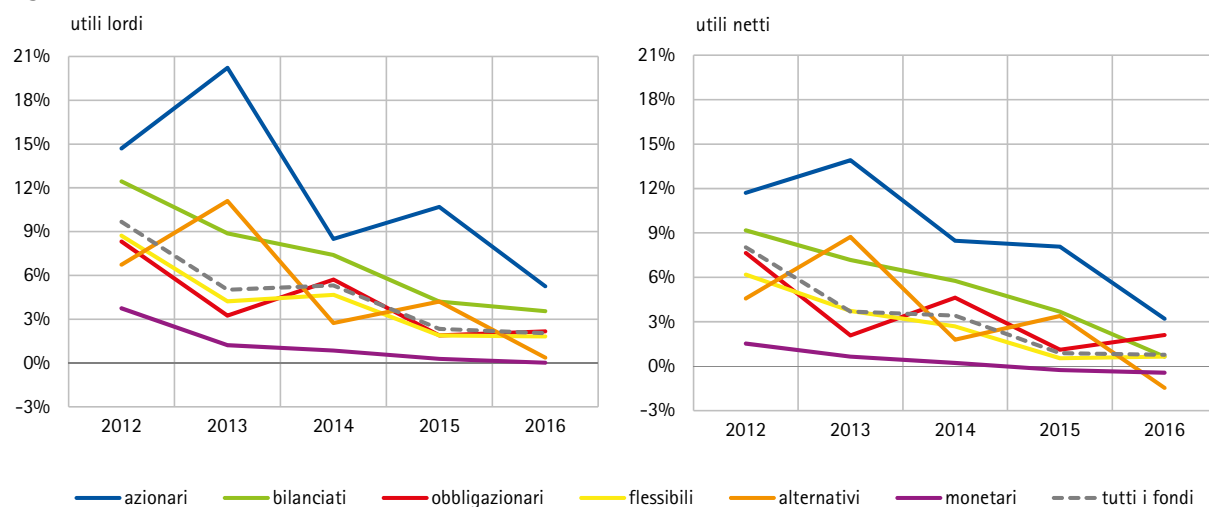
tendenza alla riduzione degli utili. Nel 2016 i fondi alternativi e, in misura minima, i monetari hanno riportato utili netti negativi.

Figura 7 – Costi di gestione e di ingresso dei fondi comuni di diritto italiano



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni (cfr. Tavole 4-9).

Figura 8 – Utili lordi e netti dei fondi comuni di diritto italiano



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni (cfr. Tavole 4-9).

Le successive tavole 4-9¹⁸ mostrano dati più dettagliati sui costi per categoria di fondo.

18 Si segnala che quando un fondo/classe cambia macrocategoria (per esempio fondo azionario che diventa bilanciato), viene conteggiato nelle Tavole di dettaglio due volte mentre nei dati generali viene conteggiato una sola volta. Pertanto, la somma del numero di fondi/classi delle Tavole 4-9 risulta superiore al totale dei fondi/classi indicati nella Tavola 2.

In particolare, i fondi azionari hanno costi di gestione nettamente più alti della media di settore (fra il 2,3 e il 2,6% circa), ma hanno costi di ingresso nettamente inferiori alla media (0,6% circa); il peso dei costi sull'utile è cresciuto negli anni fino a superare il 40% (Tavola 4). I fondi bilanciati presentano costi di gestione inferiori a quelle degli azionari (1,5% circa nel 2016), ma il peso dei costi sull'utile ha superato il 70% nel 2016; inoltre, hanno costi di ingresso più elevati degli azionari (1,7% circa nel 2016 - Tavola 5).

I fondi flessibili e quelli alternativi hanno costi di gestione lievemente più elevati della media, tuttavia, mentre i fondi flessibili hanno costi di ingresso molto elevati (che hanno superato il 2% nel 2016) i fondi alternativi hanno costi di ingresso pressoché nulli (Tavole 8 e 9).

I fondi flessibili rappresentano quindi un prodotto mediamente più costoso rispetto alle varie tipologie di fondi e allo stesso tempo anche quello più diffuso, arrivando ad assorbire nel 2016 oltre il 40% delle masse gestite. Peraltro, il costo di gestione dei fondi flessibili è arrivato ad assorbire circa il 70% dell'utile nel 2015 e 2016. Tuttavia, vi è il caso più estremo dei fondi alternativi e dei fondi monetari (benché in tale ultimo caso si tratti di poco più di una decina di fondi) in cui il costo di gestione ha superato l'utile lordo nel 2016, per cui l'utile netto è risultato negativo (Tavole 7 e 9).

I fondi obbligazionari hanno costi di gestione inferiori alla media di settore (circa l'1,1%), così come commissioni di ingresso più basse (circa 0,7% nel 2016), e allo stesso tempo sono quelli con la minore incidenza dei costi di gestione sull'utile lordo (Tavola 6).

In Appendice sono riportate ulteriori evidenze relative alle categorie trasversali dei fondi di fondi e dei fondi a scadenza, che sono concentrate in larga misura nella categoria dei fondi flessibili.

I fondi di fondi (che sono per circa il 68% circa fondi flessibili – Tavole A.1, A.2 e A.3 in Appendice) presentano costi di gestione abbastanza in linea con quelli dei fondi *target* (Tavole B.1, B.2 e B.3 in Appendice), ma hanno costi di ingresso sensibilmente superiori a quelli dei fondi *target* e allo stesso tempo hanno utili lordi e netti minori di quelli dei fondi *target*. Queste tendenze sono ancor più evidenti se si confrontano i fondi di fondi e i fondi *target* flessibili che, come detto, costituiscono la parte preponderante di tale categorie di fondi.

I fondi a scadenza predefinita (che sono per il 65% fondi flessibili – Tavole C.1, C.2 e C.3 in Appendice) presentano costi di gestione inferiori a quelli dei fondi non a scadenza predefinita (Tavole D.1, D.2 e D.3 in Appendice), ma hanno costi di ingresso e uscita superiori, con utili lordi e netti minori di quelli dei fondi non a scadenza predefinita.

Tavola 4 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – azionari
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,853	1,925	1,899	1,878	1,788
Commissioni di incentivo*	0,228	0,306	0,123	0,268	0,068
Commissione unica*	0,052	0,000	0,041	0,042	0,037
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
Commissioni alla banca depositaria*	0,101	0,107	0,109	0,105	0,088
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,278	0,267	0,253	0,265	0,262
Altri oneri*	0,031	0,035	0,037	0,089	0,096
Costi di gestione*	2,544	2,640	2,462	2,647	2,339
Q1*	2,151	2,147	2,105	2,132	1,928
Mediana*	2,508	2,602	2,424	2,547	2,090
Q3*	3,041	3,031	2,874	3,071	2,388
Utile al lordo dei costi di gestione*	14,255	16,555	10,927	10,719	5,546
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	17,918	16,018	22,678	24,819	42,398
Utile al netto dei costi di gestione*	11,711	13,915	8,394	8,017	3,178
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,067	0,030	0,017	0,001	-0,003
Costo di ingresso**	0,655	0,568	0,662	0,646	0,696
Costo di uscita**	0,023	0,035	0,027	0,022	0,013
Costo di switch**	0,190	0,005	0,006	0,006	0,006
<i>Per memoria - n. fondi</i>	165	134	127	118	116
<i>Per memoria - n. classi</i>	207	176	169	169	181

