



L'orizzonte temporale nei prospetti semplificati dei fondi aperti

Nota di studio

Ufficio Studi

Gennaio 2012



1] Premessa

Nel corso del 2010 uno degli obiettivi del Gruppo di Lavoro Rischio e Classificazione è stato quello di ridurre il grado di incertezza circa la definizione di taluni elementi, quali il grado di rischio, il grado di scostamento dal benchmark, l'orizzonte temporale consigliato, da inserire nei prospetti semplificati redatti secondo la normativa Consob in vigore nel corso del 2009-2011.

Nello specifico, tenuto conto delle difficoltà di ordine pratico segnalate in merito all'applicazione di alcune indicazioni contenute nella Comunicazione Metodologica (DIN/DSE/9025454), l'Associazione aveva suggerito una soluzione operativa di pratica applicazione per la determinazione dell'orizzonte temporale.

A partire dal 2012 a seguito del recepimento nella normativa italiana della direttiva 2009/65/CE, il prospetto semplificato è stato sostituito dal KIID. I contenuti e la forma di tale documento sono specificati in maniera esaustiva dal regolamento (UE) 583/2010. Il regolamento in questione prevede l'obbligo di indicare l'orizzonte temporale *solo nei casi circoscritti* in cui questo rappresenta un elemento *essenziale* della strategia di investimento oppure è indicato nella documentazione d'offerta. In entrambe le circostanze nulla viene specificato circa le modalità di determinazione di tale misura.

Il documento si propone di esaminare se e quanto gli orizzonti temporali indicati dalle SGR nell'ambito dei prospetti 2011 (redatti secondo la previgente disciplina) si sono discostati dalla soluzione operativa proposta a suo tempo dall'Associazione.

Si ritiene che l'analisi delle relazioni tra le variabili di costo, rischio e orizzonte temporale possa essere di supporto alle SGR nell'eventualità che anche nel futuro queste, *su base del tutto volontaria perché non più soggette agli articolati vincoli della disciplina previgente*, intendano continuare ad utilizzare l'indicatore temporale nell'ambito della propria documentazione d'offerta.



2] Campione e Definizione dei dati di costo

Il campione di analisi è costituito dalle singole proposte di investimento contraddistinte da un unico versamento (c.d. PIC) contenute nei prospetti di offerta. Ciascun fondo/classe può pertanto dare luogo ad una o più proposte di investimento.

Nella tabella sottostante sono riportati il numero di proposte analizzate – 601 – per un totale di oltre 157,571 mln € di patrimonio rappresentanti il 94% dei fondi aperti di diritto italiano presenti nelle banche dati Assogestioni. La tabella mostra, inoltre, la correlazione tra grado di rischio indicato nel prospetto e la macrocategoria.

Tab. 1 – Rappresentatività del campione

Grado di rischio	# Classi							Patrimonio	
	Azionari	Bilanciati	Obbligaz	Liquidità	Flessibili	Totale	%	Mln €	%
Basso			8	26		34	6%	30.219	19%
Medio Basso			45	6	9	60	10%	40.915	26%
Medio		9	87		36	132	22%	39.076	25%
Medio Alto		37	43	1	49	130	22%	16.740	11%
Alto	175	8	4		48	235	39%	29.603	19%
Molto Alto	5				5	10	2%	1.017	1%
Totale	180	54	187	33	147	601	100%	157.571	100%

3] Analisi delle variabili

Gli orizzonti temporali indicati nei prospetti variano da un minimo di 4 mesi ad un massimo di 15 anni. Le commissioni di ingresso, che sono costituite dalla somma di commissioni di ingresso e diritti fissi, variano tra lo 0% e l'8%.

Il grado di rischio, come visto già dalla tabella 1, più popolati sono quelli da medio ad alto (si tratta perlopiù di fondi azionari e flessibili), mentre contano un numero ridotto di proposte di investimento i gradi di rischio estremi – basso e molto alto.

Nella Tabella 2 vengono riportati i coefficienti di correlazione puntuali tra le variabili orizzonte temporale (OT), grado di rischio (GR) e le commissioni di ingresso (C Ingr).



Si nota un'elevata correlazione positiva tra orizzonte temporale e grado di rischio.

Tab. 2 - Correlazioni tra le variabili.

γ	OT	GR	C Ingr
OT	1		
GR	0,75	1	
C Ingr	0,23	0,28	1

La correlazione tra grado di rischio (quindi volatilità) e commissioni di gestione era già stata rilevata in precedenti lavori. Tale correlazione determinava potenziali problemi di multicollinearità in una modellizzazione dell'orizzonte temporale che includesse entrambi i regressori.

4] Orizzonte Temporale

Nel corso del 2010 è stata proposta una soluzione operativa per la determinazione dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato.

La soluzione consisteva in una tabella, la quale, noti il grado di rischio e il livello massimo delle commissioni di ingresso applicabili al fondo, consentiva di determinare un valore medio di orizzonte (Tabella 3).

