

# I costi nei certificati di investimento

Certificati e Derivati

Alisia Viali, Claudio Fiorelli, Federico Ciaralli, Pierpaolo Scandurra

06 dicembre 2023

L'obiettivo del presente studio a cura dell'Ufficio Studi di Certificati e Derivati è la quantificazione dell'ammontare di costi incorporati nei certificati di investimento, effettuando opportune distinzioni per tipologia di certificato, tipologia di sottostante ed emittente, al fine di confrontare i valori ottenuti con i costi di altri prodotti comunemente utilizzati nel mondo della consulenza finanziaria, come ETF, fondi passivi, fondi di investimento a gestione attiva.

## Campione e metodo

L'analisi è stata condotta a partire da un dataset composto da 1.019 certificati, ossia la totalità di quelli emessi sul mercato secondario italiano (tra SeDeX e Cert-X) nell'intervallo temporale compreso tra il 1° giugno 2023 ed il 31 agosto 2023.

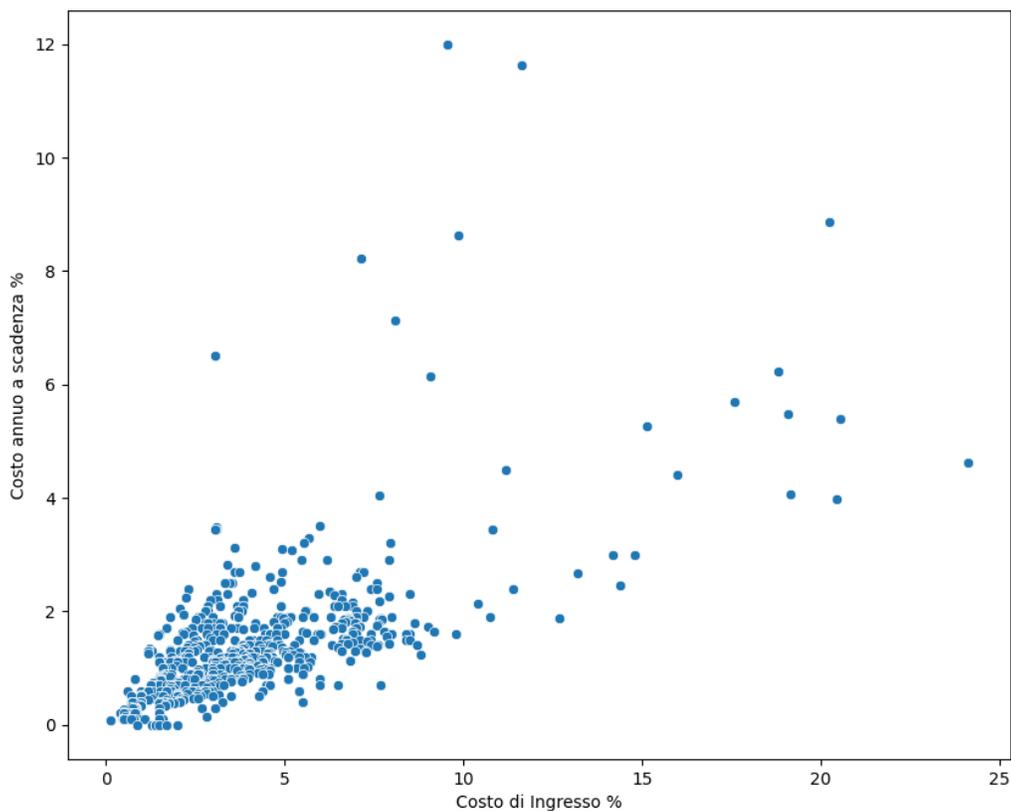
Abbiamo realizzato tale studio prendendo come riferimento due valori di costo indicati all'interno della documentazione ufficiale preparata dagli emittenti, più precisamente all'interno del KID (Key Information Document) pubblicato al momento della quotazione sul mercato secondario: i costi di ingresso e l'incidenza annua dei costi a scadenza (Reduction In Yield, anche abbreviato in "RIY").

I costi di ingresso, definiti anche "costi una tantum", vengono sostenuti dal risparmiatore al momento dell'investimento e sono già inclusi nel prezzo di acquisto del prodotto.