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola 5 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – bilanciati
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,369	1,447	1,060	1,041	1,174
Commissioni di incentivo*	0,059	0,104	0,004	0,155	0,027
Commissione unica*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,001	0,063	0,085	0,081
Commissioni alla banca depositaria*	0,089	0,099	0,086	0,092	0,098
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,044	0,055	0,077	0,063	0,053
Altri oneri*	0,010	0,013	0,019	0,078	0,090
Costi di gestione*	1,572	1,718	1,310	1,513	1,524
Q1*	1,553	1,375	1,017	1,100	1,191
Mediana*	1,868	1,722	1,442	1,428	1,379
Q3*	2,173	1,932	1,849	1,899	1,755
Utile al lordo dei costi di gestione*	10,739	8,894	7,068	5,188	2,164
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	14,670	19,368	18,577	29,232	71,012
Utile al netto dei costi di gestione*	9,143	7,153	5,742	3,663	0,622
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,022	0,011	0,005	0,001	-0,001
Costo di ingresso**	0,452	1,031	2,344	1,942	1,759
Costo di uscita**	0,023	0,026	0,281	0,470	0,126
Costo di switch**	0,084	0,003	0,004	0,005	0,002
<i>Per memoria - n. fondi</i>	54	43	56	62	79
<i>Per memoria - n. classi</i>	66	60	73	84	112

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola 6 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – obbligazionari
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,872	0,856	0,876	0,835	0,915
Commissioni di incentivo*	0,115	0,054	0,073	0,023	0,035
Commissione unica*	0,030	0,011	0,010	0,017	0,013
Altre commissioni alla SGR*	0,003	0,020	0,023	0,022	0,031
Commissioni alla banca depositaria*	0,080	0,081	0,086	0,074	0,078
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,010	0,013	0,014	0,014	0,011
Altri oneri*	0,012	0,034	0,075	0,081	0,083
Costi di gestione*	1,122	1,069	1,157	1,066	1,166
Q1*	0,795	0,719	0,858	0,860	0,817
Mediana*	1,116	1,101	1,152	1,187	1,183
Q3*	1,437	1,442	1,480	1,490	1,493
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,767	3,150	5,786	2,192	3,264
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	12,798	33,947	20,006	49,113	35,773
Utile al netto dei costi di gestione*	7,644	2,079	4,625	1,113	2,093
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,005	0,003	0,003	0,000	-0,001
Costo di ingresso**	0,421	0,729	0,690	0,938	0,732
Costo di uscita**	0,107	0,186	0,069	0,042	0,024
Costo di switch**	0,049	0,005	0,010	0,006	0,005
<i>Per memoria - n. fondi</i>	227	260	269	272	290
<i>Per memoria - n. classi</i>	299	356	378	395	437

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. *Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola 7 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – monetari
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,274	0,508	0,506	0,445	0,398
Commissioni di incentivo*	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000
Commissione unica*	0,003	0,000	0,000	0,004	0,003
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Commissioni alla banca depositaria*	0,044	0,089	0,090	0,086	0,081
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,002	0,002	0,003	0,003	0,002
Altri oneri*	0,002	0,002	0,013	0,018	0,030
Costi di gestione*	0,327	0,602	0,611	0,555	0,513
Q1*	0,445	0,400	0,447	0,367	0,391
Mediana*	0,639	0,565	0,676	0,448	0,449
Q3*	0,724	0,743	0,812	0,627	0,632
Utile al lordo dei costi di gestione*	1,847	1,240	0,834	0,294	0,072
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	17,716	48,531	73,355	nc	nc
Utile al netto dei costi di gestione*	1,520	0,638	0,222	-0,261	-0,441
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
Costo di ingresso**	0,028	0,017	0,009	0,007	0,024
Costo di uscita**	0,005	0,004	0,001	0,000	0,000
Costo di switch**	0,090	0,003	0,000	0,001	0,003
<i>Per memoria - n. fondi</i>	24	16	15	14	12
<i>Per memoria - n. classi</i>	33	22	21	21	19

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. *Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola 8 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – flessibili
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,951	0,951	0,843	0,903	0,951
Commissioni di incentivo*	0,223	0,268	0,229	0,198	0,037
Commissione unica*	0,203	0,062	0,047	0,011	0,009
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,027	0,044	0,060	0,191
Commissioni alla banca depositaria*	0,058	0,059	0,060	0,067	0,073
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,103	0,129	0,158	0,192	0,087
Altri oneri*	0,055	0,020	0,028	0,043	0,085
Costi di gestione*	1,595	1,515	1,408	1,474	1,433
Q1*	1,347	1,029	0,933	1,073	1,214
Mediana*	1,901	1,649	1,786	1,644	1,592
Q3*	2,864	2,663	2,605	2,460	2,154
Utile al lordo dei costi di gestione*	7,774	5,248	4,087	2,013	2,082
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	20,547	28,917	34,524	73,568	69,277
Utile al netto dei costi di gestione*	6,176	3,733	2,670	0,539	0,635
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,032	0,009	0,005	0,001	-0,003
Costo di ingresso**	1,818	2,135	1,768	2,013	2,359
Costo di uscita**	0,296	0,432	0,334	0,136	0,085
Costo di switch**	0,044	0,015	0,013	0,008	0,007
<i>Per memoria - n. fondi</i>	264	295	343	409	495
<i>Per memoria - n. classi</i>	301	341	404	490	627

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. *Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola 9 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – alternativi
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,195	1,221	1,158	1,153	1,136
Commissioni di incentivo*	0,100	0,322	0,223	0,389	0,084
Commissione unica*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,007	0,006	0,009	0,013	0,015
Commissioni alla banca depositaria*	0,094	0,098	0,103	0,106	0,110
Commissioni a negozianti e altri intermediari*	0,058	0,062	0,044	0,063	0,072
Altri oneri*	0,154	0,126	0,133	0,141	0,074
Costi di gestione*	1,608	1,836	1,669	1,865	1,492
Q1*	1,528	1,677	1,602	1,671	1,261
Mediana*	2,162	2,640	2,267	2,340	1,922
Q3*	3,054	3,619	3,152	4,473	3,093
Utile al lordo dei costi di gestione*	6,181	10,628	3,453	5,253	0,023
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	26,021	17,274	48,367	35,518	nc
Utile al netto dei costi di gestione*	4,573	8,729	1,784	3,388	-1,471
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,030	0,015	0,007	0,001	-0,004
Costo di ingresso**	0,048	0,011	0,003	0,001	0,002
Costo di uscita**	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Costo di switch**	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Per memoria - n. fondi</i>	120	100	79	66	52
<i>Per memoria - n. classi</i>	164	137	116	105	94

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. *Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

5 Il costo dei fondi aperti di diritto europeo commercializzati in Italia

Come prima anticipato, in relazione ai fondi comunitari commercializzati in Italia sfruttando il cosiddetto passaporto europeo, sono disponibili dati di costo limitati alle sole *ongoing charges* tratte dai KIID e riportati nel *database Morningstar*. In base a quanto rappresentato nel secondo paragrafo, il confronto non include né le commissioni di *performance* né i costi di ingresso ed uscita.

