



Per i gestori dei fondi bonus facili solo all'estero

Il prelievo più agevole delle commissioni di performance spinge le società di gestione a espatriare i risparmi

diverse variabili da tenere sotto osservazione ed evitare (o almeno essere consci) di pagare un premio al gestore anche quando la sua attività non esprime valore aggiunto.

L'OCCHIO DEI REGULATOR

Banca d'Italia, con magnanimità, non vieta alle Sgr italiane di prelevare commissioni di incentivo anche quando la *performance* è negativa. Ci aveva pensato nel 2001, salvo poi fare marcia indietro nel 2005 quando ha dettato precisi criteri per definire il compenso aggiuntivo da riconoscere ai gestori dei fondi comuni di diritto italiano: ci deve essere un parametro di riferimento coerente con la politica d'investimento del fondo; il prelievo è consentito solo su base annuale in modo da avere un periodo di confronto sufficientemente ampio. Se la periodicità del prelievo è inferiore all'anno, la Sgr deve utilizzare il meccanismo dell'*high watermark* relativo, in base al quale la provvigione di incentivo può essere applicata solo se la differenza tra la *performance* del fondo e quella dell'indice di riferimento è superiore a tutte quelle che sono state realizzate in passato. Altrimenti, se il regolamento del fondo non prevede un obiettivo di rendimento, la provvigione variabile può essere calcolata solo se il valore della quota è superiore a quello più elevato mai raggiunto in precedenza (*high watermark* assoluto). In ogni caso deve essere indicato un tetto massimo alle commissioni.

Sono regole più stringenti per il prelievo delle commissioni d'incentivo, che non devono però essere rispettate dai fondi di diritto estero commercializzati in Italia. Così, per dribblare i paletti di Banca d'Italia, ai gestori è sufficiente domiciliare i loro fondi in Lussemburgo e Irlanda, dove sono più liberi di prelevare le commissioni di *performance*.

Pagine a cura di
Gianfranco Ursino

■ Nessuno lavora gratis, ci mancherebbe. Ma pagare un premio al gestore di un fondo può apparire esagerato per chi ha visto il valore dei propri risparmi ridursi nel corso degli ultimi anni. Molti sottoscrittori di fondi comuni sono stati costretti (spesso a loro insaputa) a riconoscere la ricompensa nonostante le perdite archiviate con il loro investimento.

L'ORIGINE DEL PROBLEMA

Oltre alle commissioni fisse di gestione, molti fondi comuni (non tutti) prevedono commissioni di incentivo variabili che, se non debitamente progettate, possono indurre a comportamenti opportunistici da parte dei gestori. Forme di remunerazioni aggiuntive che non sono di per sé riprovevoli: dipende da come vengono applicate e occorre verificare se – sommate con le commissioni di gestione – diano luogo a oneri fuori luogo ed esorbitanti. In ogni caso, è importante leggere nei prospetti i meccanismi di applicazione di queste commissioni, che sono i più disparati.

IL VADEMECUM

Con l'aiuto di un corposo studio condotto dalla società di consulenza NoRisk, Plus24 vuole accendere un riflettore sul tema delle provvigioni di incentivo per aiutare i lettori a districarsi tra le



LA FUGA OLTRE CONFINE

Il calmiera al prelievo delle commissioni d'incentivo imposto negli anni dai *regulator* italiani ha quindi incentivato i principali gruppi di *asset management* a trasferirsi all'estero. Come emerge dall'analisi pubblicata a pagina 6, dal 2005 più di 25 miliardi sono stati dirottati su fondi lussemburghesi e irlandesi gestiti da case d'investimento di matrice italiana. Con contestuale svuotamento dei fondi tricolore.

Un trend che non è destinato a cessare, almeno fino a quando in sede comunitaria le autorità competenti non si decideranno a livellare il terreno di gioco ed evitare arbitraggi regolamentari che penalizzano alcuni Paesi a vantaggio di altri.

gianfranco.ursino@ilsole24ore.com

@g_ursino

LE DOMANDE ESSENZIALI DA PORRE AI COLLOCATORI

- Come viene calcolata la overperformance? È previsto un parametro di riferimento coerente con il profilo rischio/rendimento del fondo?
- Quali condizioni sono poste all'overperformance? L'addebito scatta anche in caso di rendimento del fondo negativo?
- Come si pone rispetto ai concorrenti l'aliquota prelevata dalla Sgr sull'extraperformance?
- Il periodo di calcolo della performance fee è abbastanza ampio o è inferiore ai 12 mesi?
- È previsto l'high watermark assoluto o relativo?
- È presente un limite all'ammontare massimo delle commissioni di performance?