Per meglio comprendere poi l'impatto che questi hanno nel corso del tempo

sull'investimento (ricordando che tali importi dipendono dall'entità, dalla durata e dall'andamento dell'investimento) si può prendere in considerazione il Reduction In Yield, assumendo come ipotesi di base che il prodotto venga mantenuto in portafoglio fino a scadenza (e non vi sia pertanto un evento di call o di autocall prima della naturale scadenza).

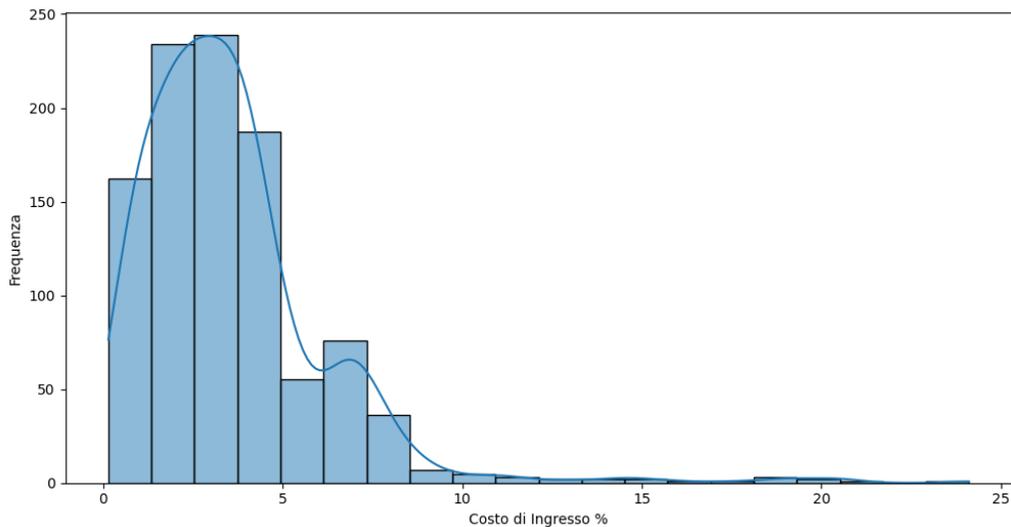
Ricordiamo che, all'interno del KID, il calcolo dei rendimenti potenziali e dei costi di un prodotto è effettuato sulla base degli scenari di performance e ipotizzando un investimento iniziale pari a 10.000 euro. In particolare, con riferimento ai rendimenti, l'emittente sulla base del capitale iniziale computa le performance potenziali alla scadenza del prodotto e in vari periodi intermedi, sia in termini assoluti che percentuali, con l'obiettivo di simulare come l'investimento potrebbe evolvere nel corso del tempo. Tali stime vengono elaborate per quattro differenti scenari: favorevole, moderato, sfavorevole e di stress, con l'eventuale indicazione di uno scenario minimo per i prodotti che prevedono un rendimento minimo garantito a scadenza. Questi rappresentano un'indicazione di alcuni dei possibili risultati



futuri sulla base dei rendimenti recenti, ossia delle evidenze del passato, non rappresentando tuttavia un indicatore esatto: gli stessi potrebbero infatti divergere dai rendimenti effettivi percepiti dai risparmiatori, che variano in base all'andamento di mercato e alla durata dell'investimento. Infine, chiariamo che i rendimenti qui riportati, sia in termini assoluti che percentuali, vengono espressi al netto dei costi che gravano sul prodotto.

Analogamente, per quanto concerne l'andamento dei costi nel tempo, l'emittente, sulla base del capitale iniziale di 10.000 euro e assumendo che il prodotto registri la performance indicata nello scenario moderato, calcola i costi totali in termini assoluti e l'incidenza annua dei costi (Reduction in Yield) in termini percentuali, sia alla scadenza del prodotto che in periodi intermedi. Il Reduction in Yield esprime l'impatto che l'insieme dei costi dovuti ha sul possibile ritorno dell'investimento, permettendo quindi di quantificare la riduzione del rendimento potenziale per effetto degli stessi; tale indicatore si differenzia dal TER (Total Expense Ratio), utilizzato comunemente nell'ambito dei fondi di investimento e definito come "il rapporto fra il totale degli oneri posti a carico del fondo e il patrimonio medio dello stesso".<sup>1</sup>

<sup>1</sup>MORNINGSTAR, [https://www.morningstar.it/it/glossary/101675/total-expenses-ratio-\(ter\).aspx](https://www.morningstar.it/it/glossary/101675/total-expenses-ratio-(ter).aspx) (consultato il 19 ottobre 2023).



