

Recensione

US SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, Division of Investment Management, *Report on Mutual Fund Fees and Expenses*, December 2000.

Si tratta di un rapporto sui fondi statunitensi riferito al periodo 1979-1999. L'indagine ha escluso i fondi monetari (c.d. *money market funds* che costituiscono un quarto circa del patrimonio totale) a causa della differente struttura dei costi, oltre ad altre categorie di fondi come quelli sottostanti le gestioni separate delle compagnie di assicurazione.

Il rapporto prende le mosse dal sensibile sviluppo registrato dall'industria dei fondi negli Stati Uniti, con i patrimoni in gestione passati dai 135 miliardi di dollari alla fine del 1979 ai 6.800 miliardi alla fine del 1999. Nello stesso periodo, il numero dei fondi era salito da 564 a 7.700. Il 49% delle famiglie americane investiva in fondi nel 1999 (erano 50,6 milioni e contavano 88 milioni di persone) contro il 6% nel 1980. Le determinanti dello sviluppo sono individuate nel basso livello dei tassi d'interesse sui depositi bancari e nella diffusione dei cosiddetti IRA (*Individual Retirement Accounts*) e dei piani 401(k) (relativi alla copertura dei piani pensionistici).

L'indagine della Commissione non è volta a verificare l'adeguatezza del livello delle spese addebitate ai fondi, ma a fornire dati obiettivi sulle tendenze dei costi dei fondi e sulle cause della loro variazione; ciò allo scopo di consentire un giudizio sull'efficienza dell'industria, spesso accusata di non aver trasferito agli investitori i benefici derivanti dalle economie di scala seguite alla maggiore dimensione.

La Commissione ha raggiunto le seguenti principali conclusioni:

- il costo medio annuo di gestione dei fondi (calcolato come rapporto tra costi e patrimonio netto medio) è in generale aumentato negli ultimi 20 anni; tale aumento è tuttavia dovuto presumibilmente al diverso modo di pagamento dei costi di distribuzione e *marketing* (che nello stesso periodo sono diminuiti); in generale, questi costi non sono stati considerati completamente nei calcoli dei costi medi ai fini dell'indagine della Commissione;
- le spese tendono ad essere inferiori nei fondi compresi in piani pensionistici a contribuzione definita – come i piani 401(k) –; inoltre, il

costo medio tende a diminuire con l'aumentare della dimensione dei fondi;

- i fondi indicizzati e i fondi riservati agli investitori istituzionali hanno generalmente costi medi inferiori a quelli degli altri tipi di fondi;
- una verifica fatta su un campione di 1.000 fondi nel 1999 ha messo in evidenza che i fondi appartenenti a famiglie molto grandi (in termini di patrimonio gestito) tendono ad avere costi di gestione inferiori a quelli dei fondi appartenenti a famiglie più piccole.

La Commissione invita a valutare attentamente gli oneri usati per calcolare il costo medio. In particolare, essi escludono le commissioni di vendita e di *marketing* (salvo nel caso delle cosiddette *rule 12b-1 fees*) e le provvigioni pagate all'intermediario (*broker*) che si incarica di comperare e vendere i titoli che costituiscono il portafoglio del fondo. Le prime sono sostenute direttamente dagli investitori, le seconde figurano in un maggior costo dei titoli acquistati o in un minor ricavo dei titoli venduti. Mette inoltre in evidenza un cambiamento nei modi di vendita dei fondi: prima del 1980 la maggior parte dei fondi veniva venduta attraverso intermediari che ricevevano una commissione (*load funds*); nel 1980 la SEC con la *rule 12b-1* consentì ai fondi di pagare le spese di *marketing* e distribuzione deducendole direttamente dal loro patrimonio. A seguito di tale intervento l'industria introdusse nuove strutture di prezzo che combinavano spese *ex rule 12b-1* con commissioni all'uscita (CDSL, *contingent deferred sales load*, applicate in caso di uscita prima di un determinato periodo di tempo, 5-8 anni) in sostituzione delle commissioni di entrata. Vi è dunque una disomogeneità nel volume di spese utilizzato per calcolare il costo medio, poiché solo i fondi CDSL (cosiddetti *no-load funds*) comprendono pagamenti annuali a titolo di spese di vendita. Vi è un limite stabilito dal NASD (*National Association of Securities Dealers*) in 100 punti base all'anno per le *12b-1 fees*, dei quali 75 punti base a titolo di costi di distribuzione e 25 punti base a titolo di servizio.