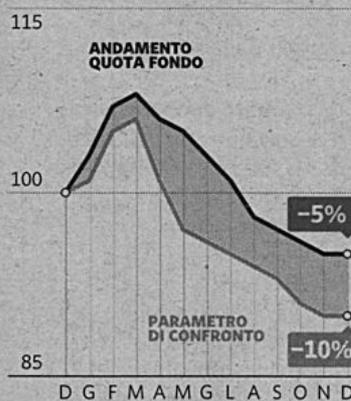


Gli elementi per valutare l'equità della commissione d'incentivo...

1

Extra rendimento

Il compenso del gestore può essere determinato da una quota percentuale (es. 20%) dell'overperformance del fondo rispetto a un parametro di riferimento. Alcuni fondi calcolano la differenza sull'**incremento** del fondo rispetto a quello del parametro di riferimento. Altri invece sulla semplice **variazione**. In quest'ultimo caso il premio può scattare anche se nel periodo di riferimento il fondo ha registrato una perdita. Come nel caso illustrato sotto, dove il fondo ha perso il 5% e l'indice di confronto il 10%



2

Parametro di riferimento

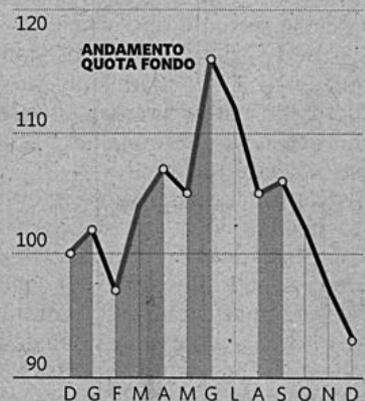
È un indice/obiettivo di rendimento utilizzato come termine di paragone per valutare l'operato del gestore e rappresenta l'asticella da superare per assegnare il premio. L'indice prescelto deve essere coerente con il focus d'investimento del fondo: un azionario Italia, per esempio, dovrebbe essere confrontato con un indice borsistico di Piazza Affari e non, come spesso accade, con il tasso interbancario Euribor. In alcuni casi non è previsto neanche un indice di confronto e la commissione è calcolata sulla semplice performance del fondo



3

Orizzonte temporale

Più è ravvicinata la periodicità di calcolo, tanto maggiore sarà la possibilità per il gestore di incassare un premio. Per Banca d'Italia la cadenza del prelievo nei fondi di diritto italiano non può essere inferiore a un anno. Ma se le provvigioni sono calcolate con cadenza mensile, il prelievo scatta tutti i mesi in cui il fondo registra un risultato positivo (o superiore al benchmark) anche se poi chiude l'anno in rosso. L'alta frequenza del prelievo moltiplica le occasioni di pagamento e l'entità del premio è più influenzata dalla volatilità dei mercati che dalla bravura del gestore

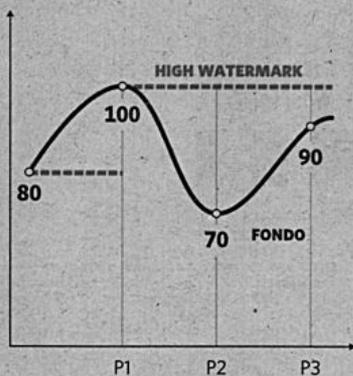




1

High watermark relativo

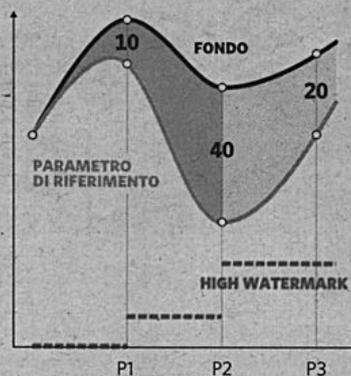
La provvigione di incentivo è calcolata solo quando il valore della quota sia superiore al valore dell'indice cui si intende fare riferimento (o all'obiettivo di rendimento) e la differenza rispetto al parametro di confronto prescelto sia maggiore di quella mai realizzata in precedenza. Nell'esempio sotto riportato l'incentivo è prelevato alla fine del 1° e del 2° periodo sulla differenza di 10 e 30, ma non al 3° perché non viene superata l'asticella del delta pari a 40. Questa modalità di calcolo e allineata ai dettami di Bankitalia, ma non impedisce al gestore di intascare l'incentivo anche in presenza di una perdita



