

COVER STORY

Costano poco valgono poco?

Chi acquista obbligazioni sicure subisce rendimenti negativi mentre chi investe in strumenti con maggiori rischi, in alcuni casi, non paga commissioni. Ma cosa si nasconde dietro la sfida delle fee al ribasso?

di Fausto Tenini

La finanza post crisi del 2008 sta mettendo di fronte gli investitori e gli asset manager a nuovi paradigmi, spesso difficili da assorbire in termini intuitivi. Ma i numeri non mentono. E così è stato raggiunto il paradosso per cui chi acquista obbligazioni sicure si vede gravare di un **rendimento negativo** anziché ricevere una remunerazione, per privarsi del proprio denaro prestandolo a qualcuno anche per anni, e chi invece investe in strumenti rischiosi anziché pagare una commissione può, in alcuni casi, posizionarsi a **zero spese**. E tra qualche anno sarà anche possibile incassare un premio, anziché pagare le solite commissioni di entrata e gestione.

La sfida delle fee al ribasso continua a inasprirsi e coinvolge tanto il contesto Etf che l'industria globale delle gestioni indicizzate.

È probabile che la mossa dello scorso anno di **Fidelity**, negli Usa, anticipi dinamiche analoghe da parte di altri asset manager con masse importanti e offerta di prodotti e servizi variegata, anche se il contesto europeo esprime tuttora un evidente lag temporale rispetto a ciò che accade negli Stati Uniti, da sempre apripista. La scelta provocatoria (ma non più di tanto in quanto non passeggera) di Fidelity di offrire un panel di fondi indicizzati con **commissioni di entrata e gestione pari a zero** apre scenari di ampio respiro, ove la fantasia si può sbizzarrire. Non

è infatti da escludere che gli investitori possano in futuro vedere prodotti finanziari (estremamente semplici e legati a sottostanti standard e facili da replicare) che prevedano non solo una commissione pari a zero, ma persino una **ipotetica remunerazione** aggiuntiva rispetto alla dinamica del sottostante.

D'altronde, se ci si è abituati ad acquistare bond sicuri pagando anziché ricevere un interesse seppur minimo, farà decisamente più piacere vedersi retrocedere qualcosina anziché pagare fee come sino a oggi si è fatto.

Al tempo stesso è chiaro che gli emittenti di prodotti finanziari non sono delle onlus e da qualche parte una remunerazione la devono tirar fuori. Da



un lato i costi si possono comprimere attingendo a provider di indici molto convenienti in merito agli Etf, rispetto a brand più blasonati, e adottando tecniche di ottimizzazione del portafoglio, ma un elemento a cui porre attenzione è più che altro dato dalla pratica del prestito titoli.

I FONDI PASSIVI

Analizzando il dettaglio dei fondi passivi viene esplicitato chiaramente che la società che hanno prodotti a costo zero si adoperano per effettuare **stock lending** (prestito di titoli contro pagamento di una commissione) al fine di incassare un rendimento dalle controparti chiamate in causa.

Attenzione, già oggi pagare lo 0,05%

piuttosto che lo 0% poco cambia in termini concreti, in quanto ad esempio su un investimento di 100mila euro nel primo caso bisogna mettere in conto un esborso annuo pari a soli 50 euro, mentre sino a pochi anni fa la cifra era dieci volte superiore.

Ma il vero salto concettuale si applicherà nel momento in cui le fee diverranno leggermente negative, e ci sono già i primi movimenti in tal senso. C'è però da sottolineare che i fondi passivi a costo zero, sopra indicati, sono a disposizione esclusivamente,

per il momento, dei clienti statunitensi di Fidelity Investments, non acquistabili, quindi, sui canali tradizionali ma solo dalla clientela che si appoggia alla piattaforma on-line della stessa società, dove sono presenti numerosi altri prodotti a valore aggiunto (e non certo gratis).

In ogni caso il dado è tratto e in ambito europeo e in Italia, di recente, sotto la lente sono gli effetti della politica **low cost** di Vanguard.

FAVOREVOLI E CONTRARI AI PRODOTTI LOW COST

E come sempre, quando un'innovazione promette di essere dirompente, ci sono i sostenitori del trend agli albori e coloro che invece gridano al solito specchietto per le allodole destinato a sgonfiarsi presto.