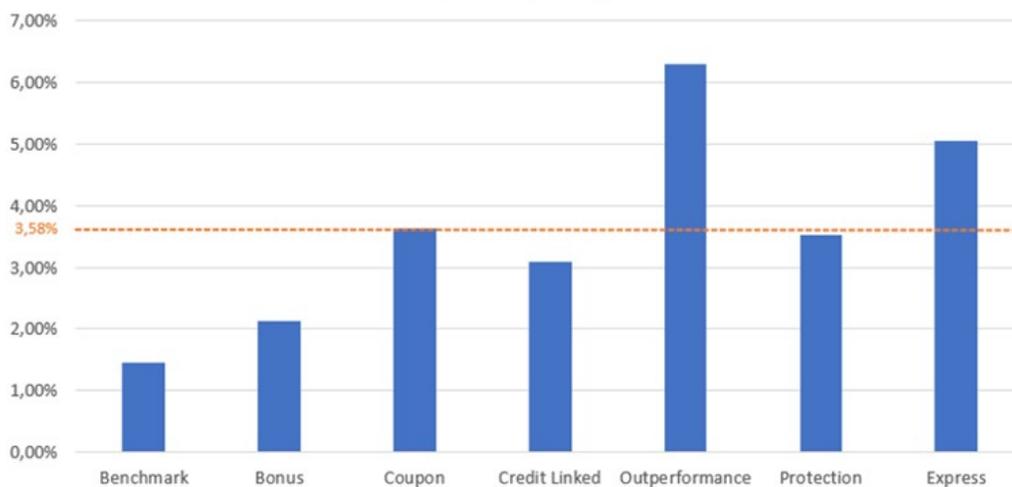
## Risultati

Analizzando i dati raccolti, si possono dapprima commentare i risultati relativi ai costi di ingresso, osservando un valore medio pari al 3,58%.

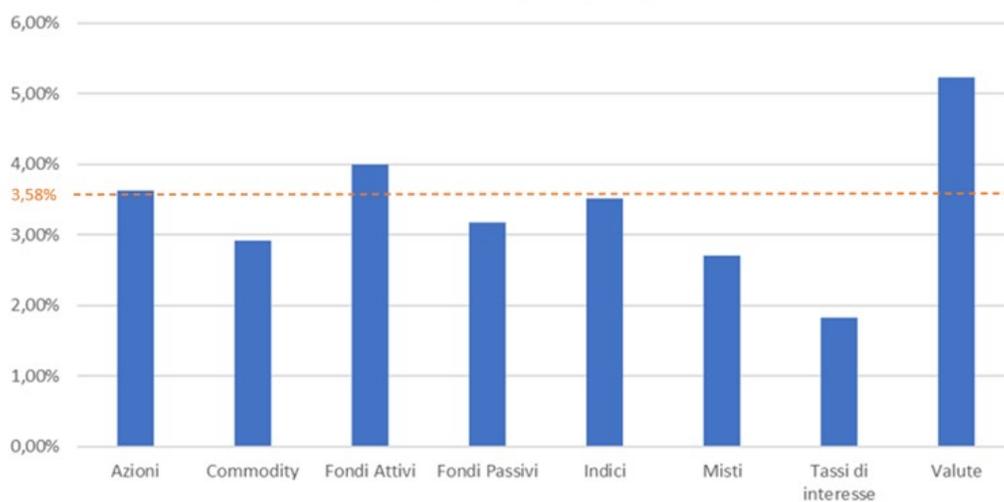
Esaminando più nel dettaglio questo dato, è possibile osservare come le varie tipologie di certificati presenti sul mercato mostrino un valore medio di costo tra loro diverso. La categoria meno costosa è quella dei Benchmark con un costo medio di ingresso leggermente inferiore ad un punto e mezzo percentuale, seguita dai Bonus, con un valore medio pari al 2,12%. Al contrario, le tipologie più costose risultano essere quelle degli Express e degli Outperformance, per i quali si rileva un costo medio rispettivamente pari al 5,04% e al 6,30%. In tal senso, non sorprende che la tipologia meno costosa sia proprio quella dei Benchmark (1,46%), essendo questi prodotti piuttosto semplici, replicando linearmente le performance dell'attività finanziaria sottostante ed essendo caratterizzati da una struttura e da un payoff piuttosto elementari e meno articolati rispetto a quelli di altri prodotti. Oltretutto, tra i certificati di tipo Benchmark che rientrano nel campione, quattro su cinque sono scritti su un indice a gestione attiva (Gold Harmony, Reddito Index, Valore Index e Titan Strong Dividend), presentando dunque una commissione di gestione maggiormente allineata ad un fondo di investimento attivo piuttosto che ad un ETF oppure ad un certificato Benchmark con sottostante un indice classico. All'estremo opposto troviamo, coerentemente, categorie di certificati il cui payoff risulta piuttosto asimmetrico, richiedendo pertanto una gestione del rischio più attenta e dispendiosa da parte dei rispettivi trading desk.