2

High watermark assoluto

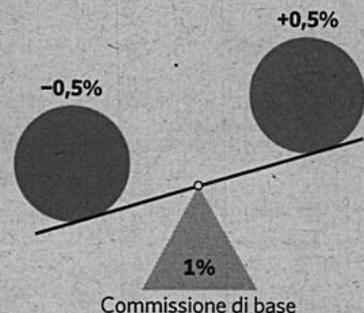
L'incentivo può essere prelevato solo se il valore della quota sia aumentato e il valore raggiunto sia superiore a quello più elevato mai raggiunto in precedenza (nell'esempio sotto riportato fino a quando non supera il valore 100). Niente bonus al gestore, quindi, fino a quando non ha recuperato le perdite pregresse. Ma attenzione al reset periodico: se è previsto un azzeramento dell'high watermark annuale, ogni 12 mesi vengono cancellate le perdite passate per ripartire da zero: una perdita del 10% nel 2012, ad esempio, non impedirebbe alla Sgr che guadagna il 5% nel 2013 di incamerare la provvigione



3

Commissione a fulcro

Se il fondo ottiene una performance superiore rispetto a un coerente parametro di riferimento, il gestore del fondo incasserà la commissione di base e quella di incentivo. Al contrario in caso di sottoperformance la commissione di base si ridurrà anche fino ad azzerarsi e il gestore sarà penalizzato per il mancato raggiungimento dell'obiettivo di generare valore. Con questo meccanismo l'extra remunerazione potrebbe veramente essere definita d'incentivo e capace di allineare gli interessi dei gestori e dei sottoscrittori del fondo





...e i casi più eclatanti

L'universo dei fondi autorizzati alla vendita in Italia classificati da Morningstar nelle diverse categorie analizzate

