

B12. FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

A.A. 2024/25

PROF. ALBERTO DREASSI – ADREASSI@UNITS.IT



ARGOMENTI



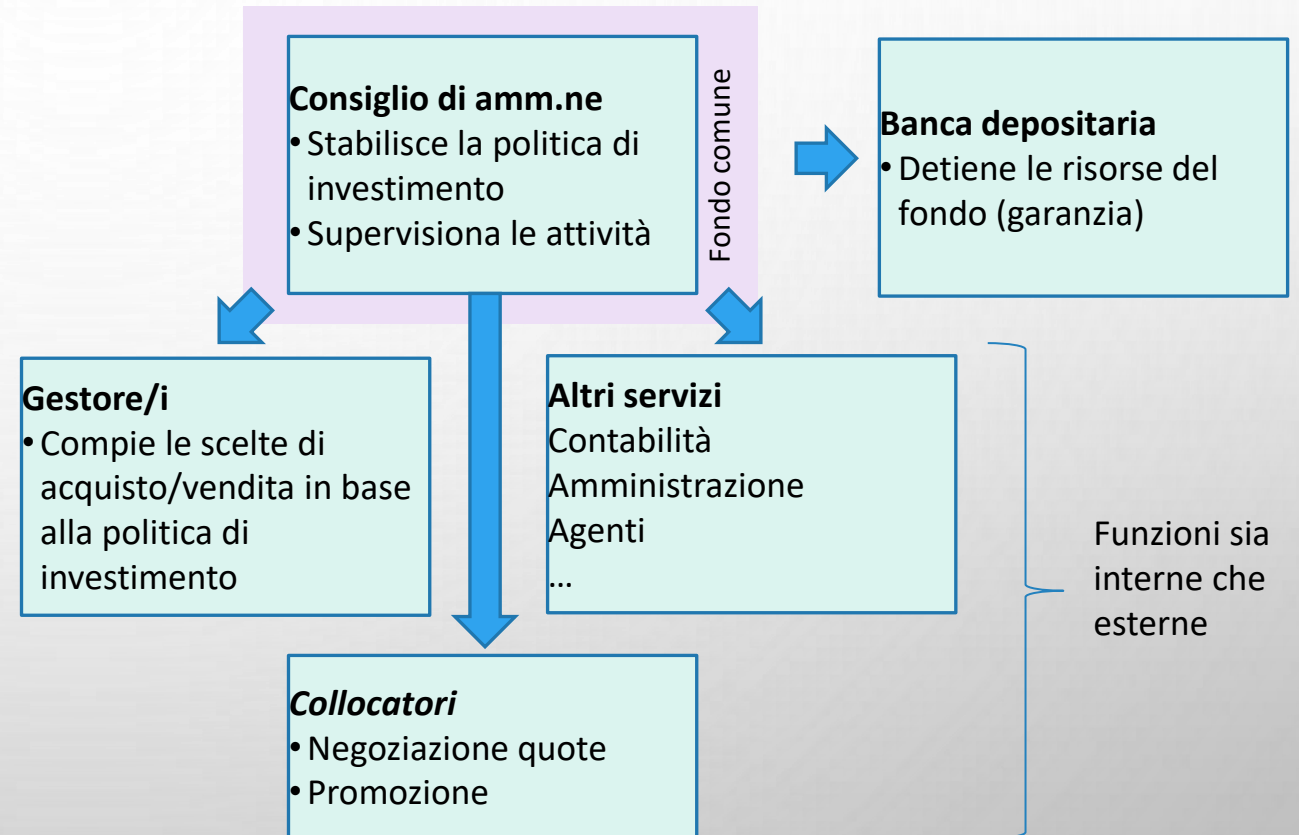
- PERCHÉ ESISTONO I FONDI COMUNI?
- COME SONO ORGANIZZATI?
- COME SI MISURANO LE PERFORMANCE?
- QUALI TIPI DI FONDI ESISTONO?

DATI: ICI (REPORT 2024),
EFAMA (REPORT 2024),
MORNINGSTAR (US ACTIVE/PASSIVE BAROMETER 2024)