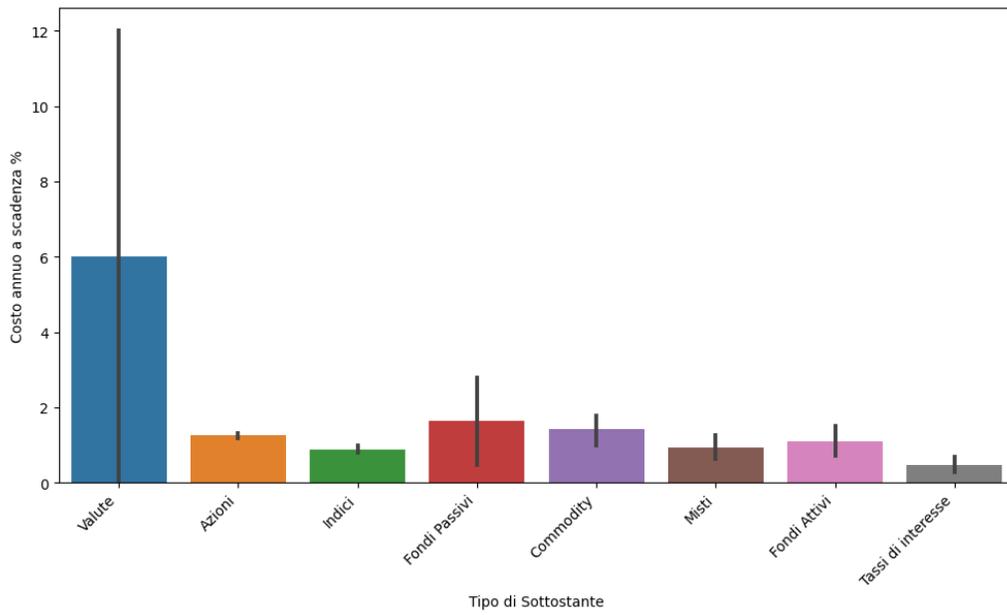
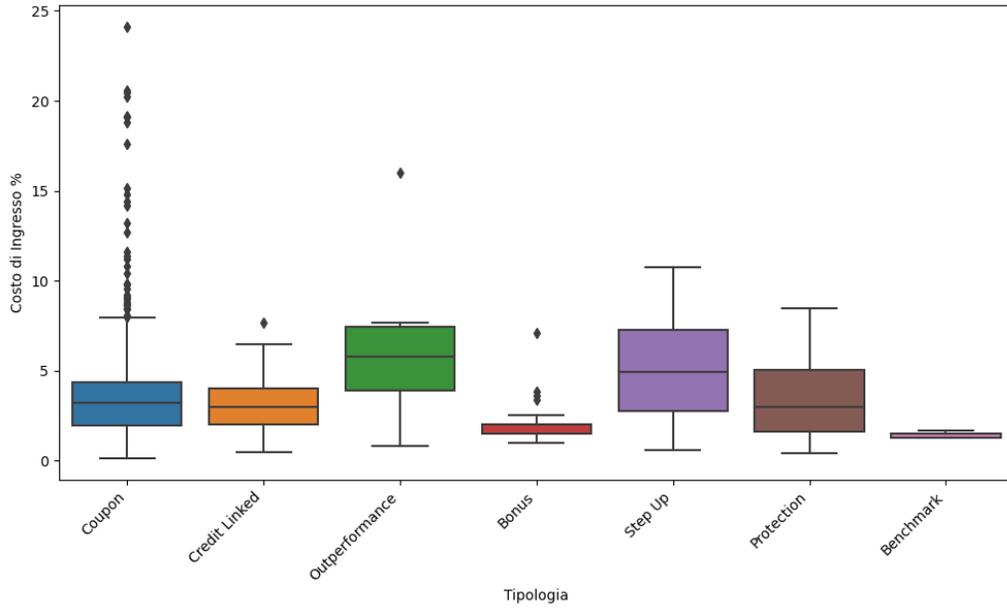
Successivamente si è discriminato il campione raccolto in base alla tipologia del sottostante, distinguendo tra azioni, indici, valute, commodities, tassi di interesse, fondi attivi e passivi. Nei certificati legati alle valute (all'interno di questa categoria rientrano tuttavia appena due certificati di quelli compresi nel campione analizzato), ai fondi attivi e alle azioni si è riscontrato un elevato costo di ingresso, rispettivamente pari al 5,23%, 3,99% e 3,63%, mentre quelli scritti sui tassi di interesse si posizionano su valori più bassi, con una media dell'1,83%.