OBBLIGAZIONARI GLOBALI

Numero fondi analizzati
290

Prevedono la commissione di incentivo
52

Non allineati con gli interessi dei clienti
24

Mediolanum international income

Overperformance (OP) =
Performance fondo mensile
annualizzata - Euribor 3M

Condizione
Performance fondo mensile > 0

Periodicità prelievo
Mensile

Aliquota
5%

Base calcolo (BC)
Patrimonio del comparto

Ammontare prelievo
5% x OP x BC

DATI DI BILANCIO

2011	2012
1.496.419	2.317.480
644.763	912.659
3.335.427	-9.784.676

COMMISSIONE DI GESTIONE

PROVVIGIONE D'INCENTIVO

UTILI/PERDITE

BILANCIATI FLESSIBILI GLOBALI

Numero fondi analizzati
305

Prevedono la commissione di incentivo
204

Non allineati con gli interessi dei clienti
135

BG SICAV Flexible Global Equities

Overperformance (OP) =
Performance fondo
trimestrale - 50% Stoxx Europe

Condizione
Overperformance > 0

Periodicità prelievo
Trimestrale

Aliquota
25%

Base calcolo (BC)
Patrimonio del comparto

Ammontare prelievo
25% x OP x BC

DATI DI BILANCIO

2011	2012
nd	949.530
nd	286.261
nd	383.825

COMMISSIONE DI GESTIONE

PROVVIGIONE D'INCENTIVO

UTILI/PERDITE

AZIONARI INTERNAZIONALI LARGE CAP

Numero fondi analizzati
469

Prevedono la commissione di incentivo
76

Non allineati con gli interessi dei clienti
32

AZ Fd1 Best Equity

Overperformance (OP) =
Performance fondo
trimestrale annualizzata

Condizione
Perf. trimestrale annualizzata > 0

Periodicità prelievo
Mensile

Aliquota
0,01%

Base calcolo (BC)
Patrimonio del comparto

Ammontare prelievo
0,01% x (OP x 100) x BC

DATI DI BILANCIO

2011	2012
5.488.777	5.394.279
386.736	3.518.121
-25.858.518	13.081.954

COMMISSIONE DI GESTIONE

PROVVIGIONE D'INCENTIVO

UTILI/PERDITE



IL PARADOSSALE PREMIO

Se il fondo perde, il gestore incassa un premio più alto di quando il fondo chiude l'anno con un guadagno. È quanto emerge dall'analisi degli ultimi rendiconti annuali del fondo Mediolanum Challenge International Income. Nel 2012 in un contesto favorevole per l'asset class su cui è specializzato, il comparto obbligazionario globale della Sicav irlandese del gruppo Mediolanum ha registrato perdite pari a 9,7 milioni di euro. Ma nonostante il risultato economico negativo, il gestore oltre ai 2,3 milioni di commissione di gestione, è riuscito ad assegnarsi anche un premio di 912mila euro come provvigioni di incentivo. Un valore superiore alle commissioni di overperformance incassate complessivamente nel 2011 (644mila euro), nonostante l'anno precedente il fondo avesse ottenuto un incremento patrimoniale di 3,3 milioni. Un paradosso figlio di un meccanismo di prelievo della commissione di incentivo basato su una periodicità del calcolo mensile e su un indice di riferimento (Euribor 3m) non coerente con il focus dell'investimento.

ONERI OLTRE IL TRIPLO DEGLI UTILI

C'è anche chi si confronta con un indice benchmark dimezzato. Il comparto BG Sicav Flexible Global Equities utilizza come parametro di riferimento metà indice, ovvero il 50% dell'indice Stoxx600 Europe. Un parametro di confronto che non è coerente con il focus di investimento del fondo che è globale e multi-asset. Dalla Sgr fanno sapere che sono pronti a cambiarlo. In questi casi sarebbe più corretto applicare nei confronti dei sottoscrittori-clienti l'algoritmo di calcolo dell'high watermark relativo, ovvero la differenza di rendimento massima registrata dal fondo rispetto ad un appropriato indice. Nella struttura commissionale del fondo lussemburghese di Banca Generali manca anche il tetto massimo da porre alle commissioni di incentivo (la cosiddetta fee cap). Periodicità di calcolo trimestrale e indice di confronto dimezzato, sono gli ingredienti che consentono al gestore di conseguire performance fee anche nel caso il fondo subisca perdite nell'arco di un anno. Ma oltre alle fee d'incentivo, tra le righe del bilancio 2012 del fondo di Banca Generali emergono anche oneri di gestione che sono il triplo di quanto registrato come utile di esercizio dal fondo.

SENZA CONFRONTO

Il fondo lussemburghese Az Fund 1 Best Equity non esprime un indice e nemmeno un obiettivo di rendimento a cui far riferimento per il computo delle commissioni variabili. Per far scattare il prelievo è sufficiente che ogni mese, la performance trimestrale del fondo (per giunta annualizzata) sia semplicemente positiva. Una ravvicinata periodicità di calcolo che ha consentito al gruppo Azimut di incassare la commissione di overperformance (in questo caso sarebbe più esatto definirla solo commissione di performance). Il gestore, quindi, non deve superare nessuna asticella per aggiudicarsi il premio. Inoltre la struttura commissionale di Az Fund 1 Best Equity non rispetta neanche gli altri requisiti che Banca d'Italia impone ai fondi italiani sulle metodologie di calcolo della commissione di incentivo: manca il limite all'ammontare massimo delle commissioni (fee cap); il patrimonio di calcolo non è il minore tra il valore complessivo netto del fondo nel giorno di calcolo e quello medio calcolato nel periodo considerato; e, infine, senza un termine di paragone il fondo, se fosse domiciliato in Italia, avrebbe dovuto utilizzare l'high watermark assoluto.



Ecco chi arriva a premiarsi anche quando chiude in rosso

In passato i prodotti specializzati sui bond erano meno gravati dagli oneri variabili

■ Non solo Azimut, Mediolanum e Banca Generali. Applicare commissioni di *performance*, più o meno distorte, è il *leitmotiv* delle case di investimento che le utilizzano sui fondi di diritto irlandese e lussemburghese. L'analisi di NoRisk è stata condotta sulle categorie Obbligazionari globali, Bilanciati flessibili globali e Azionari internazionali *large cap blend* secondo la classificazione di Morningstar.

Per molti fondi, le commissioni variabili sono riconosciute senza aver espresso alcun valore aggiunto rispetto alla gestione passiva. Spesso è sufficiente ottenere un rendimento infrannuale (mensile o trimestrale) superiore a un indicatore monetario (esempio Euribor a 3 mesi) per conseguire un premio. Nei casi più estremi per incamerare una commissione difficilmente attribuibile alla bravura del gestore è sufficiente un semplice incremento patrimoniale mensile, peraltro ottenibile anche dalla semplice volatilità di mercato.