SCOPI DEI FONDI COMUNI

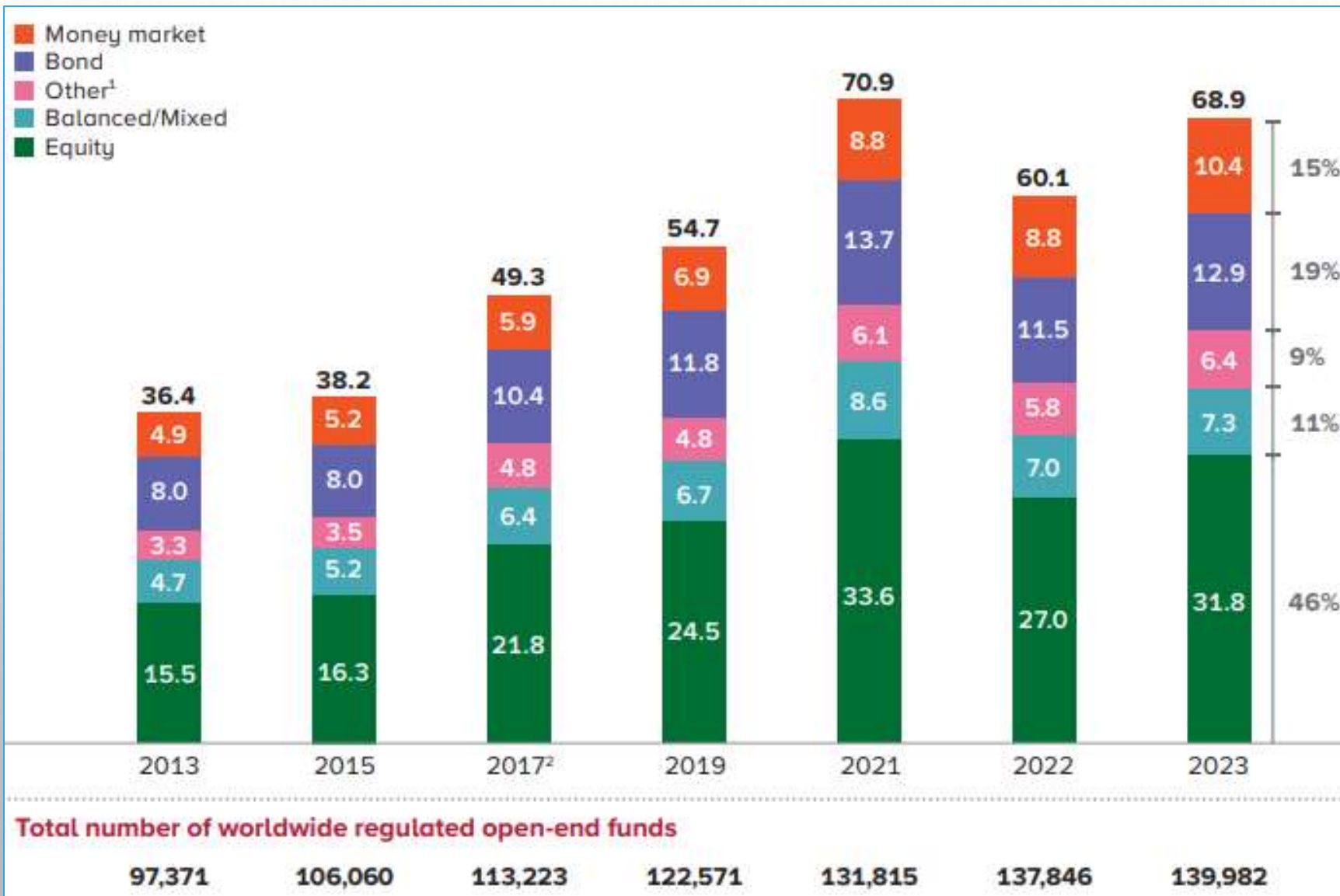
Crescita rapida e vantaggio competitivo (2022: 137.892 fondi aperti, 60,1 trn\$):

- **Liquidità** degli investimenti
- **Accesso** a titoli con denominazioni elevate e **diversificazione** con fondi limitati
- **Economie di scala** sui costi di transazione ed **esperienza**
- **Trasferibilità** dei fondi
- **Specializzazione** multidimensionale
- **Struttura «snella»**
- **Investimento tramite quote** (anche a «distribuzione»)

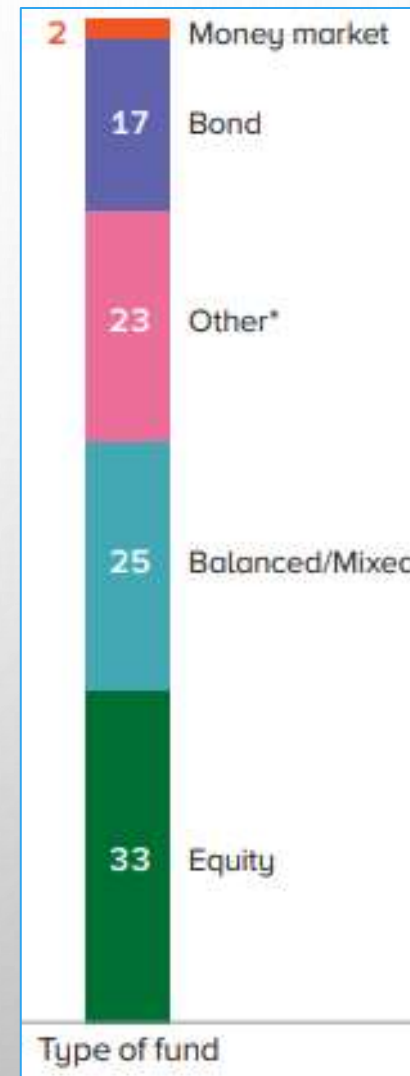


STRUTTURA DEL MERCATO

Net assets of regulated open-end funds by type (TRN USD)