I dati *Morningstar* si riferiscono alle singole classi. Come anticipato nell'introduzione, un fondo può avere diverse classi che si differenziano, oltre che per aspetti quali la valuta o il regime di distribuzione dei proventi, anche per il regime commissionale. In particolare, vi sono classi rivolte al *retail* e classi rivolte agli investitori istituzionali. Queste ultime hanno normalmente *ongoing charges* più basse rispetto alle classi *retail*. Ciò si giustifica alla luce di diversi fattori. In primo luogo, le classi rivolte agli istituzionali possono avere un lotto minimo di sottoscrizione molto più elevato e dunque le minori commissioni si giustificano alla luce del fatto che si tratta di prodotti "all'ingrosso". Inoltre, le classi istituzionali possono avere costi di distribuzione più bassi rispetto a quelle *retail*, perché il collocamento agli investitori istituzionali implica normalmente una minore dipendenza da reti distributive esterne alla società di gestione (quali sportelli bancari e promotori finanziari).

I controlli di qualità sul *database Morningstar* hanno portato a limitare l'analisi al triennio 2014-2016 e ai soli fondi/classi per i quali è disponibile il dato di patrimonio gestito (oltre 19.000 classi nel 2014, circa 22.000 nel 2015 e circa 25.000 nel 2016).

Inoltre, non è stato possibile estendere il confronto fra i fondi italiani e quelli esteri ai fondi alternativi (poiché non inclusi nel *database Morningstar*) e, al fine di rendere il confronto significativo, sono stati esclusi i fondi esteri passivi, poiché, come detto, i fondi passivi di diritto italiano sono pressoché trascurabili. L'analisi che segue è focalizzata quindi sui fondi attivi, ad esclusione di quelli alternativi. Peraltro, tra i fondi esteri sono inclusi gli ETF cd. a gestione attiva; fattispecie di fondi non presenti tra gli OICR domiciliati in Italia e caratterizzata da profili commissionali più contenuti rispetto agli altri fondi a gestione attiva.

È bene sottolineare immediatamente che il confronto delle *ongoing charges* dei fondi italiani con quelli esteri distribuiti in Italia è fortemente condizionato dal fatto che tra i fondi esteri, e in particolare fra quelli lussemburghesi, è molto più elevato il peso delle classi rivolte a investitori istituzionali¹⁹. Per questo motivo, come si illustrerà di seguito, il valore medio delle *ongoing charges* dei fondi italiani risulta superiore a quello dei fondi esteri.

19 Per i fondi esteri distribuiti in Italia il peso delle classi rivolte agli investitori istituzionali è stimabile in circa il 50% in termini di patrimonio collocato, mentre per i fondi italiani le classi rivolte agli istituzionali pesano per circa il 10% delle masse gestite (cfr. Assogestioni, Mappa della distribuzione, stime a fine 2016).

Questa evidenza emerge anche in un recente studio di *Morningstar*²⁰ che esamina i costi dei fondi istituiti in Europa dal 2013 al 2016. Lo studio mostra che le *ongoing charges* dei fondi italiani sono significativamente superiori alla media europea (1,42% contro 1,00% nel 2016). Come sarà meglio evidenziato di seguito, queste differenze dipendono quasi esclusivamente dal maggiore peso delle classi istituzionali nei fondi di diritto estero.

La Tavola 10 mostra, infatti, che considerando sia le classi *retail* che quelle istituzionali, l'indicatore di *ongoing charges* evidenzia una maggiore onerosità dei fondi italiani. Il valore medio ponderato delle *ongoing charges* dei fondi italiani per il 2016 è pari all'1,44%, valore in linea con quello riportato nello studio *Morningstar* e con il "costo di gestione" riportato nella Tavola 2, ma nettamente superiore a quello dei paesi che sono maggiori "esportatori" di fondi, quali Lussemburgo (1,2%) e soprattutto l'Irlanda (0,93%), per i quali è più elevato il peso delle classi istituzionali.

Le maggiori differenze di costo fra i fondi italiani e quelli lussemburghesi e irlandesi sono concentrate nella categoria degli azionari e degli obbligazionari (oltre che dei monetari, ma si tratta di una classe ormai residuale per i fondi italiani; Tavola 11). Comunque, per tutte le categorie di fondi con la sola eccezione dei flessibili, quelli italiani presentano costi superiori a quelli medi complessivi.

La Tavola 12 confronta, invece, le *ongoing charges* limitatamente alle sole classi *retail*. In questo caso, il costo dei fondi italiani risulta complessivamente in linea con quello dei fondi esteri.

I fondi italiani risultano lievemente meno costosi della media con riferimento alle classi dei flessibili e dei bilanciati, mentre sono lievemente più costosi della media europea con riferimento alla categoria dei monetari (per quanto, come detto nel precedente paragrafo, si tratti di una categoria che conta un numero di fondi molto limitato) e degli azionari. Proprio con riferimento a tale categoria, giova ricordare che i dati non considerano le commissioni di *performance*, che per i fondi esteri potrebbero essere più elevate poiché il *framework* regolarmente italiano prevede regole più restrittive rispetto a quelle di altri paesi europei per il computo e il prelievo delle commissioni di *performance*. In prospettiva, l'estensione agli OICR delle nuove modalità di rappresentazione dei costi previste dai KID introdotto con la disciplina dei PRIIPs potrà costituire un fattore di trasparenza su tali profili.

20 Morningstar, *European Fund Expenses Are Decreasing in Percentage. But investors pay more in nominal values*, Agosto 2016.

Tavola 10 – Ongoing charges degli OICR attivi di diritto comunitario distribuiti in Italia per Stato di origine

(valori in % del NAV)

	mediana			media			media ponderata		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
TUTTI I FONDI	1,410	1,370	1,360	1,509	1,471	1,456	1,217	1,198	1,144
Lussemburgo	1,440	1,390	1,370	1,525	1,481	1,464	1,293	1,257	1,203
Italia	1,395	1,356	1,440	1,569	1,568	1,544	1,412	1,480	1,439
Irlanda	1,390	1,350	1,350	1,479	1,453	1,439	0,982	0,969	0,930
Gran Bretagna	1,406	1,200	1,170	1,324	1,291	1,266	1,282	1,261	1,242
Francia	1,200	1,200	1,220	1,299	1,299	1,287	0,837	0,808	0,704
altri Stati	1,370	1,400	1,430	1,392	1,424	1,438	1,486	1,350	1,323

Fonte: elaborazioni su dati Morningstar e Assogestioni.