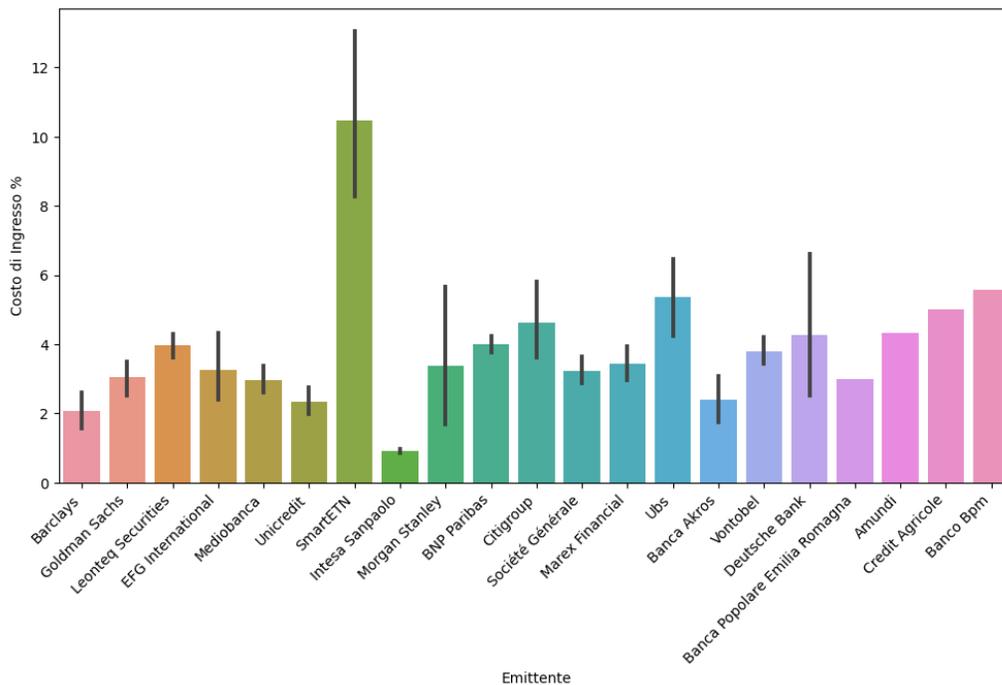
Media Costo di ingresso per tipologia certificato