Il partito ostile al nuovo trend utilizza un esempio culinario per esprimere la propria opinione: se si entra in un ristorante all you can eat pagando pochi euro per una cena completa, probabilmente non c'è da attendersi un gran che in termini di qualità del cibo e di longevità del locale.

Tra i veterani del mondo degli Etf che non vedono di buon occhio il nuovo trend sulle commissioni, c'è **Hector McNeil**, co-ceo di Hanetf, che ana-

lizza per *Patrimoni* la giovane storia dei prodotti senza commissioni, evidenziandone le criticità. Se l'ultimo decennio ha visto l'intensificarsi della guerra sulle commissioni da parte degli emittenti di Etf, secondo McNeil tuttavia «gli Etf a costo zero sono semplicemente un espediente.

I fornitori passivi, nel corso del tempo, hanno limato i costi degli Etf con l'o-

biettivo di essere più appetibili, di essere più performanti e di restringere il campo dei concorrenti, sino a portare a una commissione media

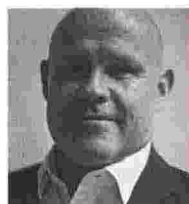
ben inferiore ai 10 punti base.

Lo scorso anno, negli Stati Uniti, è stato addirittura lanciato un fondo indicizzato a costo zero; tale iniziativa va proprio inquadrata all'interno di un contesto di mercato che riguarda una parte di produttori che stanno facendo una **scriteriata corsa al ribasso** delle fee.

Tuttavia, anche se inizialmente tali iniziative potrebbero sembrare allettanti, gli Etf a costo zero metteranno l'investitore in una situazione di **svantaggio**.

Vale la pena ricordare che «zero fee» è un termine improprio che riguarda molte offerte speciali, dall'acquisto di un'auto alla sottoscrizione di un mutuo. In tutti i casi è opportuno (e necessario) leggere con grande attenzione tutte le clausole e soprattutto quelle scritte in piccolo. Sostanzialmente, si tratta di un **espediente per allargare il perimetro degli utilizzatori** e incentivarli all'acquisto. Insomma, un'iniziativa di marketing che in realtà non viene incontro alle esigenze dell'utilizzatore, in quanto il costo del servizio dovrebbe essere solo uno dei fattori osservati nel momento in cui si effettua la scelta di un prodotto finanziario.

Gli investitori, infatti, dovrebbero essere messi in condizione di valutare se il costo e l'impegno determinato dall'investimento valgono quello che sa-



Hector McNeil,
co-ceo di Hanetf



Timo Pfeiffer,
capo della ricerca
di Solactive

**NEL 2018 GLI ASSET MANAGER
GLOBALI ATTIVI HANNO
RINUNCIATO A 3,5 MILIARDI
DI DOLLARI DI COMMISSIONI**

COVER STORY



Simone Rosti,
responsabile
per l'Italia
di Vanguard

rà, con ogni probabilità, il risparmio dell'offerta zero fee rispetto ad altri Etf anche nella logica di diversificazione del portafoglio. Gli Etf a costo zero, tra l'altro, non sono una nuova iniziativa commerciale, in quanto alcuni sono stati lanciati già nel 2007 e, in seguito, abbandonati».

Tra i sostenitori del trend low cost, **Timo Pfeiffer**, capo della ricerca di Solactive, che di recente si è detto sicuro che in tempi non lontani anche a livello europeo arriveranno prodotti passivi a costo zero. La piattaforma statunitense **SoFi**, attiva nel social finance, ha infatti lanciato da poco due Etf indicizzati all'azionario Usa che vanno a braccetto con la strategia dei fondi passivi a zero spese di cui inizialmente si parlava. In realtà la società ha promesso che almeno fino al 30 giugno del 2020 non ci saranno oneri per gli investitori, poi si vedrà.

Mentre la società newyorkese **Salt Financial** ha comunicato che su un Etf legato all'azionario americano fino alla primavera del 2020 non applicherà le consuete commissioni di gestione, ma anzi retrocederà agli investitori un bonus extra dello 0,05%. Già una decina di anni fa, però in Europa era stato listato un Etf indicizzato all'Eurostoxx50 esente da commissioni, che non ebbe lunga vita come politica di pricing nel momento in cui la replica si tramutò da sintetica a fisica.

Se non c'è una visione oggettiva sulla sensatezza di prodotti senza apparenti commissioni, una cosa è certa e interessa l'investitore finale. Lui è il vero vincitore di questa diatriba a livello istituzionale, in quanto negli ultimi anni ha visto crollare le fee pagate per posizionarsi sul mercato.