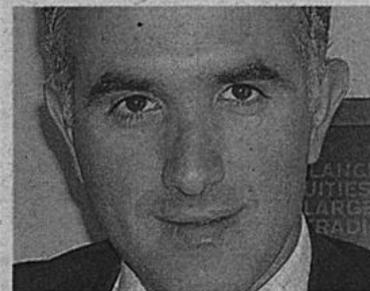
Dall'analisi emerge come siano

state introdotte forme di remunerazione variabile anche in specializzazioni in passato prive di queste strutture come, ad esempio, i prodotti obbligazionari. Un *trend* che rischia di aggravare il peso degli oneri di gestione su una categoria di fondi con scarse prospettive di redditività nei prossimi anni. Le case d'investimento che utilizzano le *performance fee* tra gli Obbligazionari globali, oltre AZ funds e Mediolanum, sono alcuni fondi di Amundi, Anima, Carige, Carmignac, Diaman Sicav, Euromobiliare, Fondersel, Fonditalia e Raiffeisen. Ma solo i fondi di Diaman Sicav evidenziano una frequenza infrannuale di rilevazione dell'incentivo e un calcolo della commissione variabile sulla semplice performance positiva del fondo, come Az Funds (vedi scheda a lato).

Tra i Bilanciati flessibili emerge la predominanza di parametri legati a indicatori del mercato monetario (Euribor, Libor, Eonia), anche senza margine, oppure su *benchmark* espressione del mercato obbligazionario di breve termine. Mentre oltre 30 fondi presentano commissioni di incentivo che sono determinate dai rendimenti assoluti ottenuti in orizzonti temporali anche brevi.

Nelle categorie che prevedono l'esposizione al mercato azionario, infine, è interessante notare come diversi fondi presentino come *benchmark* degli indici di prezzo, consentendo alla società di gestione di mascherare il flusso dei dividendi come base per calcolare la commissione di incentivo.

«Le distorsioni incidono fino all'1% annuo sui rendimenti»



INTERVISTA

Marcello Rubiu

Partner NoRisk

■ «Le commissioni d'incentivo dovrebbero remunerare solo la capacità del gestore di ottenere, in un congruo orizzonte temporale, risultati migliori rispetto a quelli del mercato su cui investe. Invece le strutture d'incentivazione adottate spesso sono influenzate dalla volatilità del fondo e dalla scelta di parametri di confronto non coerenti con il focus d'investimento». È questo il punto da cui partire per Marcello Rubiu, partner di NoRisk.

C'è quindi deficit di trasparenza?

La distorsione temporale deriva dalla frequenza del prelievo che spesso è inferiore all'anno: trimestrale, mensile o persino giornaliera. Come se non bastasse, il rendimento regi-



strato viene spesso annualizzato. Ad esempio questo comporta moltiplicare per 12 la variazione mensile del valore del fondo.

E sui benchmark poco coerenti?

Possiamo dire che è una prassi. Ci sono addirittura fondi con commissioni d'incentivo che non prevedono nel computo l'utilizzo di un termine di confronto. L'asticella da superare per assegnarsi un premio è quindi pari a zero.

Avete anche esaminato l'impatto delle commissioni sulle performance. Cosa è emerso?

L'incentivo dovrebbe servire alle Sgr ad attirare i migliori gestori e, quindi, ci si dovrebbe attendere risultati migliori rispetto a quelli ottenuti dai fondi che non addebitano provvigioni variabili. I risultati della nostra analisi, però, non avallano tale presupposto.

È possibile quantificare l'impatto degli effetti distorsivi?

Abbiamo congegnato un modello di simulazione per far emergere gli incentivi indipendenti dalla capacità del gestore di produrre overperformance. Per diversi fondi questa distorsione può portare ad addebitare provvigioni, dipendenti dalla volatilità, per oltre l'1% annuo. Una penalizzazione che nel lungo periodo può essere insostenibile per l'investitore. È importante sottolineare come i gestori siano già remunerati per fare meglio del benchmark e tale ammontare può essere individuato nella differenza esistente tra i costi di gestione di un fondo a gestione attiva, pari in media ad esempio all'1,8% per gli azionari internazionali, e quelli previsti per un Etf confrontabile che viaggiano intorno allo 0,3%.

© RIPRODUZIONE RISERVATA