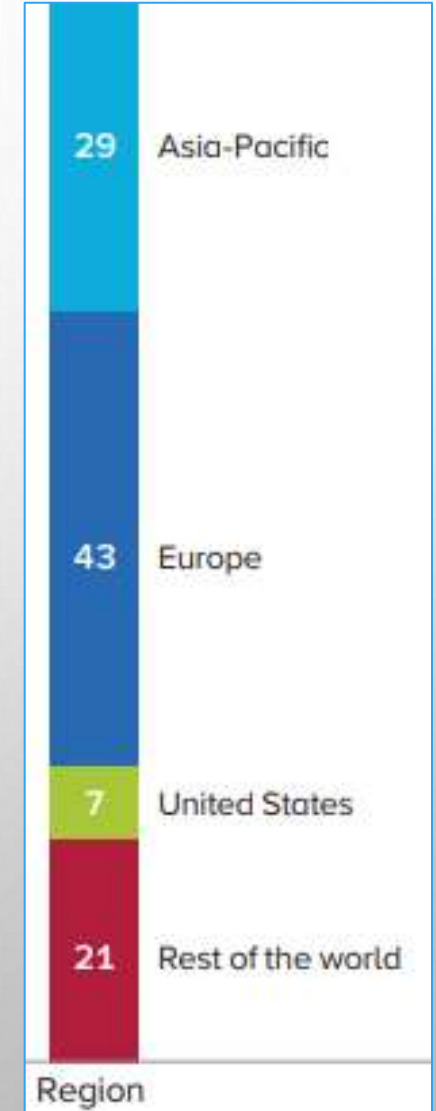
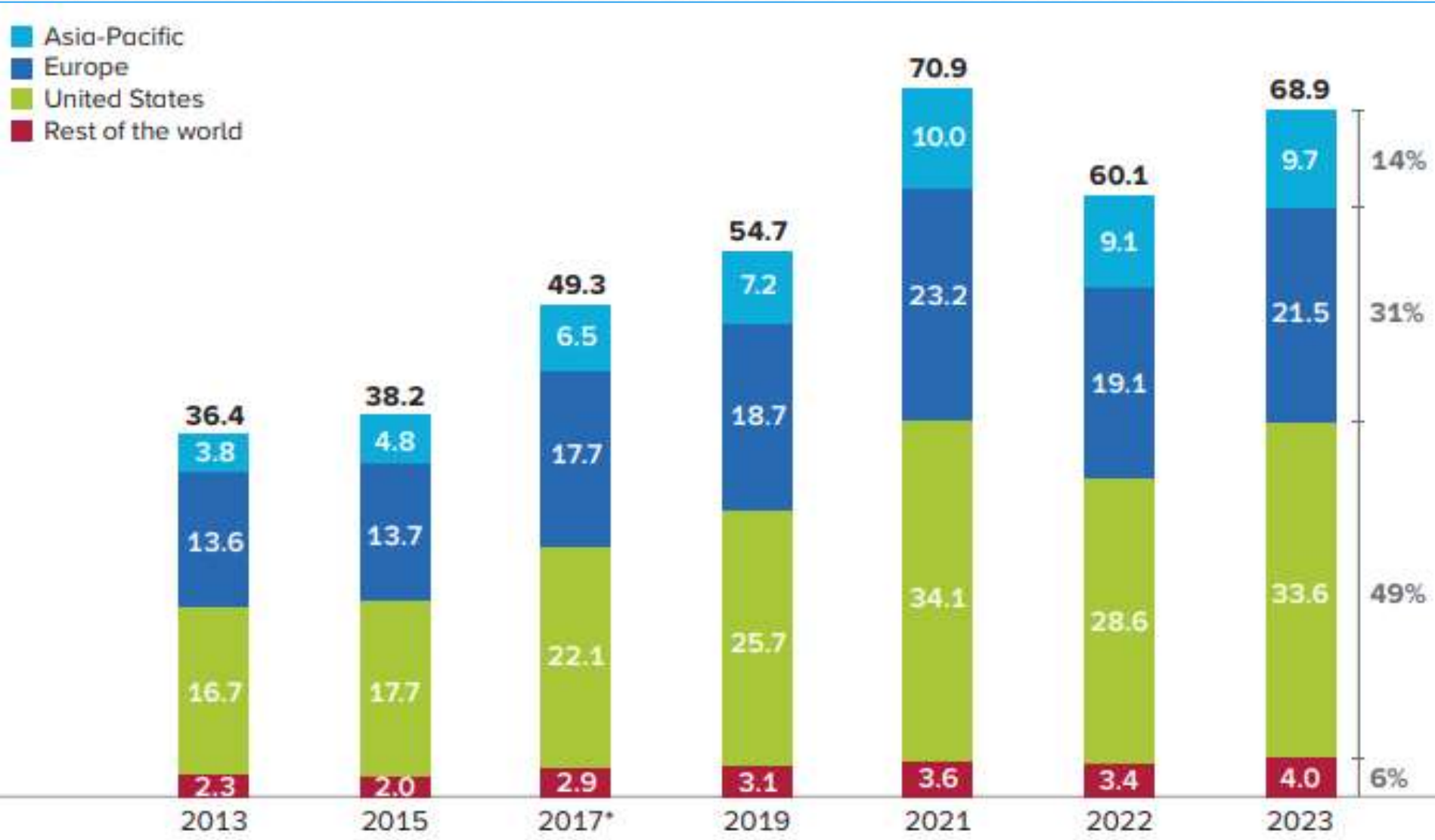
By number (%)