VINCONO GLI INVESTITORI

Da una recente ricerca di **Flowspring** si evince che nel solo 2018 gli asset manager globali attivi hanno dovuto rinunciare a **3,5 miliardi** di entrate commissionali, derivanti dalla com-

pressione dei costi associati agli investimenti. Dal 2014 a oggi si è stimato un risparmio cumulato dell'ordine dei 16 miliardi di dollari, a favore degli investitori finali. D'altronde, tornando alle dinamiche casalinghe, il 25% degli Etf listati in Italia **costa meno dello 0,20%**, di cui oltre il 4% meno dello 0,10% annuo.

Anche l'analisi di **Flowspring**, che tratta il pricing dei fondi utilizzando la teoria dei giochi, conclude che negli anni a venire sono da mettere in conto una serie di prodotti di base con costi pari a zero o leggermente negativi.

IL PREZZO NON DEVE ESSERE L'UNICO ELEMENTO DISCRIMINANTE NELLA SCELTA DI UN PRODOTTO FINANZIARIO

Simone Rosti, responsabile per l'Italia del colosso del risparmio gestito Vanguard: «dopo anni in cui l'industria del risparmio gestito è stata in grado di consegnare agli investitori performance di tutto rispetto, **nel 2018 i gestori hanno dovuto affrontare un contesto più difficile** che ha determinato un ridimensionamento degli asset e della raccolta netta delle società di gestione, con ripercussioni sui loro margini. Ma la crisi che ha anche indotto gli



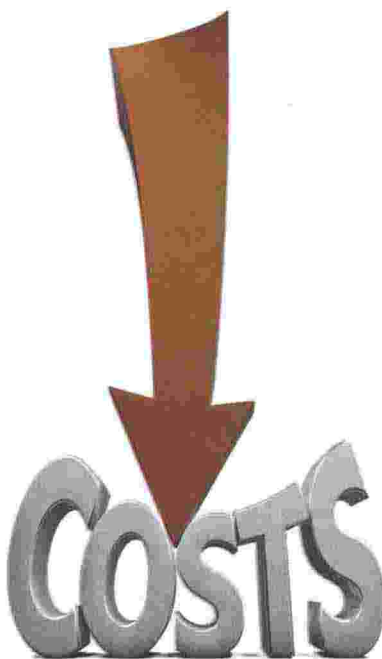
Emanuele
Bellingeri,
responsabile
Credit Suisse Am
in Italia

investitori a fare maggiore attenzione ai costi, vista la diminuzione dei rendimenti. Ciò spiega il motivo per cui la gestione passiva in questi anni sia diventata sempre più popolare, trainata soprattutto dalla crescita degli Etf che hanno ulteriormente migliorato le potenzialità di ritorno e favorito un facile accesso, a basso costo, a numerosi mercati. In merito al confronto tra le performance dei fondi attivi e di quelli passivi, Vanguard sostiene da sempre che il vero confronto tra i due tipi di gestione debba essere basato piuttosto sulla scelta tra prodotti ad alto costo e prodotti a basso costo.

Gli operatori se ne sono accorti, tanto che i gestori attivi hanno iniziato a rivedere al ribasso le commissioni di gestione. Ciò ha portato a una fortissima competizione sui costi e al lancio, da parte di un singolo operatore negli Stati Uniti, dei primi fondi a costo zero. Il manager di Vanguard mette poi in evidenza il **nodo dei margini**, centrale per una società di gestione del risparmio. «Nell'ambito delle politiche di prezzo dei nostri principali competitor, all'applicazione di costi bassi per alcuni fondi corrisponde o lo sforzo commerciale per vendere altri fondi della gamma o nuovi servizi.

Vanguard, invece, è in grado di applicare una politica sostenibile di bassi costi su tutta la gamma, in virtù della struttura mutualistica. Sottoscrivendo un fondo o un Etf di Vanguard domiciliato negli Stati Uniti, l'investitore infatti diventa nostro azionista e viene remunerato sotto forma di abbassamento delle commissioni. Questo ci ha permesso di abbassare i costi da una media di 68 punti base negli anni '70 a **11 punti base** oggi.