Tavola 11 – Ongoing charges degli OICR attivi di diritto comunitario distribuiti in Italia per Stato di origine e categoria

(valori in % del NAV)

	mediana			media			media ponderata		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AZIONARI	1,813	1,750	1,700	1,759	1,703	1,668	1,610	1,548	1,497
Lussemburgo	1,850	1,810	1,765	1,775	1,717	1,685	1,615	1,552	1,498
Italia	2,047	2,030	2,025	2,058	1,983	1,982	2,137	2,092	2,038
Irlanda	2,330	2,350	2,330	2,330	3,372	2,434	1,498	1,424	1,433
Gran Bretagna	1,540	1,165	1,135	1,372	1,322	1,306	1,290	1,258	1,251
Francia	1,825	1,882	1,790	1,930	1,916	1,872	1,961	1,974	1,889
altri Stati	1,755	1,810	1,797	1,647	1,723	1,656	1,594	1,446	1,434
BILANCIATI	1,800	1,698	1,680	1,877	1,765	1,718	1,796	1,780	1,705
Lussemburgo	1,800	1,690	1,663	1,866	1,740	1,694	1,764	1,721	1,669
Italia	1,720	1,600	1,600	1,815	1,864	1,678	1,723	1,972	1,689
Irlanda	2,150	2,145	2,020	2,178	2,104	2,038	2,414	2,435	2,391
Gran Bretagna	1,520	1,650	1,650	1,629	1,420	1,385	1,593	1,499	1,479
Francia	1,580	1,620	1,560	1,627	1,623	1,605	1,789	1,805	1,722
altri Stati	1,615	1,845	1,870	1,766	1,814	1,973	1,794	1,657	1,653
OBBLIGAZIONARI	1,140	1,100	1,080	1,178	1,159	1,148	1,046	1,001	0,938
Lussemburgo	1,153	1,100	1,090	1,190	1,164	1,155	1,085	1,017	0,976
Italia	1,070	1,110	1,090	1,054	1,083	1,090	1,130	1,185	1,169
Irlanda	1,130	1,100	1,090	1,197	1,189	1,170	0,987	0,991	0,935
Gran Bretagna	1,267	1,210	1,180	1,222	1,229	1,181	1,278	1,241	1,202
Francia	0,935	0,890	0,930	0,912	0,903	0,906	0,544	0,475	0,379
altri Stati	0,840	0,820	0,760	0,876	0,871	0,852	0,733	0,707	0,608
MONETARI	0,240	0,227	0,250	0,375	0,340	0,339	0,207	0,198	0,190
Lussemburgo	0,260	0,248	0,257	0,421	0,377	0,369	0,229	0,237	0,223
Italia	0,390	0,400	0,400	0,446	0,431	0,423	0,595	0,572	0,519
Irlanda	0,200	0,200	0,200	0,282	0,256	0,272	0,190	0,185	0,192
Francia	0,183	0,130	0,100	0,201	0,168	0,160	0,142	0,109	0,085
altri Stati	0,570	0,420	0,443	0,487	0,443	0,525	0,500	0,435	0,408
FLESSIBILI	1,700	1,650	1,650	1,787	1,733	1,710	1,610	1,605	1,561
Lussemburgo	1,700	1,650	1,650	1,765	1,714	1,696	1,542	1,546	1,514
Italia	1,765	1,680	1,690	1,909	1,827	1,741	1,638	1,635	1,591
Irlanda	1,750	1,690	1,700	1,889	1,837	1,801	1,980	1,872	1,702
Gran Bretagna	1,380	1,090	1,084	1,334	1,263	1,254	1,156	1,342	1,264
Francia	1,005	1,200	1,250	1,130	1,228	1,295	1,363	1,561	1,632
altri Stati	1,320	1,320	1,760	1,320	1,397	2,126	1,267	1,317	1,535

Fonte: elaborazioni su dati Morningstar e Assogestioni.

Segue Tavola 10

	25%(Q1)			75%(Q3)			numero di classi		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
TUTTI I FONDI	0,960	0,930	0,915	1,974	1,935	1,920	19.182	22.319	25.924
Lussemburgo	0,970	0,940	0,920	2,000	1,950	1,930	14.187	16.694	19.063
Italia	1,026	1,030	1,050	2,010	2,019	1,960	818	963	1.245
Irlanda	0,900	0,900	0,890	1,920	1,900	1,880	3.173	3.473	4.261
Gran Bretagna	0,943	0,920	0,910	1,684	1,670	1,655	410	539	617
Francia	0,700	0,700	0,705	1,734	1,720	1,700	406	434	503
altri Stati	0,910	0,950	0,943	1,818	1,880	1,872	188	216	235

Segue Tavola 11

	25%(Q1)			75%(Q3)			numero di classi		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AZIONARI	1,150	1,100	1,070	2,230	2,164	2,140	8.064	9.150	10.457
Lussemburgo	1,161	1,100	1,080	2,270	2,210	2,185	6.162	7.088	8.023
Italia	1,810	1,520	1,533	2,328	2,260	2,313	138	153	164
Irlanda	2,330	2,350	2,330	2,330	4,905	2,380	1.290	1.360	1.651
Gran Bretagna	0,980	0,930	0,920	1,714	1,670	1,670	235	296	344
Francia	1,385	1,340	1,333	2,321	2,330	2,320	138	146	167
altri Stati	1,088	1,155	1,078	2,033	2,005	1,963	101	107	108
BILANCIATI	1,340	1,200	1,190	2,300	2,141	2,110	1.233	1.496	1.820
Lussemburgo	1,350	1,187	1,174	2,270	2,080	2,080	1.006	1.219	1.476
Italia	1,250	1,250	1,298	2,193	2,090	1,960	56	75	108
Irlanda	1,630	1,421	1,375	2,810	2,575	2,603	99	106	136
Gran Bretagna	1,332	0,850	0,849	1,873	1,690	1,675	8	23	24
Francia	0,930	0,920	0,900	2,062	2,050	2,000	43	45	45
altri Stati	1,330	1,395	1,570	2,310	2,100	2,235	21	28	31
OBBLIGAZIONARI	0,750	0,750	0,740	1,510	1,490	1,480	7.486	8.558	9.656
Lussemburgo	0,760	0,750	0,750	1,545	1,507	1,500	5.482	6.341	7.102
Italia	0,750	0,777	0,798	1,303	1,320	1,320	312	335	388
Irlanda	0,760	0,750	0,730	1,500	1,520	1,500	1.345	1.473	1.707
Gran Bretagna	0,868	0,857	0,830	1,498	1,470	1,430	136	176	187
Francia	0,566	,567	0,558	1,200	1,200	1,220	150	161	195
altri Stati	0,470	0,464	0,460	1,150	1,175	1,120	61	72	77
MONETARI	0,150	0,150	0,150	0,450	0,450	0,440	462	506	547
Lussemburgo	0,160	0,170	0,157	0,508	0,475	0,450	303	344	371
Italia	0,318	0,300	0,300	0,578	0,569	0,543	18	19	19
Irlanda	0,150	0,150	0,150	0,300	0,300	0,365	105	107	118
Francia	0,120	0,095	0,072	0,240	0,198	0,172	33	33	34
altri Stati	0,440	0,410	0,393	0,575	0,465	0,490	3	3	5
FLESSIBILI	1,170	1,150	1,140	2,300	2,200	2,170	1.937	2.609	3.444
Lussemburgo	1,140	1,121	1,095	2,322	2,200	2,173	1.234	1.702	2.091
Italia	1,320	1,250	1,263	2,260	2,160	2,030	294	381	566
Irlanda	1,380	1,225	1,200	2,380	2,300	2,350	334	427	649
Gran Bretagna	0,985	0,940	0,905	1,628	1,509	1,650	31	44	62
Francia	0,575	0,734	0,780	1,473	1,570	1,758	42	49	62
altri Stati	1,240	1,208	1,265	1,400	1,605	2,585	2	6	14

Tavola 12 – Ongoing charges delle classi *retail* degli OICR attivi di diritto comunitario distribuiti in Italia per Stato di origine e categoria