STRUTTURA DEL MERCATO

Net assets of regulated open-end funds by region (TRN USD)

By number (%)



PERFORMANCE

Principale strumento di valutazione: NAV

- $$\frac{\text{VALORE DI MERCATO DEGLI ATTIVI} - \text{PASSIVITA'}}{\text{NUMERO DI QUOTE}}$$
- Prezzo corrente di acquisto/vendita
- Permette di tracciare la *performance* in modo **generico**



Altre misure considerano:

- il **rischio** del singolo fondo
- il **risultato effettivo** per un investitore
- l'**efficacia** della gestione

PERFORMANCE

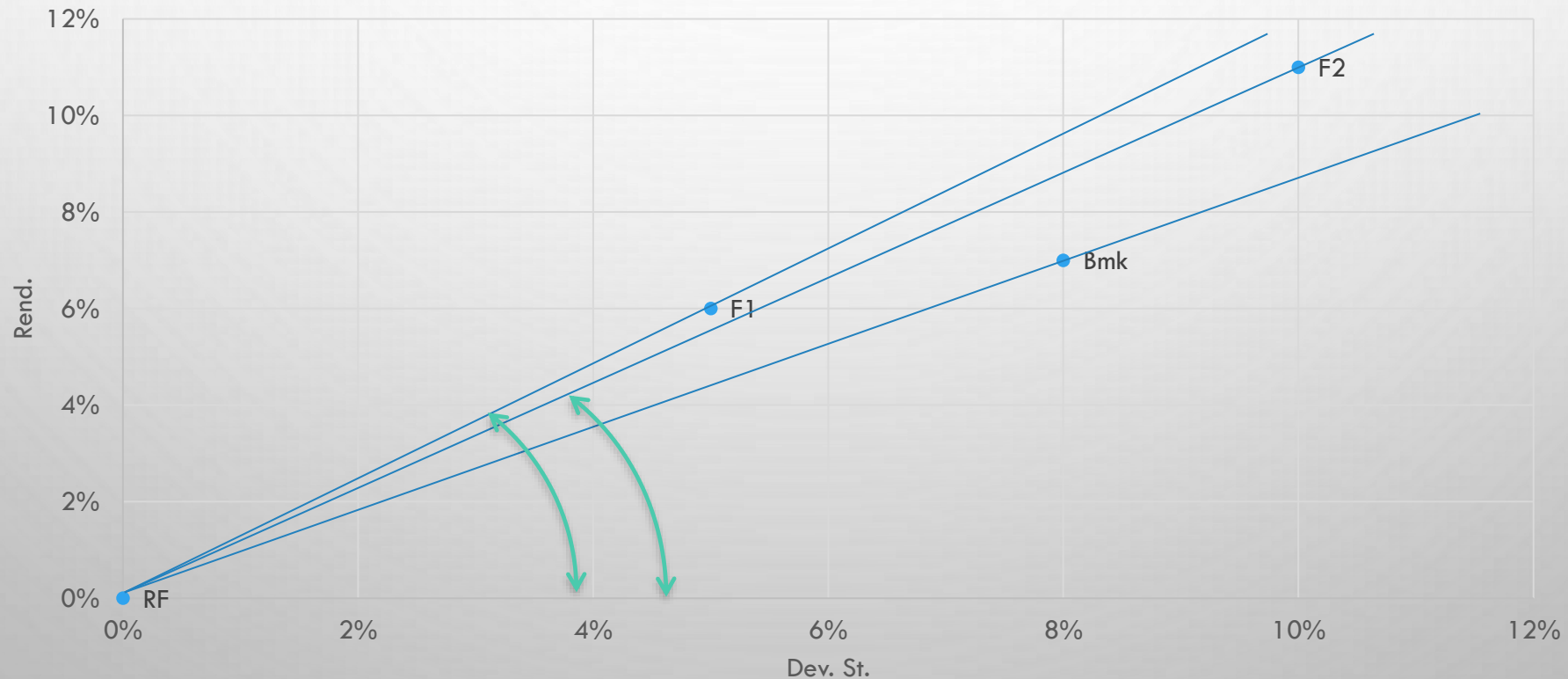
- Indice di Sharpe $SR = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P}$
 - Indice di Modigliani $M = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P} \sigma_m$
 - Indice di Treynor $Treynor = \frac{r_P - r_f}{\beta_P}$
 - Indice di Sortino $Sortino = \frac{r_P - r_f}{DSR}$
 - MWRR $MWRR = R(t_0, T) = \frac{V(T) - V(t_0) - F}{\bar{V}(t_0, T)}$
 - Tracking error volatility $TE = \sigma_{r_p - r_B}$
- Diverse misure di "rischio": st.dev. assoluta e relativa, beta (volatilità dei rendimenti del fondo rispetto a quelli del mercato), *downside risk* (misura delle sole variazioni negative o al di sotto della media)
- Stima della *performance* effettiva (scelte individuali): differenza di valore del fondo al netto dei flussi netti in rapporto alla consistenza media dell'investimento, per sottoperiodi
- Differenziale di volatilità dei rendimenti rispetto al benchmark