Tab. 3 – Tabella per la determinazione del valore medio dell'orizzonte temporale (anni), dati il grado di rischio e le commissioni di ingresso – Caso PIC

Grado di rischio		Commissioni d'ingresso															
		min 0%	max 0.05%	min 0.05%	max 0.5%	min 0.5%	max 1%	min 1%	max 1.5%	min 1.5%	max 2%	min 2%	max 3%	min 3%	max 4%	min 4%	max 4.5%
Volatilità																	
basso	da 0%	1.5	3	3	4	4	5	5	6								
	a 0.5%																
medio basso	da 0.5%	3	3	4	4	4	5	6	6								
	a 2%																
medio	da 2%	3	4	4	4	5	5	6	7								
	a 5%																
medio alto	da 5%	4	5	5	5	6	6	7	8								
	a 10%																
alto	da 10%	7	7	8	8	8	9	10	10								
	a 25%																
molto alto	> 25%	> 9	> 9	> 9	> 10	> 10	> 10	> 11	> 12								



Considerata questa tabella è stata prodotta una tabella analoga di *compliance*, in cui, note le variabili grado di rischio e commissioni di ingresso è presente l'orizzonte temporale medio indicato nei prospetti (Tabella 4).

E' possibile perciò confrontare i valori di orizzonte temporale presenti (in media) nei prospetti con quelli indicati nella tabella Assogestioni.

Tab. 4 – Tabella di compliance 2010 – OT medio per dato grado di rischio e range di commissione di ingresso con numero di classi.

Grado di rischio		Commissioni d'ingresso													
		min max		min max		min max		min max		min max		min max		min max	
		0% 0.05%	0.05% 0.5%	0.5% 1%	1% 1.5%	1.5% 2%	2% 3%	3% 4%	4% 4.5%						
Volatilità															
basso	da 0%	1.26	1.00	0.25	2.00	3.50	3.00								
	a 0.5%	28	1	1	1	2	2								
medio basso	da 0.5%	1.95	1.83	2.66	4.50	3.50	3.50	3.00							
	a 2%	42	6	3	2	4	2	1							
medio	da 2%	3.47	3.46	3.59	5.00	4.48	3.83	4.65	3.00						
	a 5%	51	15	14	12	25	6	8	1						
medio alto	da 5%	5.67	4.25	5.00	6.25	5.52	5.60	5.10	4.75						
	a 10%	61	12	2	12	19	10	10	4						
alto	da 10%	8.2	5.3	7.0	8.7	7.8	8.2	7.8	7.0						
	a 25%	86	18	8	15	44	26	33	5						
molto alto	da > 25%	10			8.0			7.9	6.0						
	a > 25%	3			2			4	1						

Ad esempio, a fronte di un grado di rischio basso ed una commissione d'ingresso compresa tra 0% e 0.05% sono state analizzate ventotto proposte di investimento, per le quali è stato indicato in media un orizzonte temporale di 1.26 anni, valore che non si discosta di molto da 1.5 anni proposto nella Tabella 3.

Ad una prima analisi si nota un sostanziale allineamento tra la soluzione metodologia proposta dall'associazione e gli orizzonti temporali derivanti dalle singole metodologie utilizzate dalle SGR.

L'allineamento tra le metodologie può essere meglio apprezzato dai risultati presentati nella Tabella 5, la quale esamina la distribuzione degli orizzonti temporali.

Nel dettaglio, leggendo in Tabella 3 uno specifico orizzonte temporale e i corrispondenti gradi di rischio e range di commissioni di ingresso, è stata analizzata la distribuzione degli OT per quelle proposte di investimento caratterizzate da tali gradi di rischio e range di commissioni di ingresso.



La parte centrale rappresenta la distribuzione degli orizzonti temporali con indicato da una linea tratteggiata l'orizzonte temporale da porre a confronto con la distribuzione. La parte destra indica media e deviazione standard della distribuzione.

La parte sinistra indica quali celle della tabella proposta come soluzione sono state considerate, nonché il numero di fondi interessati.

Ad esempio, secondo la tabella proposta dall'associazione, i fondi caratterizzati da:

- grado di rischio basso e commissioni di ingresso tra 0.05% e 1%;
- grado di rischio medio - basso e commissioni di ingresso tra 0% e 0.5%;
- grado di rischio medio e commissioni di ingresso tra 0% e 0.05%

avrebbero dovuto indicare un prospetto un orizzonte temporale intorno ai 3 anni. La distribuzione degli orizzonti temporali indicati nei documenti di offerta da fondi con tali caratteristiche è contraddistinta da una media di 2.7 anni e una deviazione standard di 1.2 anni.

La tabella mostra dunque una buona *compliance* tra gli orizzonti indicati e la soluzione operativa proposta. Gli scostamenti si riscontrano maggiormente sui lunghi periodi (superiori ai 10 anni) laddove le SGR hanno mostrato un maggiore "ottimismo" indicando degli orizzonti temporali più bassi di due o tre anni.



Tab. 5 - Analisi della distribuzione degli orizzonti temporali