Quanto ai livelli dei costi, l'indagine ha prodotto principalmente i seguenti risultati:

- la media semplice dei costi dei fondi è passata dall'1,14% nel 1979 all'1,36% nel 1999; la Commissione ritiene però più indicativa la media ponderata dei costi, la quale tiene conto dei diversi valori in gioco (le 100 maggiori classi di fondi rappresentano poco meno della metà del patrimonio gestito); la media ponderata dei costi (Tab. 1) è passata dallo

0,73% nel 1979 allo 0,94% nel 1999 dopo aver toccato un massimo dello 0,99% nel 1995;

- i costi medi ponderati sono diversi a seconda che si tratti di fondi *load* o *no-load*; per i primi i costi medi sono passati dallo 0,72% nel 1979 all'1,17% nel 1999; per i secondi dallo 0,75% allo 0,72% con un massimo nel 1992 dello 0,80%; i costi variano inoltre tra valori minimi per i fondi obbligazionari e valori massimi per quelli specializzati (Tab. 1);
- la Commissione ha tentato di calcolare anche un costo totale, che tenesse conto anche delle spese di vendita dei fondi *load*; a tale scopo, in mancanza di informazioni dettagliate, ha proceduto con le seguenti ipotesi semplificatrici: tutti i possessori di fondi pagano la stessa commissione di entrata indipendentemente dal volume investito (la *front-end sales load* mediana prima degli sconti quantità è passata dall'8,5% nel 1979 al 4,75% nel 1999), i calcoli sono riferiti a due periodi di possesso del fondo pari a 5 e 10 anni (è necessario assumere un periodo allo scopo di ripartire la commissione di entrata sul numero di anni di durata dell'investimento); sulla base di queste ipotesi, i costi medi annui dei fondi risulterebbero sostanzialmente invariati intorno all'1,5% nel caso di un investimento di durata decennale, mentre evidenzerebbero una diminuzione dal 2,28% all'1,88% nel caso di un investimento di durata quinquennale (Tab. 2).

L'associazione delle imprese americane di fondi (*ICI Investment Company Institute*) ha commentato l'indagine della SEC ribadendo che a suo avviso l'industria dei fondi ha ridotto nel ventennio i costi addebitati agli investitori, trasferendo loro i benefici delle maggiori economie di scala. La stessa ICI ha elaborato sue valutazioni sul costo totale che grava annualmente sui fondi americani, tenendo conto anche di tutti i costi di vendita. I suoi risultati (riportati nella Tab. 3) appaiono parzialmente coerenti con il *trend* dei valori elaborati dalla Commissione sulla base di una durata quinquennale dell'investimento.

Nel raffrontare i dati sui costi medi elaborati dalla SEC e dall'ICI con quelli rilevati nell'indagine dell'Ufficio Studi di Mediobanca occorre considerare che questi ultimi non comprendono mai le commissioni di entrata, le quali vengono acquisite dall'intermediario e dedotte dall'ammontare del capitale versato al fondo.

TAB. 1 – COSTI MEDI ANNUI PONDERATI DI GESTIONE DEI FONDI STATUNITENSIS

	Tutti i fondi		Fondi		Fondi		Obbliga-		Azionari		Internazionali		Specializzati	
	%		%		%		%		%		%		%	
	load	no-load	load	no-load	load	no-load	zioniari	zioniari	zioniari	zioniari	zioniari	zioniari	zioniari	zioniari
1979	0,73	0,72	0,75	0,74	0,70	0,74	-	-	-	-	-	-	-	-
1992	0,92	0,96	0,80	0,95	0,82	0,95	1,36	1,31	1,36	1,31	1,36	1,31	1,31	1,31
1995	0,99	1,17	0,76	0,98	0,84	0,98	1,31	1,37	1,31	1,31	1,31	1,37	1,31	1,37
1996	0,98	1,17	0,75	0,96	0,84	0,96	1,31	1,34	1,31	1,31	1,31	1,34	1,31	1,34
1997	0,95	1,14	0,72	0,91	0,83	0,91	1,24	1,35	0,91	1,24	1,24	1,35	1,24	1,35
1998	0,91	1,12	0,68	0,88	0,80	0,88	1,18	1,30	0,88	1,18	1,18	1,30	1,18	1,30
1999	0,94	1,17	0,72	0,90	0,80	0,90	1,18	1,36	0,90	1,18	1,18	1,36	1,18	1,36

Fonte: U.S. SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on Mutual Fund Fees and Expenses*, December 2000. I costi di gestione escludono le commissioni di entrata.

TAB. 2 – COSTI MEDI ANNUI PONDERATI DI GESTIONE DEI FONDI STATUNITENSIS

	Costi medi escluse le commissioni di entrata	Costi medi incluse le commissioni di entrata	Durata dell'investimento	
	Tutti i fondi %	Durata dell'investimento 5 anni %	Durata dell'investimento 10 anni %	
1979	0,73	2,28	1,50	
1992	0,92	1,79	1,41	
1995	0,99	1,88	1,53	
1996	0,98	1,89	1,53	
1997	0,95	1,87	1,50	
1998	0,91	1,83	1,47	
1999	0,94	1,88	1,52	

Fonte: U.S. SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on Mutual Fund Fees and Expenses*, December 2000.

TAB. 3 – COSTI MEDI ANNUI PONDERATI DI GESTIONE DEI FONDI STATUNITENSIS

	Fondi azionari %	Fondi obbligazionari %	Fondi monetari %
1980	2,25	1,54	0,54
1998	1,35	1,09	0,42

Fonte: ICI. I costi di gestione includono le commissioni di entrata. I fondi monetari sono esclusi dall'indagine della SEC.