PERFORMANCE

SHARPE RATIO (analogo, ma sul Beta, per Traynor)

Ipotesi:

- Fondo 1: rendimento 6%, dev.st. 5% SR= 1,2
- Fondo 2: rendimento 11%, dev.st. 10% SR= 1,1
- *Benchmark*: rendimento 7%, dev.st. 8% SR= 0,88
- *Risk free*: rendimento 0%, dev.st. 0%

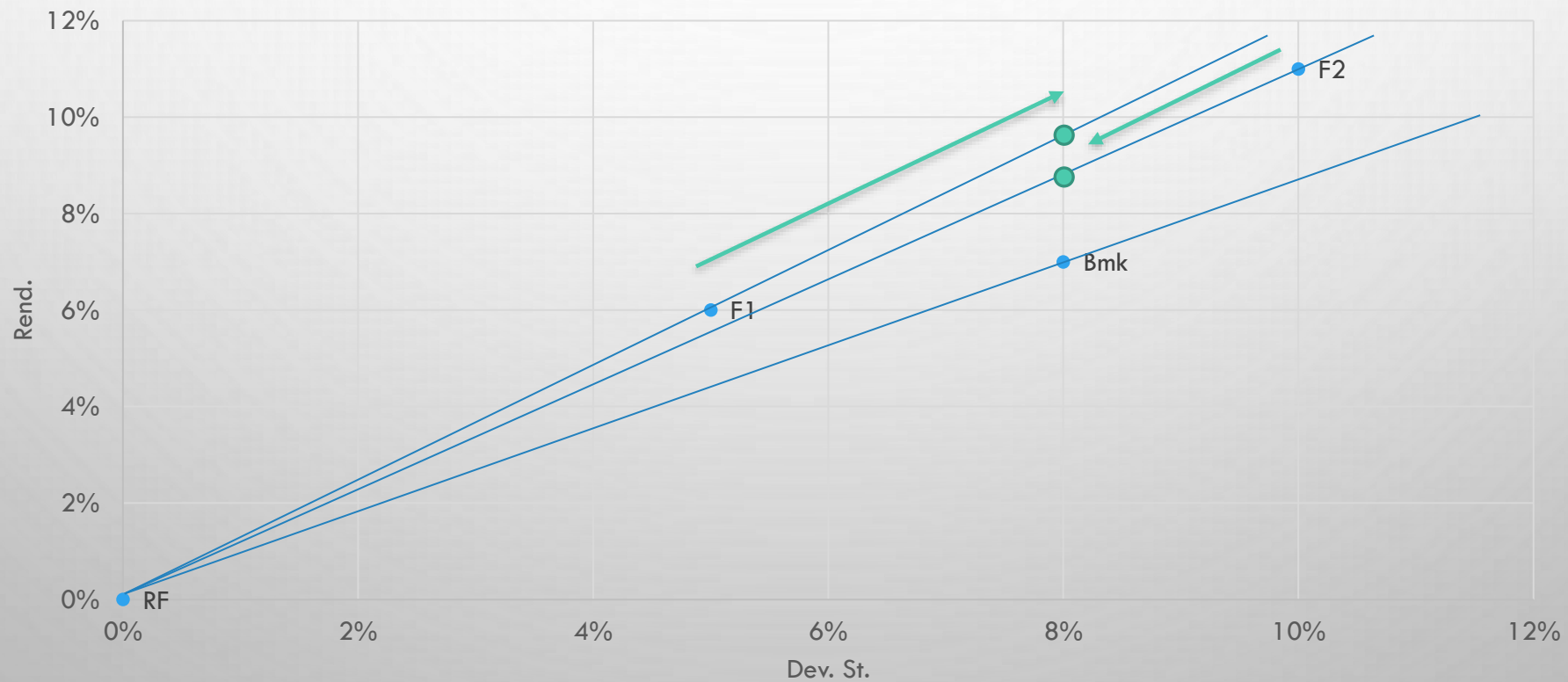


STRUTTURA DEL MERCATO

RAP DI MODIGLIANI

Ipotesi:

- Fondo 1: rendimento 6%, dev.st. 5% RAP = 0,096
- Fondo 2: rendimento 11%, dev.st. 10% RAP = 0,088
- *Benchmark*: rendimento 7%, dev.st. 8%
- *Risk free*: rendimento 0%, dev.st. 0%



STRUTTURA DEL MERCATO

ESEMPIO DI USO DI T.E. E T.E.V.

(da Bolognesi, Dreassi, Migliavacca, Paltrinieri (2024). *Mapping sustainable investing: exploring ambiguities and consistencies among sustainable indices*, Journal of Environ. Management)

SRI&Ethical



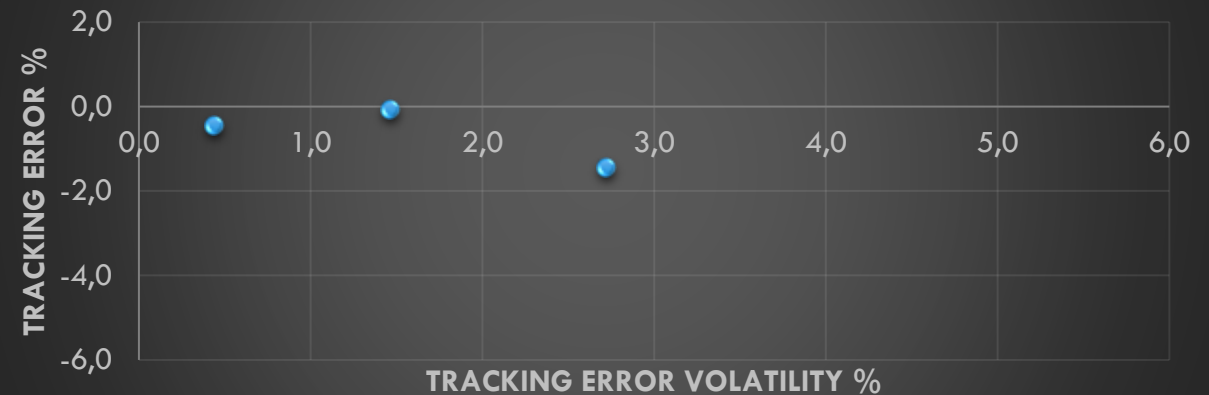
Faith based



ESG



Climate



TIPOLOGIE

In base alla struttura dell'investimento:

- **fondi chiusi:**
 - numero di quote fissato all'offerta iniziale
 - limite a nuovi investimenti, evita riscatti
 - concentrazione in specifiche classi di attivi

- **fondi aperti:**
 - larga maggioranza: nuovi investitori
 - comportano l'emissione di nuove quote
 - frequente opzione di riacquisto
 - elevata liquidità



Per obiettivo di investimento:

- **azionari:** focus su dividendi, conto capitale o in combinazione (+ segmentazioni geografiche, settoriali, ...)

- **obbligazionari:** segmentati per emittente, valute, scadenze, aree geografiche, settori, ...

- **monetari:** breve termine, poco costosi/redditizi

- **bilanciati:** azionario + obbligazionario

- **a gestione passiva**

- **hedge:** sfruttare anomalie di prezzo, in deroga alle norme prudenziali o di frazionamento del rischio, spesso *off-shore*, lungo termine, più rischiosi, leva