Media Costo di ingresso per tipologia sottostante



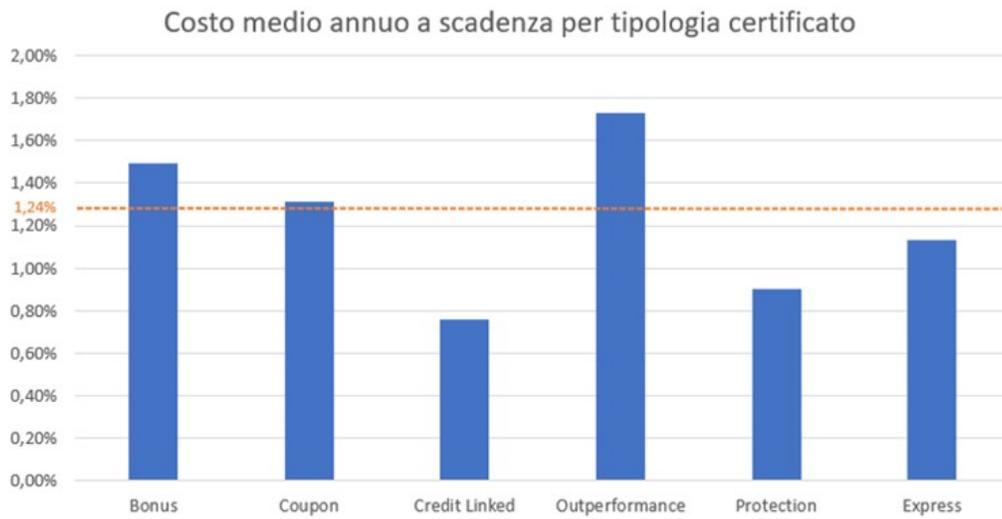
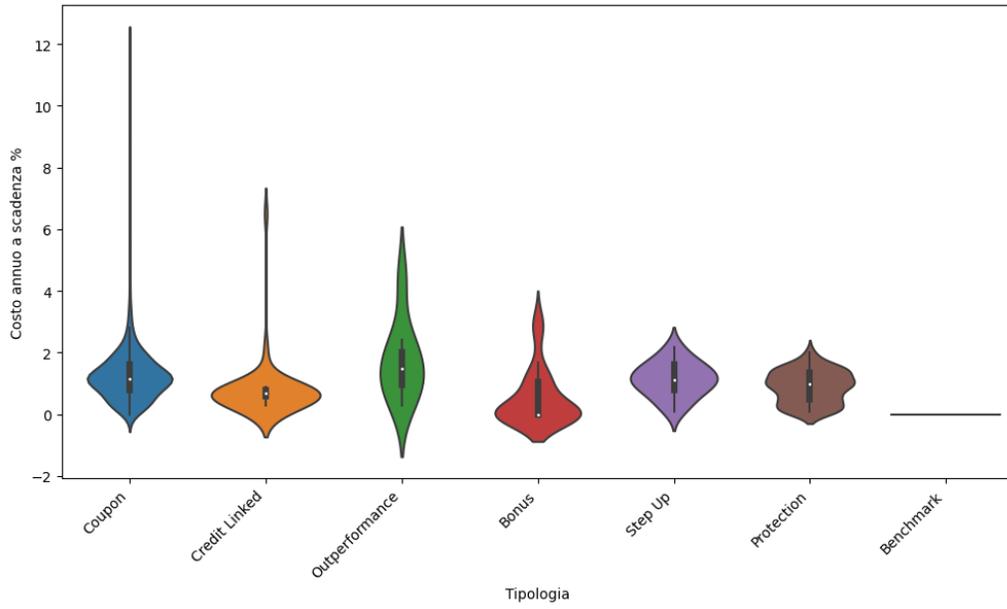