Ma Vanguard non può permettersi di lanciare fondi a costo zero, perché attualmente la commissione di gestione è l'unica fonte di redditività. Vanguard ritiene che l'ulteriore crescita degli Etf rappresenti la prossima fase della rivoluzione dell'indicizzazione a livello



globale. Recenti ricerche suggeriscono che il 71% degli investitori europei utilizza gli Etf al fine di avere una più ampia esposizione sui mercati a livello globale. Rosti si aspetta «che i costi degli Etf continuino a scendere con un impatto positivo sulle performance a lungo termine. Nel 2012 il costo medio degli Etf sull'indice S&P 500 era di 40 punti base. Vanguard lanciò il prodotto su questo indice a 0,07%. Una mossa disruptive, che ha fatto sì che oggi il pricing medio degli Etf sull'indice americano viaggi intorno ai **7 centesimi**. La riduzione dei costi va a beneficio di tutti, ma i prodotti a costo zero no. Se un prodotto non costa nulla, l'investitore deve chiedersi perché».

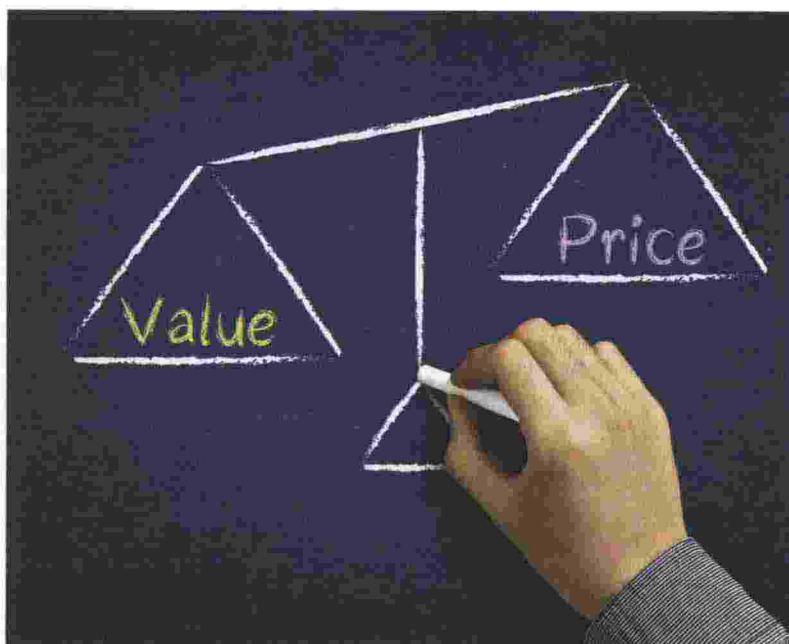
Un altro esperto dell'industria del risparmio gestito, **Emanuele Bellingeri**, responsabile Credit Suisse Am in Italia, mette in luce in particolare gli aspetti commerciali legati a scelte apparentemente dirompenti per la catena produttori-distributori.

Per Bellingeri il trend dei costi bassissimi «è tutt'altro che una bufala, come invece molti vorrebbero far credere, e non ritengo ci siano costi nascosti considerando anche l'evoluzione della normativa».

Il trend di cui stiamo parlando è estremamente positivo per l'investitore finale, in quanto la sistematica riduzione dei costi permette al risparmiatore di trattenere **maggior rendimento**. È peraltro una tendenza che si osserva a livello mondiale su tutti prodotti finanziari, sia passivi, partiti per primi, sia attivi, dove questi ultimi non hanno potuto che adattarsi al nuovo regime». Per il manager di Credit Suisse Am, i fattori che spiegano queste dinamiche sono sostanzialmente tre. Innanzitutto «la forte richiesta da parte dei clienti istituzionali per prezzi più bassi sui prodotti, quindi gestire con costi sempre minori per scaricare ancora meno sulla clientela finale. Per l'intermediario questo trend di riduzione dei costi è in realtà neutrale come conseguenze: se è vero che oggi guadagnano un po' meno coloro che producono (da questo punto di vista si può affermare che sono i **produttori di strumenti finanziari per ora a essere i più penalizzati**), il cliente è decisamente più contento. Ma in futuro i costi per il cliente finale dovranno calare ulteriormente, e tale passaggio andrà a **incidere** »