(valori in % del NAV)	mediana			media			media ponderata		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AZIONARI	2,058	2,030	1,995	2,151	2,109	2,057	1,955	1,911	1,874
Lussemburgo	2,080	2,060	2,020	2,170	2,132	2,085	1,957	1,916	1,865
Italia	2,049	2,070	2,105	2,063	2,051	2,058	2,137	2,095	2,044
Irlanda	2,035	2,007	1,940	2,142	2,091	1,993	2,084	1,893	2,016
Gran Bretagna	1,710	1,670	1,660	1,734	1,551	1,557	1,777	1,805	1,721
Francia	2,150	2,150	2,140	2,103	2,061	2,026	2,082	2,122	2,056
altri Stati	1,850	1,905	1,867	1,965	2,052	1,968	1,575	1,519	1,520
BILANCIATI	1,965	1,870	1,850	2,088	1,998	1,948	1,894	1,878	1,800
Lussemburgo	1,955	1,860	1,850	2,094	1,989	1,946	1,900	1,849	1,796
Italia	1,720	1,605	1,610	1,815	1,876	1,685	1,723	1,972	1,689
Irlanda	2,580	2,548	2,455	2,509	2,521	2,399	2,689	2,640	2,616
Gran Bretagna	1,697	1,690	1,670	1,786	1,791	1,779	1,621	1,633	1,625
Francia	1,730	1,635	1,580	1,751	1,675	1,642	1,793	1,820	1,726
altri Stati	1,555	1,958	1,953	1,812	1,925	2,084	1,634	1,673	1,657
OBBLIGAZIONARI	1,400	1,390	1,380	1,421	1,406	1,391	1,228	1,186	1,150
Lussemburgo	1,433	1,410	1,400	1,471	1,447	1,431	1,356	1,304	1,267
Italia	1,080	1,125	1,110	1,064	1,100	1,103	1,136	1,190	1,172
Irlanda	1,400	1,390	1,395	1,426	1,406	1,395	1,130	1,110	1,042
Gran Bretagna	1,471	1,430	1,430	1,506	1,479	1,467	1,454	1,410	1,405
Francia	1,010	0,980	1,000	1,016	1,020	1,039	0,553	0,471	0,532
altri Stati	1,053	1,100	1,050	1,069	1,105	1,068	0,941	0,929	0,863
MONETARI	0,400	0,400	0,410	0,543	0,497	0,496	0,338	0,319	0,347
Lussemburgo	0,400	0,410	0,410	0,554	0,510	0,501	0,393	0,383	0,370
Italia	0,390	0,400	0,405	0,446	0,445	0,437	0,595	0,572	0,519
Irlanda	0,780	0,500	0,540	0,725	0,584	0,630	0,705	0,486	0,558
Francia	0,177	0,134	0,130	0,222	0,163	0,185	0,151	0,133	0,123
altri Stati	0,575	0,465	0,467	0,575	0,465	0,564	0,577	0,456	0,425
FLESSIBILI	1,900	1,880	1,844	2,034	1,990	1,924	1,817	1,800	1,740
Lussemburgo	1,970	1,910	1,890	2,068	2,017	1,968	1,955	1,884	1,832
Italia	1,800	1,715	1,720	1,924	1,844	1,758	1,638	1,636	1,592
Irlanda	2,180	2,250	2,185	2,247	2,305	2,141	2,366	2,386	2,194
Gran Bretagna	1,876	1,940	1,910	1,772	1,797	1,711	1,562	1,839	1,815
Francia	1,055	1,270	1,410	1,226	1,351	1,462	1,292	1,572	1,685
altri Stati	1,480	1,670	2,285	1,480	1,837	2,578	1,480	1,424	1,637

Fonte: elaborazioni su dati Morningstar e Assogestioni.

	25%(Q1)			75%(Q3)			numero di classi		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AZIONARI	1,835	1,810	1,740	2,520	2,500	2,445	4.472	4.899	5.613
Lussemburgo	1,860	1,850	1,800	2,550	2,520	2,485	3.635	3.986	4.493
Italia	1,840	1,923	1,905	2,335	2,303	2,350	135	140	146
Irlanda	1,720	1,690	1,605	2,500	2,500	2,363	508	561	711
Gran Bretagna	1,676	1,620	1,620	1,758	1,710	1,690	58	59	90
Francia	1,731	1,580	1,565	2,490	2,460	2,390	76	89	108
altri Stati	1,760	1,808	1,798	2,190	2,210	2,200	60	64	65
BILANCIATI	1,657	1,610	1,568	2,430	2,270	2,247	825	942	1.175
Lussemburgo	1,670	1,650	1,598	2,400	2,250	2,230	656	738	908
Italia	1,250	1,275	1,310	2,193	2,100	1,960	56	74	107
Irlanda	2,094	2,100	1,960	2,900	2,975	2,770	63	60	86
Gran Bretagna	1,520	1,670	1,650	1,873	2,005	2,005	6	14	14
Francia	1,365	1,313	1,305	2,076	2,005	2,000	30	32	32
altri Stati	1,358	1,440	1,629	2,248	2,170	2,343	14	24	28
OBBLIGAZIONARI	1,070	1,050	1,040	1,750	1,745	1,720	4.046	4.514	5.125
Lussemburgo	1,140	1,100	1,085	1,800	1,770	1,750	2.926	3.287	3.710
Italia	0,755	0,798	0,810	1,310	1,320	1,330	303	324	376
Irlanda	1,040	1,045	1,010	1,790	1,790	1,750	620	675	789
Gran Bretagna	1,430	1,215	1,210	1,672	1,690	1,680	65	86	84
Francia	0,814	0,813	0,828	1,253	1,350	1,317	91	97	117
altri Stati	0,800	0,810	0,760	1,340	1,410	1,395	41	45	49
MONETARI	0,220	0,199	0,250	0,680	0,600	0,588	217	219	231
Lussemburgo	0,220	0,199	0,240	0,650	0,600	0,581	176	179	187
Italia	0,318	0,318	0,310	0,578	0,582	0,554	18	18	18
Irlanda	0,530	0,380	0,405	0,840	0,820	0,865	13	13	15
Francia	0,140	0,120	0,110	0,240	0,187	0,171	8	7	7
altri Stati	0,573	0,443	0,431	0,578	0,488	0,600	2	2	4
FLESSIBILI	1,450	1,420	1,400	2,478	2,399	2,360	1.056	1.394	1.938
Lussemburgo	1,500	1,490	1,450	2,470	2,400	2,400	619	835	1.083
Italia	1,340	1,268	1,290	2,295	2,193	2,030	285	366	544
Irlanda	1,640	1,693	1,585	2,900	2,880	2,720	123	152	250
Gran Bretagna	1,558	1,507	1,385	1,906	1,990	1,920	10	12	14
Francia	0,824	0,945	1,083	1,500	1,585	1,800	18	26	38
altri Stati	1,480	1,540	1,635	1,480	2,050	2,885	1	3	9

