

**Le commissioni di performance:  
cosa sono e  
quanto impattano  
sul cliente.**

Le **commissioni di performance** sono commissioni prelevate dalle società di gestione in base ai risultati conseguiti dal fondo. Queste ultime rappresentano uno dei costi maggiormente variabili, occulti e quindi potenzialmente più lesivi per i rendimenti dei risparmiatori.

L'ufficio studi MoneyFarm ha analizzato i dati delle prime 10 realtà per masse gestite sui Fondi Aperti (secondo i dati Assogestioni) per spiegare cosa siano e come impattino sul cliente le commissioni di performance (Giugno 2016)

# Premessa

Uno dei temi più importanti da affrontare nella scelta di un fondo d'investimento, è sicuramente quello dell'analisi dei costi. Questi ultimi infatti, vengono molto spesso sottostimati dagli investitori che, oltre a non conoscerli, faticano a comprenderne il significato e le articolate modalità di calcolo. Le principali voci di costo sono fondamentalmente tre:

- **le commissioni di sottoscrizione**
- **le spese correnti annue**  
(che rappresentano la somma dei costi di gestione e delle varie spese amministrative)
- **le commissioni di performance**  
(o di incentivo)

Queste ultime rappresentano uno dei costi maggiormente variabili, occulti e quindi potenzialmente più lesivi per i rendimenti dei risparmiatori. Infatti le **commissioni di performance** sono commissioni prelevate dalle società di gestione in base ai risultati conseguiti dal fondo.

La percentuale trattenuta sull'over-performance può essere commisurata all'incremento del valore della quota rispetto ad un valore precedente della quota stessa, oppure rispetto ad un parametro di riferimento (Benchmark).

# La situazione Europea e Italiana

Sulla base delle analisi svolte risulta che, nonostante il crescente grado di armonizzazione della normativa comunitaria, **permangono aree di disomogeneità** nei diversi Stati (specialmente in Lussemburgo e Irlanda), in particolare sul **tema dei costi applicati** dagli **OICR** (Organismi di investimento collettivo del risparmio). Significative differenze interessano il profilo delle **commissioni di performance**.

La normativa italiana in materia è piuttosto stringente, e prevede che nella definizione delle commissioni di incentivo si debba:

- Avere un **parametro di riferimento coerente** con la politica d'investimento del fondo
- Il **prelievo** è consentito su **base annuale** in modo da avere un periodo di confronto sufficientemente ampio
- Se il regolamento del fondo non prevede un parametro di riferimento, la commissione di performance può essere calcolata solo se il valore della quota è superiore a quello più elevato mai raggiunto in precedenza (**High Watermark Assoluto**)
- È fissato un **limite percentuale** che non può essere superato (**fee cap**)

Un modo per “dribblare” i sopracitati paletti, è la costituzione di fondi di diritto estero da parte delle società di gestione (le quali stabiliscono le modalità di calcolo), commercializzandoli poi in Italia. Domiciliando i fondi in paesi quali Lussemburgo e Irlanda, dove la normativa è più accomodante, possono prelevare commissioni di performance su orizzonti temporali trimestrali e mensili, riuscendo in questo modo ad applicare più spesso e con maggiori probabilità tale componente di costo. La pratica di costituire veicoli di diritto estero era in passato principalmente motivata da un diverso (e più efficiente) trattamento fiscale rispetto all'impostazione Italiana: questo disallineamento è stato annullato già da qualche anno (luglio 2011), armonizzando di fatto il trattamento fiscale nei vari paesi dell'Unione Europea. La diversa e più accomodante, procedura di calcolo delle commissioni di performance rimane di fatto il principale motivo per la costituzione e commercializzazione di fondi esteri.

# I “numeri” del problema

Per capire la portata del fenomeno, basti pensare che già a partire dalla fine del 2013, dei 560 miliardi di Euro che costituivano il patrimonio investito in fondi comuni in Italia, ben 235 erano investiti nei cosiddetti fondi “round-trip”, o “estero-vestiti”, ossia **fondi comuni di società italiane ma domiciliati all'estero**.

GRAFICO 1: **Prelievo commissioni di performance annuali**



Per meglio comprendere gli svantaggi a danno dell'investitore, analizziamo un esempio pratico. Supponiamo che un investitore, con un orizzonte d'investimento di 2 anni, investa 100.000€ in un **fondo domiciliato in Italia con commissioni di performance annuali** pari al 20% dell'over-performance registrata rispetto ad un Benchmark monetario come l'Euribor a 3 mesi (che praticamente è prossimo allo 0); supponiamo inoltre che la quota abbia un rendimento cumulato negativo per il primo anno (2014) e positivo per il secondo (2015). Come si evince dal Grafico 1, per il 2014 le commissioni di incentivo sarebbero pari a 0€, in quanto il valore complessivo della quota è diminuito. Al contrario, a fronte di un incremento della quota, il 2015 l'investitore pagherebbe una commissione sul rendimento pari a **2000€** (prelevate direttamente dal Fondo).