SELEZIONE DI ETF LOW COST

NOME	Categoria	Costo %
JPMorgan ETFs (Ireland) ICAV - BetaBuilders US Equity UCITS ETF - USD (acc) EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,04
JPMorgan ETFs (Ireland) ICAV - BetaBuilders US Equity UCITS ETF - USD (dist) EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,04
Lyxor Core Morningstar UK NT (DR) UCITS ETF EUR	Azionari UK Large Cap	0,04
Lyxor Core Morningstar US (DR) UCITS ETF - Dist EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,04
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Euro Corporates UCITS ETF DR EUR	Obbligazionari Corporate EUR	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Euro Govies UCITS ETF DR EUR	Obbligazionari Governativi EUR	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Europe UCITS ETF DR EUR	Azionari Europa Large Cap Blend	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Eurozone UCITS ETF DR EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Global Govies UCITS ETF DR EUR	Obbligazionari Globali	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Global UCITS ETF DR EUR	Azionari Internazionali Large Cap Blend	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime Japan UCITS ETF DR EUR	Azionari Giappone Large Cap	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime US Treasury UCITS ETF DR EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,05
Amundi Index Solutions - Amundi Prime USA UCITS ETF DR EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,05
HSBC EURO STOXX 50 UCITS ETF EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,05
Invesco EURO STOXX 50 UCITS ETF (Dist) EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,05
Invesco EURO STOXX 50 UCITS ETF EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,05
Invesco S&P 500 UCITS ETF (Dist) EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,05
Invesco S&P 500 UCITS ETF (EUR Hdg) EUR	Azionari Altro	0,05
Invesco S&P 500 UCITS ETF EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,05
L&G US Equity UCITS ETF EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,05
Lyxor Smart Cash - UCITS ETF C-EUR EUR	Monetari EUR	0,05
Invesco US Treasury Bond 1-3 Year UCITS ETF USD Dist EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,06
Invesco US Treasury Bond 3-7 Year UCITS ETF USD Dist EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,06
Invesco US Treasury Bond 7-10 Year UCITS ETF USD Dist EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,06
Invesco US Treasury Bond UCITS ETF USD Dist EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,06
iShares S Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF USD (Acc) B EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
iShares S Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF USD (Dist) EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
iShares S Treasury Bond 3-7yr UCITS ETF USD (Acc) EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
iShares S Treasury Bond 7-10yr UCITS ETF USD (Dist) EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
iShares Core FTSE 100 UCITS ETF GBP (Dist) EUR	Azionari UK Large Cap	0,07
iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,07
iShares Core UK Gilts UCITS ETF GBP (Dist) EUR	Obbligazionari Governativi GBP	0,07
iShares S&P 500 UCITS ETF USD (Dist) EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,07
Lyxor Core Euro Stoxx 50 (DR) UCITS ETF Acc EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,07
Lyxor Core STOXX Europe 600 (DR) - UCITS ETF Acc EUR	Azionari Europa Large Cap Blend	0,07
Lyxor EURO STOXX 300 (DR) - UCITS ETF D-EUR EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,07
Lyxor iBoxx S Treasuries 10Y+ (DR) UCITS ETF - Dist EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
Lyxor iBoxx S Treasuries 1-3Y (DR) UCITS ETF - D-USD EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
Lyxor iBoxx S Treasuries 5-7Y (DR) UCITS ETF - D-USD EUR	Obbligazionari Governativi USD	0,07
Vanguard S&P 500 UCITS ETF EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,07
Xtrackers MSCI USA UCITS ETF 1C EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,07
JPM EUR Ultra-Short Income UCITS ETF - EUR (acc) EUR	Obbligazionari Brevissimo Termine EUR	0,08
HSBC S&P 500 UCITS ETF EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,09
iShares € Ultrashort Bond UCITS ETF EUR (Dist) EUR	Obbligazionari Brevissimo Termine EUR	0,09
iShares Core € Govt Bond UCITS ETF EUR (Dist) EUR	Obbligazionari Governativi EUR	0,09
Lyxor US TIPS (DR) UCITS ETF - D-USD EUR	Obbligazionari Inflation-Linked USD	0,09
Lyxor USD Liquid Investment Grade Corporate Bonds UCITS ETF - D-USD EUR	Obbligazionari Corporate USD	0,09
SPDR® S&P 500 UCITS ETF EUR	Azionari USA Large Cap Blend	0,09
Vanguard FTSE 100 UCITS ETF EUR	Azionari UK Large Cap	0,09
Xtrackers DAX UCITS ETF 1C EUR	Azionari Germania Large Cap	0,09
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1C EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,09
Xtrackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF 1D EUR	Azionari Area Euro Large Cap	0,09
Xtrackers Nikkei 225 UCITS ETF 1D EUR	Azionari Giappone Large Cap	0,09



sulla distribuzione, non più sui produttori, che hanno già pagato dazio. E comunque se è vero che le banche chiedono prezzi sempre più scontati, non è possibile spingere troppo in tale direzione, e di riflesso si dovrà trovare un punto di equilibrio che può essere diverso da mercato a mercato».