6 Conclusioni

Il presente lavoro analizza la struttura e l'evoluzione del costo dei fondi comuni aperti italiani nel periodo 2012-2016. In via preliminare, il lavoro mostra come una quota molto elevata dei costi vada a remunerare l'attività distributiva. In particolare, circa il 70% delle commissioni riconosciute alle società di gestione del risparmio è assorbito dai costi di distribuzione. È verosimile che la nuova disciplina introdotta dalla MiFID2, che reca disposizioni più restrittive in materia di incentivi, possa determinare una revisione degli attuali modelli distributivi e commissionali. Lo studio analizza poi in dettaglio i costi dei fondi, distinguendo fra i costi di gestione (ossia i costi che gravano sul patrimonio del fondo, quali le commissioni di gestione e di *performance*) e i costi di ingresso e uscita, che invece gravano sul sottoscrittore. L'incidenza dei costi di gestione sul patrimonio dei fondi è rimasta complessivamente stabile attorno all'1,4%, ma il peso sugli utili prodotti dai fondi è cresciuto notevolmente, passando dal 16 al 51%. Nel 2016, per alcune categorie di fondi, i costi di gestione sono risultati superiori all'utile e il rendimento dei fondi è stato quindi negativo (in particolare per i fondi alternativi e per quelli monetari, sebbene questi ultimi rappresentino ormai una categoria residuale). I costi di ingresso sono cresciuti notevolmente, passando dallo 0,7 all'1,5%, mentre i costi di uscita si sono progressivamente ridotti fino a divenire del tutto residuali (0,05%). La maggiore incidenza delle commissioni sui rendimenti dei fondi è da contestualizzarsi alla luce dell'andamento negativo dei mercati azionari che ha caratterizzato buona parte del periodo analizzato e della forte riduzione dei tassi di interesse, fenomeni che hanno determinato anche una modifica nella composizione delle masse gestite. Dal 2012 al 2016, infatti, si è assistito ad una riduzione del peso dei fondi obbligazionari e monetari a vantaggio dei fondi flessibili (che pesano per il 41% del patrimonio gestito a fine 2016), che hanno obiettivi di rendimento più elevati (a fronte del maggior rischio assunto). I fondi flessibili, peraltro, presentano costi di gestione in linea con la media di settore ma commissioni di ingresso molto più elevate, soprattutto quando si tratta di "fondi di fondi" o "fondi a scadenza predefinita". I prodotti più rischiosi, invece, quali i fondi azionari e alternativi, hanno costi di gestione più elevati ma costi di ingresso molto più contenuti della media (soprattutto gli alternativi). Il lavoro confronta, infine, i costi dei fondi di diritto italiano con quelli dei fondi di diritto estero collocati in Italia utilizzando l'indicatore sintetico di costo presente nel KIID introdotto con la disciplina UCITS (cosiddetto *ongoing charges*), che, tuttavia, non include le commissioni di *performance* e le commissioni di ingresso e di uscita. In base a tale indicatore, nel periodo 2014-2016 il costo delle classi *retail* dei fondi italiani risulta in linea con la media europea.

Bibliografia

CESR, *CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document*, dicembre 2009

Il Sole 24 Ore, "Per i fondi arriva la tassa sul realizzato", 17.6.2011

Mediobanca, Dati di 1179 Fondi e SICAV italiani (1984-2016). Indagine annuale su fondi e SICAV di diritto italiano, luglio 2017 (http://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/fo_dati_indici_2016.pdf)

G. Albareto et al., Il costo totale dell'investimento in fondi comuni, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, settembre 2017

A. Baglioni e A. Foà, Fondi comuni: la commissione c'è, ma non si vede, *La Voce*, 28.6.2016

Morningstar, *European Fund Expenses Are Decreasing in Percentage. But investors pay more in nominal values*, agosto 2016

Appendice

Tavola A1- Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi di fondi
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,210	1,222	1,039	0,930	1,033
Commissioni di incentivo*	0,093	0,118	0,098	0,058	0,012
Commissione unica*	0,016	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,000	0,009	0,012	0,134
Commissioni alla banca depositaria*	0,074	0,075	0,065	0,062	0,072
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,038	0,028	0,035	0,090	0,024
Altri oneri*	0,055	0,044	0,046	0,066	0,101
Costi di gestione*	1,487	1,487	1,291	1,218	1,375
Q1*	1,436	1,264	1,053	1,090	1,256
Mediana*	1,961	1,811	1,595	1,567	1,581
Q3*	2,440	2,608	2,205	2,190	2,140
Utile al lordo dei costi di gestione*	7,380	5,939	5,493	1,883	1,819
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	20,156	25,050	23,496	64,719	75,609
Utile al netto dei costi di gestione*	5,892	4,450	4,202	0,664	0,444
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,021	0,010	0,005	0,001	-0,002
Costo di ingresso**	0,981	1,105	1,443	2,044	1,903
Costo di uscita**	0,011	0,035	0,032	0,063	0,103
Costo di switch**	0,086	0,007	0,006	0,006	0,002
<i>Per memoria – n. fondi</i>	219	192	193	217	283
<i>Per memoria – n. classi</i>	297	277	284	327	396

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola A.2 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi di fondi obbligazionari
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,924	0,846	1,399	1,173	1,374
Commissioni di incentivo*	0,184	0,000	0,001	0,004	0,019
Commissione unica*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Commissioni alla banca depositaria*	0,073	0,050	0,065	0,053	0,063
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,015	0,010	0,004	0,001	0,000
Altri oneri*	0,006	0,005	0,006	0,011	0,026
Costi di gestione*	1,202	0,910	1,475	1,241	1,482
Q1*	0,693	0,793	0,615	0,914	0,939
Mediana*	0,988	0,877	1,088	1,195	1,034
Q3*	1,387	0,922	1,382	1,355	1,561
Utile al lordo dei costi di gestione*	9,251	-2,500	8,686	2,107	4,086
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	12,989	-36,422	16,975	58,918	36,270
Utile al netto dei costi di gestione*	8,049	-3,410	7,212	0,865	2,604
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000
Costo di ingresso**	0,177	1,152	1,180	1,169	1,504
Costo di uscita**	0,005	0,224	0,088	0,034	0,027
Costo di switch**	0,432	0,000	0,005	0,019	0,016
<i>Per memoria – n. fondi</i>	<i>7</i>	<i>9</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>15</i>
<i>Per memoria – n. classi</i>	<i>10</i>	<i>21</i>	<i>23</i>	<i>28</i>	<i>33</i>

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola A.3 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi di fondi flessibili
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,071	1,074	0,843	0,823	0,929
Commissioni di incentivo*	0,138	0,121	0,152	0,030	0,008
Commissione unica*	0,038	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,000	0,007	0,186
Commissioni alla banca depositaria*	0,057	0,059	0,049	0,056	0,068
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,052	0,028	0,045	0,132	0,030
Altri oneri*	0,012	0,015	0,044	0,074	0,128
Costi di gestione*	1,368	1,297	1,133	1,122	1,350
Q1*	1,363	1,128	0,769	0,818	1,305
Mediana*	1,690	1,447	1,355	1,326	1,655
Q3*	2,130	1,882	2,019	1,785	2,211
Utile al lordo dei costi di gestione*	6,743	3,298	4,272	0,718	1,399
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	20,286	39,330	26,531	156,309	96,492
Utile al netto dei costi di gestione*	5,375	2,001	3,138	-0,404	0,049
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,004	0,004	0,003	0,001	-0,002
Costo di ingresso**	1,380	1,284	1,537	2,184	2,072
Costo di uscita**	0,010	0,020	0,020	0,092	0,144
Costo di switch**	0,002	0,008	0,006	0,006	0,002
<i>Per memoria – n. fondi</i>	<i>64</i>	<i>70</i>	<i>84</i>	<i>118</i>	<i>188</i>
<i>Per memoria – n. classi</i>	<i>81</i>	<i>94</i>	<i>113</i>	<i>157</i>	<i>225</i>