Data	gen-14	mar-14	giu-14	set-14	dic-14	Totale 2014*	mar-15	giu-15	set-15	dic-15	Totale 2015	Totale 2014-2015*
Rendimenti	-	-6%	+5%	+7%	-12%	-8%	+7%	+4%	+4%	-4%	+11%	+2%
Commissioni	-	€-	€-	€-	€-	€-	€-	€-	€-	€-	€2,000	€2,000

\*performance cumulata

Supponiamo ora che lo stesso investitore decida di acquistare un fondo identico al primo, ma con la differenza che quest'ultimo sia **domiciliato all'estero** e che pertanto possa prelevare le commissioni di performance (sempre pari al 20%) ogni trimestre. Come si evince dal Grafico 2, nonostante il fondo abbia avuto un rendimento cumulato negativo nel primo anno (2014), l'investitore ha dovuto corrispondere comunque le commissioni di incentivo alla SGR per le performance relative ai singoli trimestri (come si vede in rosso). Come se non bastasse, le commissioni dovute trimestralmente si accumulerebbero poi a quelle del 2015, arrivando ad un costo complessivo per commissioni di performance di ben **5000€**.

GRAFICO 2: **Prelievo commissioni di performance trimestrali**



Data	gen-14	mar-14	giu-14	set-14	dic-14	Totale 2014*	mar-15	giu-15	set-15	dic-15	Totale 2015*	Totale 2014-2015*
Rendimenti	-	-6%	+5%	+7%	-12%	-8%	+7%	+4%	+4%	-4%	+11%	+2%
Commissioni	-	€-	€900	€1300	€-	€2200	€1200	€800	€800	€-	€2800	€5000

\*performance cumulata

Da questo esempio pratico si può comprendere come il prelievo delle commissioni di performance possa essere spesso **fuorviante e poco trasparente** per l'investitore che si ritrova a dover pagare, in maniera ingiustificata, commissioni su rendimenti positivi di fatto non realizzati.

# L'analisi

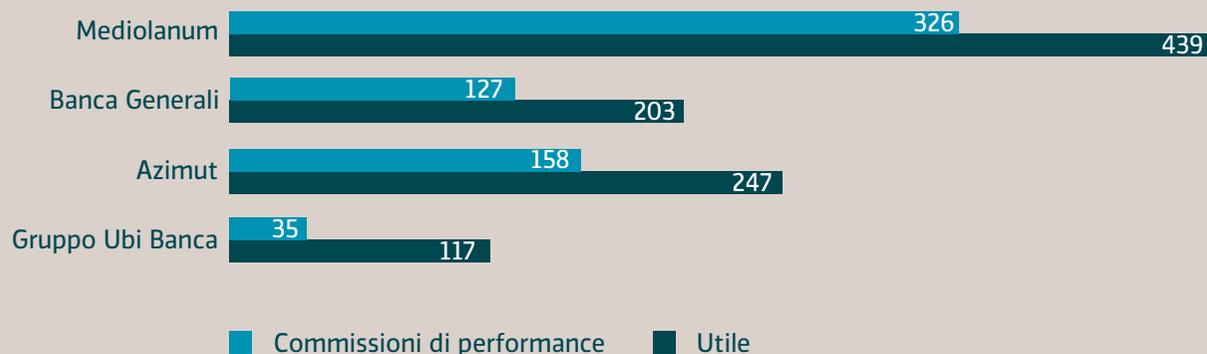
A supporto di quanto detto sopra, abbiamo raccolto i dati di bilancio dei maggiori protagonisti del mercato italiano del risparmio gestito del 2015. Partendo dalle prime 10 aziende per masse gestite sui Fondi Aperti (secondo i dati Assogestioni), siamo andati a selezionare quelle italiane che si occupano sia di prodotto che di distribuzione, che sono quotate su Borsa italiana e che applicano commissioni di performance almeno su uno dei propri fondi. Abbiamo pertanto escluso BlackRock, JPMorgan, Pioneer, Anima e Arca in quanto non soddisfano i suddetti requisiti, selezionando Generali, Gruppo Ubi Banca, Mediolanum, Azimut e Gruppo Intesa. Un primo interessante raffronto riguarda sicuramente quello tra

le commissioni di performance e gli utili generati dalle Società in questione.