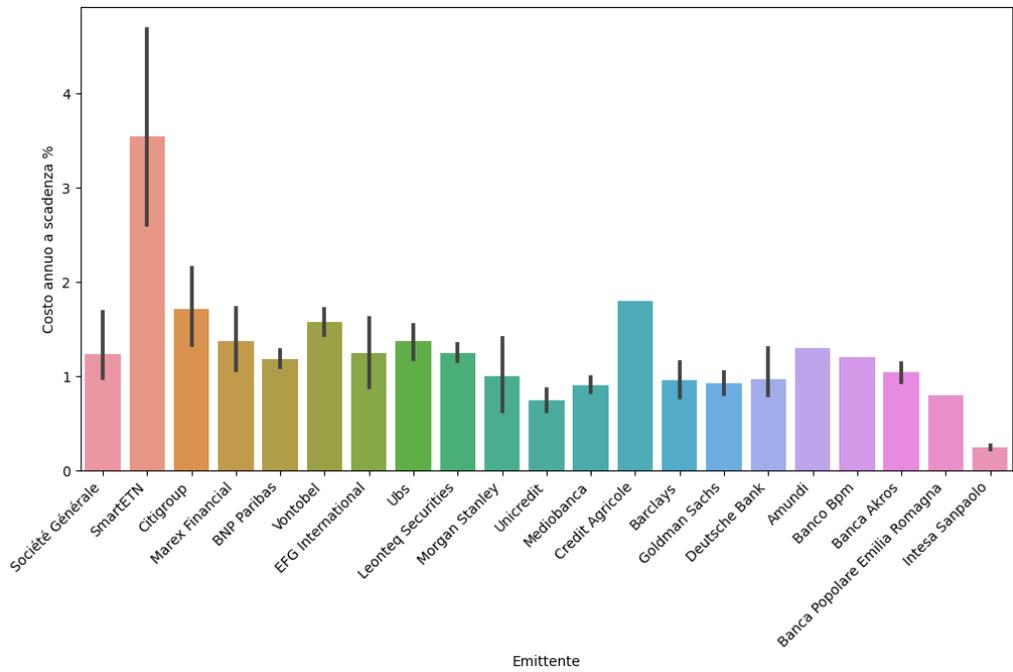
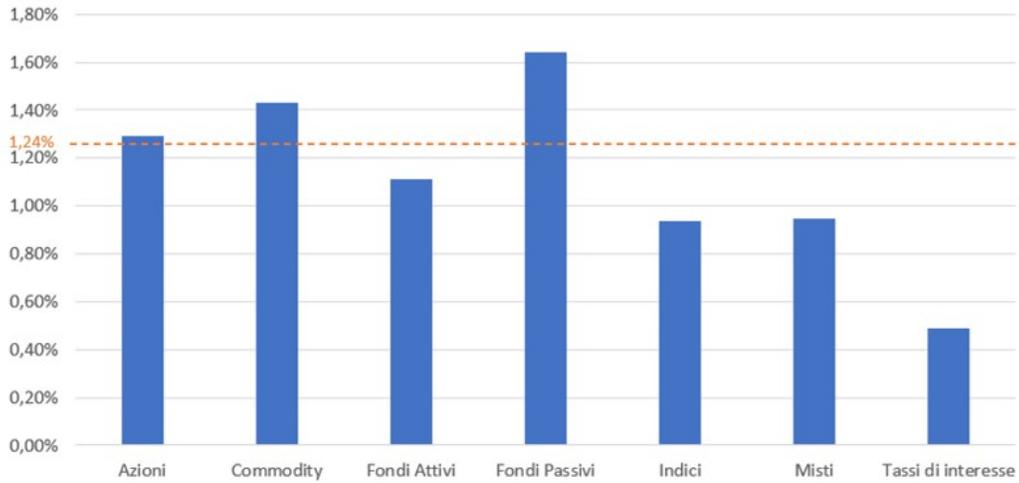
Infine, la ricerca è stata condotta differenziando per emittente. Tra gli emittenti meno costosi, si distinguono in particolare Intesa Sanpaolo e Barclays, che registrano un costo medio di ingresso decisamente inferiore alla media e rispettivamente pari allo 0,91% ed al 2,07%, con Banca Akros, BPER, EFG, Goldman Sachs, Marex, Mediobanca, Morgan Stanley, Société Générale ed Unicredit che si mantengono comunque al di sotto di essa. All'estremo opposto troviamo Ubs (5,37%), Banco Bpm (5,58%) e SmartETN (10,47%).

Passati dapprima in rassegna i risultati relativi ai costi di ingresso, si è successivamente esaminato il relativo impatto in termini annuali (RIY), assumendo che l'investimento sia mantenuto fino alla naturale scadenza dello strumento (e che dunque non vi sia né un evento autocall né tantomeno un richiamo discrezionale da parte dell'emittente). L'intero dataset analizzato mostra come la media dell'incidenza dei costi annui a scadenza sia pari all'1,24%.

Ancora una volta si è dapprima suddiviso il campione in categorie, al fine di distinguere le differenti tipologie di certificati: Benchmark, Bonus, Coupon, Credit Linked, Outperformance, Protection ed Express. Come in precedenza, gli Outperformance sono maggiormente onerosi, con un costo annuo medio del 1,73%, seguiti dai Bonus; questi ultimi rientrano tra le categorie più dispendiose, mentre in precedenza risultavano la tipologia meno costosa dopo i Benchmark. Essendo questo un costo medio annuo a scadenza, il fattore che in questo caso influenza la statistica è la maturity dello strumento: dal dataset si può infatti osservare che il time to maturity di tali prodotti è mediamente inferiore rispetto a quello delle altre tipologie. Sono invece i Credit Linked e i Protection a contenere il minor costo medio annuo, per entrambi inferiore ad un punto percentuale.



Costo medio annuo a scadenza per tipologia sottostante



Ripartendo successivamente i dati raccolti per tipologia di sottostante, osserviamo immediatamente come il costo medio annuo dei certificati legati alle valute (pari al 12%) sia significativamente superiore rispetto a quelli scritti su altre categorie di sottostanti, sebbene tale outlier derivi da appena due osservazioni sulle oltre mille che compongono il campione.