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola B.1 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi *target*
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,990	0,991	0,958	0,968	0,972
Commissioni di incentivo*	0,143	0,144	0,133	0,146	0,043
Commissione unica*	0,067	0,023	0,028	0,018	0,014
Altre commissioni alla SGR*	0,002	0,019	0,032	0,045	0,086
Commissioni alla banca depositaria*	0,080	0,081	0,082	0,079	0,078
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,070	0,078	0,098	0,117	0,076
Altri oneri*	0,025	0,029	0,052	0,065	0,077
Costi di gestione*	1,377	1,364	1,384	1,438	1,347
Q1*	1,045	0,935	0,972	1,030	0,995
Mediana*	1,707	1,506	1,547	1,529	1,454
Q3*	2,559	2,420	2,423	2,364	1,960
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,922	5,516	5,541	3,316	2,903
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	15,457	24,797	25,038	43,542	46,633
Utile al netto dei costi di gestione*	7,532	4,137	4,143	1,864	1,542
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,020	0,008	0,005	0,001	-0,002
Costo di ingresso**	0,563	1,106	1,226	1,267	1,249
Costo di uscita**	0,122	0,188	0,136	0,084	0,033
Costo di switch**	0,073	0,008	0,011	0,007	0,009
<i>Per memoria – n. fondi</i>	626	657	690	731	813
<i>Per memoria – n. classi</i>	761	820	871	948	1.132

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e *switch*.

Tavola B.2 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi *target* obbligazionari
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,872	0,855	0,855	0,814	0,875
Commissioni di incentivo*	0,115	0,055	0,076	0,025	0,036
Commissione unica*	0,030	0,011	0,010	0,018	0,013
Altre commissioni alla SGR*	0,003	0,021	0,024	0,023	0,033
Commissioni alla banca depositaria*	0,080	0,081	0,086	0,076	0,079
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,010	0,013	0,014	0,015	0,012
Altri oneri*	0,012	0,034	0,078	0,086	0,088
Costi di gestione*	1,121	1,070	1,144	1,057	1,136
Q1*	0,798	0,707	0,880	0,846	0,803
Mediana*	1,115	1,109	1,165	1,186	1,183
Q3*	1,422	1,449	1,475	1,499	1,489
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,762	3,271	5,668	2,186	3,186
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	12,796	32,727	20,195	48,456	35,722
Utile al netto dei costi di gestione*	7,640	2,200	4,519	1,124	2,044
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,005	0,004	0,003	0,000	-0,001
Costo di ingresso**	0,424	0,699	0,641	0,903	0,664
Costo di uscita**	0,108	0,185	0,069	0,042	0,023
Costo di switch**	0,047	0,005	0,011	0,006	0,004
<i>Per memoria – n. fondi</i>	220	253	258	262	278
<i>Per memoria – n. classi</i>	289	341	355	371	408

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e *switch*.

Tavola B.3 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi *target* flessibili
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,910	0,915	0,842	0,919	0,899
Commissioni di incentivo*	0,253	0,301	0,248	0,260	0,049
Commissione unica*	0,261	0,076	0,059	0,015	0,013
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,033	0,055	0,080	0,181
Commissioni alla banca depositaria*	0,059	0,059	0,063	0,070	0,070
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,122	0,153	0,186	0,212	0,110
Altri oneri*	0,070	0,021	0,024	0,031	0,058
Costi di gestione*	1,675	1,557	1,477	1,587	1,379
Q1*	1,342	0,992	0,966	1,123	1,104
Mediana*	1,989	1,821	2,062	1,811	1,571
Q3*	3,070	2,739	2,706	2,719	2,077
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,136	5,682	4,040	2,486	2,283
Peso dei costi di gestione sull'utile lordo	20,623	27,468	36,663	64,173	60,948
Utile al netto dei costi di gestione*	6,447	4,112	2,552	0,886	0,884
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,042	0,010	0,005	0,001	-0,003
Costo di ingresso**	1,926	2,270	1,838	1,903	2,473
Costo di uscita**	0,416	0,555	0,415	0,149	0,052
Costo di switch**	0,064	0,019	0,017	0,010	0,020
<i>Per memoria – n. fondi</i>	200	226	259	295	349
<i>Per memoria – n. classi</i>	220	248	291	340	444

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e *switch*.

Tavola C.1 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi a scadenza predefinita

(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,787	0,569	0,630	0,747	0,762
Commissioni di incentivo*	0,738	0,095	0,217	0,131	0,021
Commissione unica*	0,172	0,215	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,062	0,097	0,252
Commissioni alla banca depositaria*	0,063	0,052	0,066	0,079	0,081
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,002	0,025	0,139	0,189	0,056
Altri oneri*	0,005	0,009	0,116	0,120	0,150
Costi di gestione*	1,768	0,965	1,230	1,362	1,321
Q1*	1,015	0,059	1,329	0,766	0,768
Mediana*	1,828	0,155	1,805	1,190	1,307
Q3*	2,423	0,480	2,884	1,672	1,738
Utile al lordo dei costi di gestione*	12,377	4,207	4,475	2,231	1,841
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	14,284	22,947	27,532	61,305	72,216
Utile al netto dei costi di gestione*	10,609	3,242	3,245	0,869	0,520
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,002	0,002	0,004	0,001	-0,003
Costo di ingresso**	0,761	3,315	2,012	2,588	2,031
Costo di uscita**	2,182	3,867	0,569	0,283	0,149
Costo di switch**	0,052	0,033	0,009	0,005	0,011
<i>Per memoria – n. fondi</i>	15	42	221	317	407
<i>Per memoria – n. classi</i>	15	43	234	339	460

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola C.2 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi obbligazionari a scadenza predefinita

(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,893	0,917	0,524	0,586	0,569
Commissioni di incentivo*	0,902	0,161	0,206	-0,029	0,023
Commissione unica*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,048	0,077	0,123
Commissioni alla banca depositaria*	0,074	0,082	0,089	0,100	0,098
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,003	0,003	0,019	0,014	0,008
Altri oneri*	0,004	0,011	0,291	0,294	0,278
Costi di gestione*	1,876	1,173	1,176	1,043	1,099
Q1*	1,144	0,218	0,812	0,872	0,765
Mediana*	1,671	1,209	1,206	1,223	1,299
Q3*	2,130	1,655	1,466	1,454	1,543
Utile al lordo dei costi di gestione*	13,705	5,107	6,152	2,202	3,159
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	13,686	22,973	19,127	47,412	34,843
Utile al netto dei costi di gestione*	11,829	3,934	4,973	1,156	2,056
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,000	0,000	0,004	0,001	-0,002
Costo di ingresso**	0,718	4,039	1,071	2,141	0,419
Costo di uscita**	2,425	3,637	0,656	0,238	0,117
Costo di switch**	0,049	0,027	0,025	0,012	0,009
<i>Per memoria – n. fondi</i>	8	12	78	92	106
<i>Per memoria – n. classi</i>	8	13	88	106	129