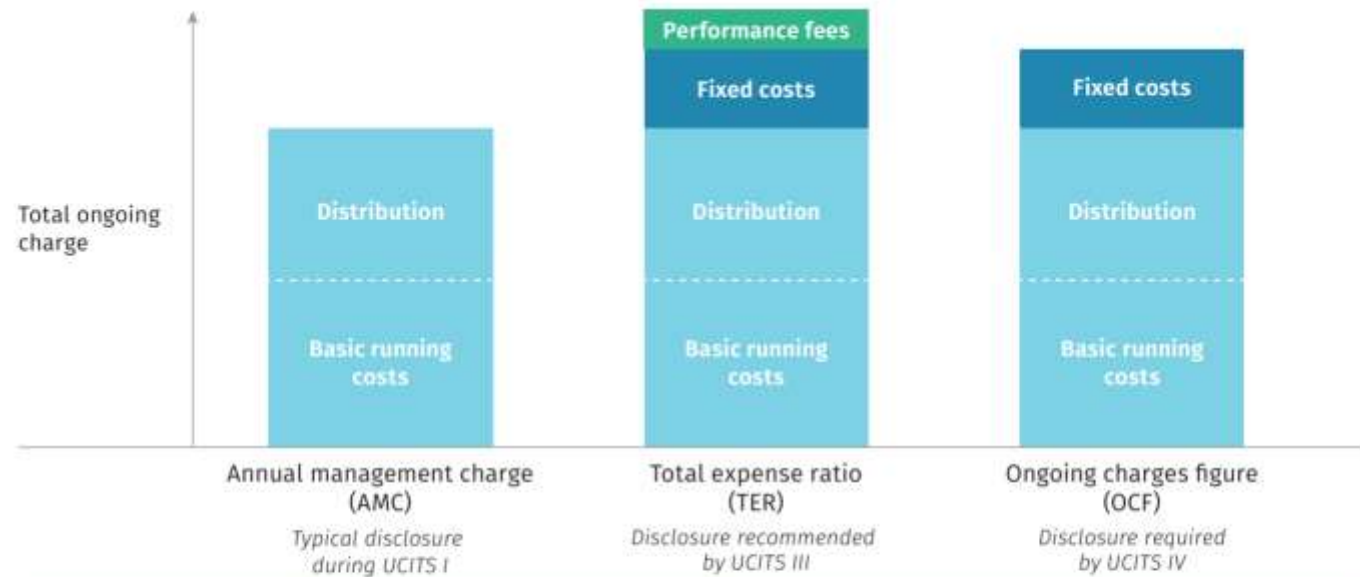
- **fondi riservati:** ingresso limitato ad investitori qualificati

COSTI

Strutture commissionali:

- **commissioni di ingresso**, riducono l'investimento iniziale
- **commissioni di uscita**, applicate alla liquidazione e spesso decrescenti («tunnel»)
- **commissioni di gestione**, prelievo annuale
- **commissioni di *performance***, se i risultati superano alcune soglie
- **costi di trasferimento** delle risorse fra comparti (*switch*)
- costi impliciti (*cash drag*, ...), effetti fiscali, ...

Elements of Ongoing Charges Incurred for Investing in UCITS



Descriptions of costs

Basic running costs. Fees that include staff salaries, research costs, and other similar essential operating costs.

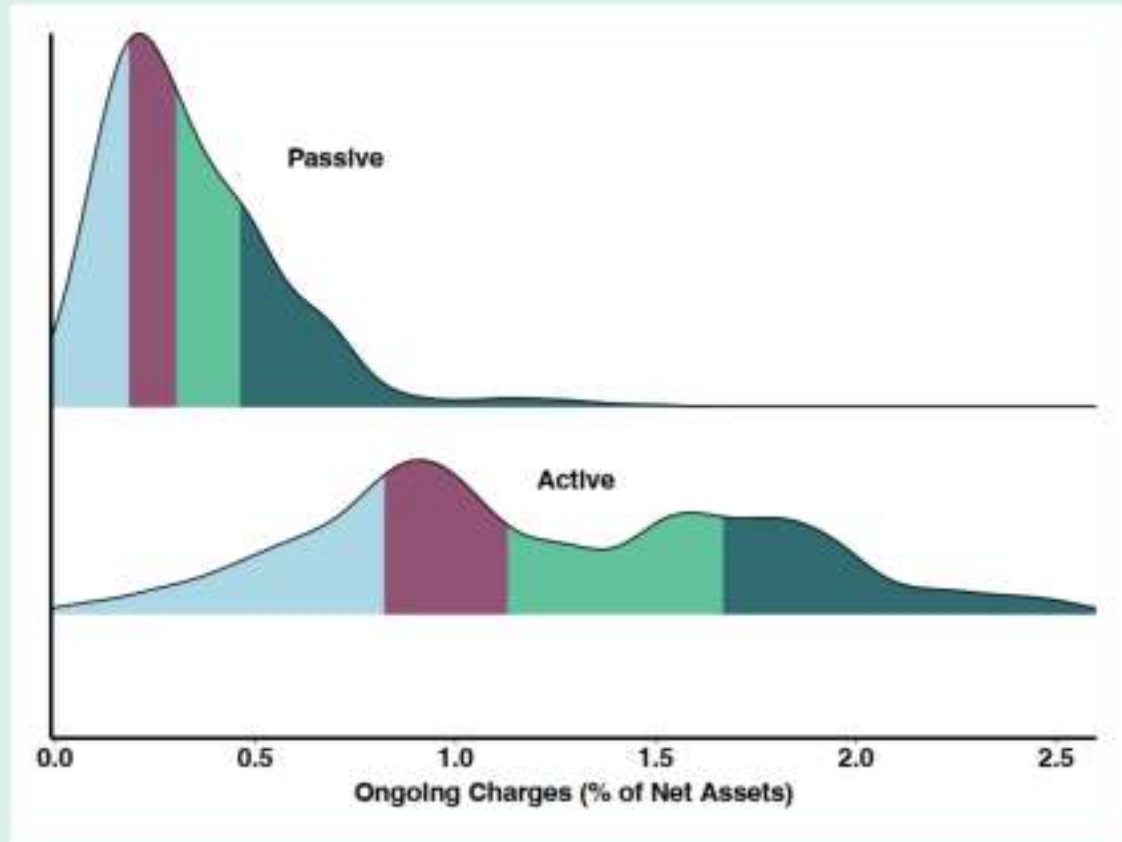
Distribution. Fees paid by the fund to the distributor for its services, sometimes referred to as *trailer fees* or *retrocessions*. Some EU countries prohibit such fees for new/existing subscriptions.