Analizzando quindi più nel dettaglio le restanti categorie, si può notare come i certificati scritti sui tassi di interesse e sugli indici incorporino un costo medio annuo a scadenza inferiore ad un punto percentuale, posizionandosi così nella fascia più bassa dei costi relativi alle diverse asset class, mentre i fondi passivi e le commodities, mostrano un valore rispettivamente pari al 1,64% e al 1,43%, risultando quindi come gli strumenti meno economici.

Analizzando infine il dataset distinguendo per emittente, si osserva come SmartETN presenti un costo medio annuo al di sopra dei tre punti percentuali, mentre BPER, Barclays, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Intesa Sanpaolo, Mediobanca e Unicredit registrano un valore inferiore ad un punto percentuale, con Intesa Sanpaolo che si spinge addirittura fino allo 0,25%.

## Conclusioni

Riassumendo i risultati dello studio effettuato, è pertanto possibile affermare che il costo medio di un certificato di investimento al momento della quotazione sul mercato secondario è pari al 3,58% del controvalore investito e che questo si rifletta nel tempo con un'incidenza media annua dell'1,24% sul rendimento potenziale, assumendo che lo strumento venga detenuto fino alla naturale scadenza (e non vi sia né un evento autocall né tantomeno un richiamo discrezionale da parte dell'emittente).

Provando ora ad effettuare un paragone con i costi di altri strumenti finanziari, dall'Annual Statistical Report pubblicato dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) nell'aprile del 2022, si evince come per i fondi comuni azionari italiani a gestione attiva il costo medio annuo sia pari al 2% circa dell'investimento.<sup>2</sup> I fondi a gestione passiva presentano invece fisiologicamente costi di gestione sensibilmente inferiori, limitandosi a replicare linearmente l'andamento di un indice o benchmark, fattore che si traduce in un minor costo complessivo dello strumento. Il costo medio annuo è infatti inferiore rispetto a quello dei fondi attivi, attestandosi a circa lo 0,5%.<sup>3</sup> Infine, si evidenzia come lo strumento più economico sia l'ETF (che l'ESMA distingue dai fondi a gestione passiva dal momento che questi ultimi non sono quotati su un mercato azionario), in quanto per gli ETF azionari il costo medio annuo è di circa lo 0,3%.<sup>4</sup>

<sup>2</sup>“Parliamo di investimenti. C'è fondo e fondo...”, in sito di Banca d'Italia, 04 gennaio 2023, <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/parliamo-di-investimenti-c-fondo-e-fondo/>: :text=Secondo%20l'ultimo%20rapporto%20dell,media%20al%202%2C0%25 (consultato il 19 ottobre 2023).

<sup>3</sup>“Parliamo di investimenti. C'è fondo e fondo...”, in sito di Banca d'Italia, 04 gennaio 2023, <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/parliamo-di-investimenti-c-fondo-e-fondo/>: :text=Secondo%20l'ultimo%20rapporto%20dell,media%20al%202%2C0%25 (consultato il 19 ottobre 2023).

<sup>4</sup>ESMA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, “Performance and Costs of EU Retail Investment Products. ESMA Annual Statistical Report”, 05 aprile 2022, <https://www.esma.europa.eu>(consultato il 19 ottobre 2023).

Confrontando questi valori con quelli relativi ai certificati di investimento è agevole notare come i costi medi annui di questi ultimi siano inferiori rispetto ai fondi attivi e maggiori di quelli passivi e degli ETF. La motivazione può essere legata al fatto che la gestione attiva richiede la presenza di un gestore, il quale dovrà selezionare gli strumenti finanziari in cui investire e ribilanciare periodicamente il portafoglio in base alle esigenze di mercato, al fine di battere l'indice di riferimento. Tale attività necessita quindi di un'adeguata remunerazione, elemento che implicherà la presenza di elevate fees. Con la gestione passiva invece la strategia creata ha l'obiettivo di replicare un indice di riferimento, in genere il gestore non è infatti presente. Le commissioni in tal caso saranno quindi complessivamente minori, comportando dei costi medi annui inferiori sia rispetto ai fondi attivi che ai certificati; questi ultimi offrono, a differenza dei fondi passivi, payoff ed opportunità di investimento che non sono replicabili dagli investitori retail (molte delle opzioni che compongono un certificato sono infatti negoziate soltanto OTC) e necessitano di un'attenta gestione del rischio da parte dell'intermediario che deve successivamente fornire una quotazione continuativa degli stessi, giustificando in tal senso un costo superiore rispetto a strumenti più semplici.