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola C.3 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi flessibili a scadenza predefinita
(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,424	0,144	0,708	0,804	0,825
Commissioni di incentivo*	0,177	0,014	0,240	0,184	0,012
Commissione unica*	0,763	0,508	0,000	0,000	0,000
Altre commissioni alla SGR*	0,000	0,000	0,061	0,096	0,297
Commissioni alla banca depositaria*	0,025	0,014	0,055	0,069	0,074
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,000	0,045	0,204	0,259	0,075
Altri oneri*	0,009	0,007	0,030	0,052	0,100
Costi di gestione*	1,398	0,732	1,298	1,464	1,383
Q1*	1,147	0,101	0,464	0,954	1,255
Mediana*	1,558	0,269	1,721	1,525	1,593
Q3*	2,536	1,619	2,473	2,320	2,066
Utile al lordo dei costi di gestione*	7,821	3,109	3,634	1,889	1,458
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	17,880	23,542	35,786	77,908	95,739
Utile al netto dei costi di gestione*	6,423	2,377	2,329	0,415	0,062
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,005	0,004	0,004	0,001	-0,003
Costo di ingresso**	1,801	2,951	2,143	2,602	2,673
Costo di uscita**	1,012	4,780	0,358	0,177	0,139
Costo di switch**	0,463	0,037	0,006	0,005	0,012
<i>Per memoria – n. fondi</i>	7	28	128	203	271
<i>Per memoria – n. classi</i>	7	28	131	211	301

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola D.1 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi non a scadenza predefinita

(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	1,016	1,031	0,957	1,082	1,155
Commissioni di incentivo*	0,124	0,143	0,081	0,131	0,048
Commissione unica*	0,059	0,014	0,029	0,023	0,018
Altre commissioni alla SGR*	0,002	0,017	0,014	0,01	0,01
Commissioni alla banca depositaria*	0,079	0,081	0,074	0,075	0,077
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,067	0,074	0,062	0,075	0,073
Altri oneri*	0,029	0,031	0,023	0,039	0,046
Costi di gestione*	1,376	1,392	1,241	1,435	1,428
Q1*	1,134	1,028	1,061	1,077	1,085
Mediana*	1,798	1,610	1,684	1,664	1,526
Q3*	2,541	2,548	2,453	2,481	2,098
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,621	5,612	5,174	3,513	3,276
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	15,985	24,867	24,049	41,009	43,763
Utile al netto dei costi di gestione*	7,233	4,207	3,919	2,065	1,835
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,02	0,008	0,005	0,001	-0,001
Costo di ingresso**	0,576	0,986	0,694	0,83	1,014
Costo di uscita**	0,080	0,077	0,083	0,031	0,016
Costo di switch**	0,075	0,007	0,01	0,007	0,004
<i>Per memoria – n. fondi</i>	<i>718</i>	<i>724</i>	<i>594</i>	<i>559</i>	<i>553</i>
<i>Per memoria – n. classi</i>	<i>890</i>	<i>958</i>	<i>847</i>	<i>862</i>	<i>902</i>

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola D.2 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi obbligazionari non a scadenza predefinita

(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,870	0,854	0,844	0,904	1,012
Commissioni di incentivo*	0,089	0,050	0,033	0,037	0,038
Commissione unica*	0,031	0,011	0,011	0,022	0,016
Altre commissioni alla SGR*	0,003	0,021	0,015	0,007	0,005
Commissioni alla banca depositaria*	0,080	0,081	0,074	0,068	0,073
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,010	0,015	0,011	0,014	0,012
Altri oneri*	0,012	0,034	0,015	0,025	0,029
Costi di gestione*	1,095	1,065	1,002	1,078	1,184
Q1*	0,788	0,736	0,861	0,807	0,892
Mediana*	1,113	1,097	1,099	1,165	1,131
Q3*	1,394	1,426	1,492	1,522	1,445
Utile al lordo dei costi di gestione*	8,590	3,086	4,948	2,181	3,294
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	12,752	34,536	20,262	49,561	36,023
Utile al netto dei costi di gestione*	7,494	2,019	3,942	1,097	2,103
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,005	0,004	0,003	0,000	-0,001
Costo di ingresso**	0,387	0,598	0,565	0,768	0,813
Costo di uscita**	0,043	0,033	0,014	0,011	0,009
Costo di switch**	0,049	0,005	0,008	0,005	0,004
<i>Per memoria – n. fondi</i>	<i>207</i>	<i>251</i>	<i>184</i>	<i>172</i>	<i>169</i>
<i>Per memoria – n. classi</i>	<i>258</i>	<i>332</i>	<i>269</i>	<i>265</i>	<i>268</i>

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Tavola D.3 – Costo dei fondi aperti di diritto italiano – fondi flessibili non a scadenza predefinita

(valori percentuali)

	2012	2013	2014	2015	2016
Commissioni di gestione*	0,944	0,992	0,739	1,033	1,154
Commissioni di incentivo*	0,219	0,281	0,163	0,215	0,077
Commissione unica*	0,186	0,037	0,072	0,026	0,024
Altre commissioni alla SGR*	0,001	0,028	0,019	0,013	0,02
Commissioni alla banca depositaria*	0,058	0,061	0,049	0,064	0,071
Commissioni a negozianti e altri intermediari *	0,104	0,134	0,083	0,103	0,107
Altri oneri*	0,055	0,02	0,02	0,032	0,06
Costi di gestione*	1,566	1,553	1,146	1,487	1,513
Q1*	1,347	1,152	1,223	1,158	1,145
Mediana*	1,908	1,744	1,812	1,770	1,552
Q3*	2,858	2,691	2,669	2,513	2,254
Utile al lordo dei costi di gestione*	7,607	5,349	3,43	2,177	3,094
Peso dei costi gestione sull'utile lordo	20,611	29,087	33,484	68,582	49,13
Utile al netto dei costi di gestione*	6,031	3,786	2,276	0,681	1,567
Costo opportunità del credito d'imposta*	0,032	0,009	0,005	0,001	-0,002
Costo di ingresso**	1,818	2,052	1,046	1,026	1,868
Costo di uscita**	0,288	0,308	0,329	0,105	0,039
Costo di switch**	0,044	0,013	0,02	0,014	0,005
<i>Per memoria – n. fondi</i>	<i>205</i>	<i>206</i>	<i>170</i>	<i>163</i>	<i>180</i>
<i>Per memoria – n. classi</i>	<i>206</i>	<i>209</i>	<i>196</i>	<i>199</i>	<i>227</i>

Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni. * Valori in percentuale del NAV medio. ** In percentuale dei flussi di sottoscrizione, rimborso e switch.

Recenti pubblicazioni

- 8** – gennaio 2018
Discussion papers
Il costo dei fondi comuni in Italia.
Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza
Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici
The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza
Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici
Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza
Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers
Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici
Autorità Indipendenti e anticorruzione
Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici
I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri

- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.*
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.*
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.*
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici *Il controllo societario nel Testo unico della finanza.*
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza *Financial disclosure, risk perception and investment choices.*
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.*
Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza *Proxy advisors and shareholder engagement.*
Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza *The impact of high-frequency trading on volatility.*
Evidence from the Italian market
V. Caivano