Per Bellingeri un altro fattore a cui porre attenzione riguarda i nuovi player entrati che «vogliono guadagnare quote di mercato e inizialmente sono disposti a proporre prodotti a costi bassissimi, anche se lavorano in perdita, per un buon lasso di tempo. Ma nel frattempo riescono a guadagnare quote di mercato rispetto ad altri competitor entrati prima sul mercato: si tratta di un fenomeno ancor più evidente nel settore dei prodotti passivi.

Inoltre, se è possibile sfruttare economie di scala, si riesce a massimizzare lo scarico dei costi: in sostanza chi ha grandi masse è in grado di ergere una vera e propria barriera all'entrata nell'industria dei fondi». Ma l'elemento più interessante che Bellingeri sottolinea è che «la scelta ha a che fare con precise strategie commerciali di singoli player. Che su alcuni fondi, che

potremmo definire civetta, si posso permettere di andare in perdita, anche per sempre anziché temporaneamente, sapendo che poi su altri prodotti si incasserà una buona redditività.

Si tratta di una pratica ben conosciuta nel contesto della grande distribuzione, effettuata anche da parte di colossi che lavorano nell'on-line, che oltretutto portò una notevole notorietà dal punto di vista mediatico. Facendo due conti, in termini di saldo netto, può darsi che il gioco valga la candela e inoltre

l'impatto commerciale è molto alto». Vengono quindi relegate in secondo piano le politiche che permettono di mitigare il costo nullo, ad esempio lo stock lending, perché prevale nettamente la logica competitiva. Inoltre Bellingeri non ritiene che un modello tipo quello delineato dalla Rdr inglese, per ora, possa trovare terreno fertile nel contesto domestico, anche perché «le reti distributive italiane sono più evolute rispetto a quelle estere, ma sarà necessario anche qui trovare una via di mezzo».

IL PUNTO DI VISTA DEI CONSULENTI FINANZIARI
Sull'argomento interviene Luigi Conte,



Luigi Conte,
vicepresidente
vicario dell'Anasf

te, vicepresidente vicario dell'Anasf (Associazione Nazionale Consulenti Finanziari), per illustrare il punto di vista dell'associazione in merito alla posizione dei consulenti finanziari.

Per Conte negli ultimi anni «vi è stato un grande sviluppo dei prodotti passivi, sia per l'impatto delle regole Mifid (in termini di criteri più rigorosi per l'ammissibilità degli inducement e di trasparenza delle commissioni) sia per i contesti di mercato, che in diverse fasi sono stati caratterizzati da bassi rendimenti con conseguente difficoltà, per i gestori attivi, di creare valore. Sul mercato sono stati lanciati alcuni prodotti passivi a zero commissioni di gestione, ma c'è da chiedersi se è davvero così come sembra».

Tra le società che li hanno lanciati, una è tra i più importanti player del mercato, anche nella gestione attiva, e fornisce una quantità di servizi differenti alla clientela, il che le consente margini tali per cui l'annullamento delle commissioni può essere ammortizzato. I player, per attrarre nuova clientela, riducono i costi per poi proporre, una volta fidelizzati, altri prodotti più costosi.

Ma se il guadagno non si fa con le commissioni di gestione deve provenire da altre fonti. Molti istituti di credito, in passato, hanno guadagnato con il prestito titoli, ma l'investitore si assume un rischio che spesso (o sempre) gli è nascosto.

«Bisognerebbe capire dettagliatamente in che modo la società recupera le commissioni perché anche le aziende che propongono zero commissioni devono guadagnare come tutte le altre aziende del mercato». Aggiunge Conte, «Non dimentichiamo che zero costi non equivale necessariamente a maggiori guadagni, ma molto più importanti sono le scelte di investimento appropriate. L'investitore non deve mai perdere di vista l'obiettivo, conoscere ciò che acquista e ricordarsi che nulla viene regalato».