Come si evince dal Grafico 3, il peso delle prime è piuttosto rilevante e sottolinea l'importanza che questo tipo di commissioni costituisce ormai nel core business di molti intermediari finanziari.

In più, approfondendo l'analisi sui dati di bilancio (in questo caso su due anni, 2014 e 2015), si nota come i ricavi derivanti da commissioni di performance costituiscano una parte davvero significativa dei ricavi complessivamente prodotti da tutte le commissioni attive (di gestione, sottoscrizione e performance) [Grafico 4].

GRAFICO 3: **Utili e commissioni di performance SGR 2015**



Si noti inoltre che la crescita annuale dei ricavi da commissioni attive di Azimut, Mediolanum, Gruppo Ubi Banca e Banca Generali si attesta per i primi due al 29% e per gli altri rispettivamente al 6% e al 34%, mentre quella dei ricavi da commissioni di performance è ben più elevata, rispettivamente del 46%, 85%, 106% e 123% [Grafico 5]. Considerando che gran parte di questi

fondi presenta come Benchmark un indice del mercato monetario (es. Euribor) stupisce che questo incremento non sia affatto giustificato dall'andamento dei mercati. Infatti, hanno avuto complessivamente un andamento peggiore nel 2015 rispetto al 2014 (e.g. l'indice azionario mondiale maggiormente rappresentativo dei paesi sviluppati "MSCI World Index EUR" ha registrato una performance del +20,29% nel 2014 e di +11,06% nel 2015).

GRAFICO 4: **Ripartizione ricavi da commissioni attive SGR 2014**

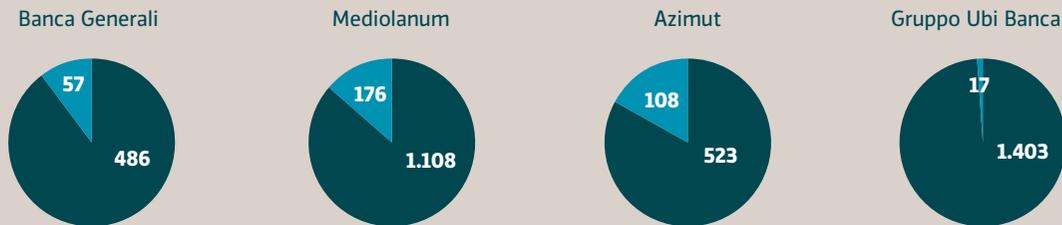


GRAFICO 5: **Ripartizione ricavi da commissioni attive SGR 2015**



Un'ulteriore evidenza in merito a queste dubbie pratiche arriva direttamente dalla Consob, che lo scorso Luglio ammoniva i vari intermediari distributori ad avere delle regole di condotta che evitassero conflitti di interesse in modo da non avere comportamenti opportunistici a danno della clientela. Di seguito il link che rimanda alla comunicazione ufficiale:

[Consob - Comunicato Stampa 13 Luglio 2015](#)

■ Ricavi da commissioni attive  
 ■ Commissioni di performance

fonti: Bilanci Consolidati Società (dati in milioni di euro)

# Conclusioni

Le commissioni di performance quindi, per come sono applicate e calcolate possono dar luogo a comportamenti opportunistici che come spesso accade vanno a danno della clientela.

In particolare dobbiamo evidenziare il conflitto d'interesse che esiste sia per il collocatore (banca/promotore) che per il gestore.

Il promotore (o la Banca) potrebbe essere incentivato a consigliare fondi che prevedono commissioni di performance (spesso più remunerativi per l'intermediario), ovviamente a svantaggio dell'investitore; il gestore potrebbe invece essere incentivato a ricercare rendimenti

più elevati a scapito di un'ottimale gestione del rischio, andando anche in questo caso a potenziale danno del cliente.

A nostro parere, la remunerazione delle SGR e degli intermediari finanziari in genere è già più che adeguata con gli introiti derivanti dai costi di gestione (mediamente 6 volte superiori rispetto a quelli di un ETF). Non è pertanto giustificabile sovraccaricare di costi l'investitore, a maggior ragione se sono poco chiari e poco equi.

Per tutti questi motivi MoneyFarm ha deciso di non applicare alcuna commissione di performance ai propri investitori.



Scopri il nostro servizio su  
**moneyfarm.com**

o contattaci  
**info@moneyfarm.com**  
**800.984.275**

**Skype** moneyfarm.com / **Twitter** @MoneyFarmITA / **Facebook** MoneyFarm