Fixed costs. Fees relatively fixed in euro terms—includes fees such as administrator fees, depositary fees, audit fees, transfer agent fees, legal fees, and regulatory fees.

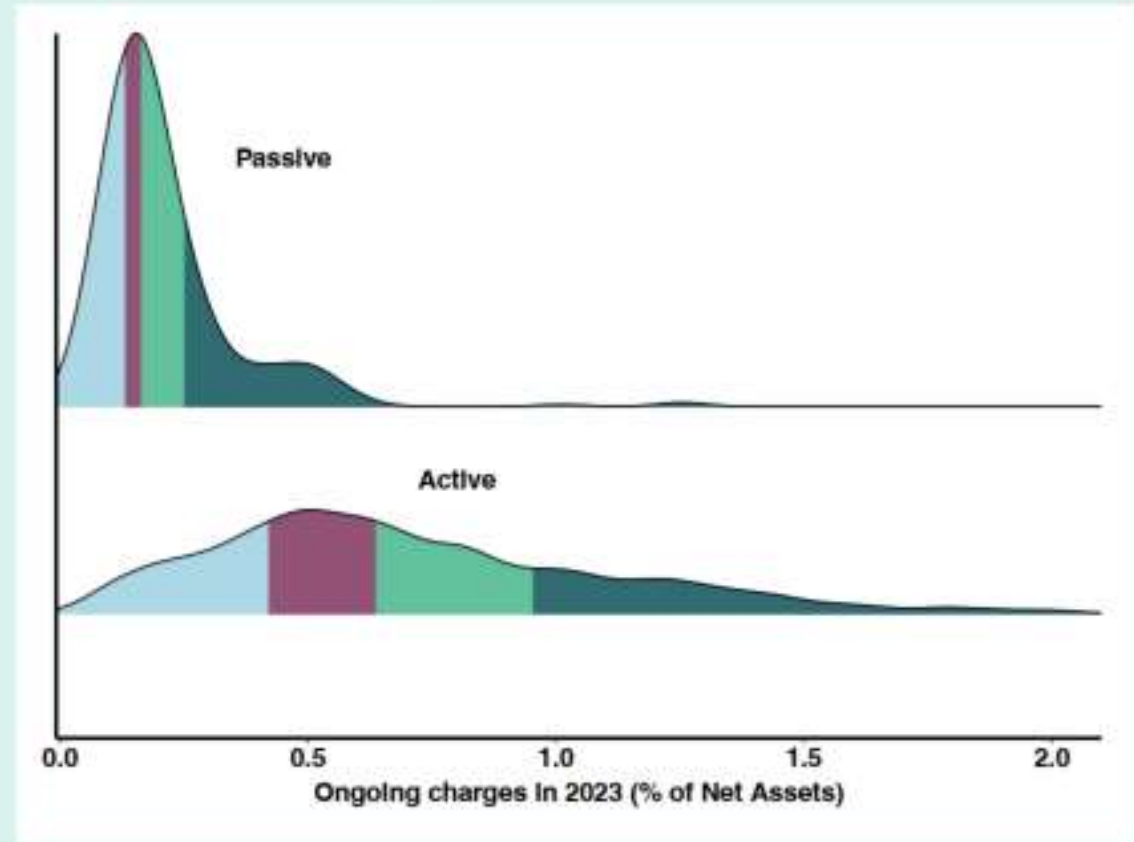
Performance fees. Fees related to fund performance that are explicitly *included* in the TER, but explicitly *excluded* from the OCF.

COSTI (EU)

Equity UCITS



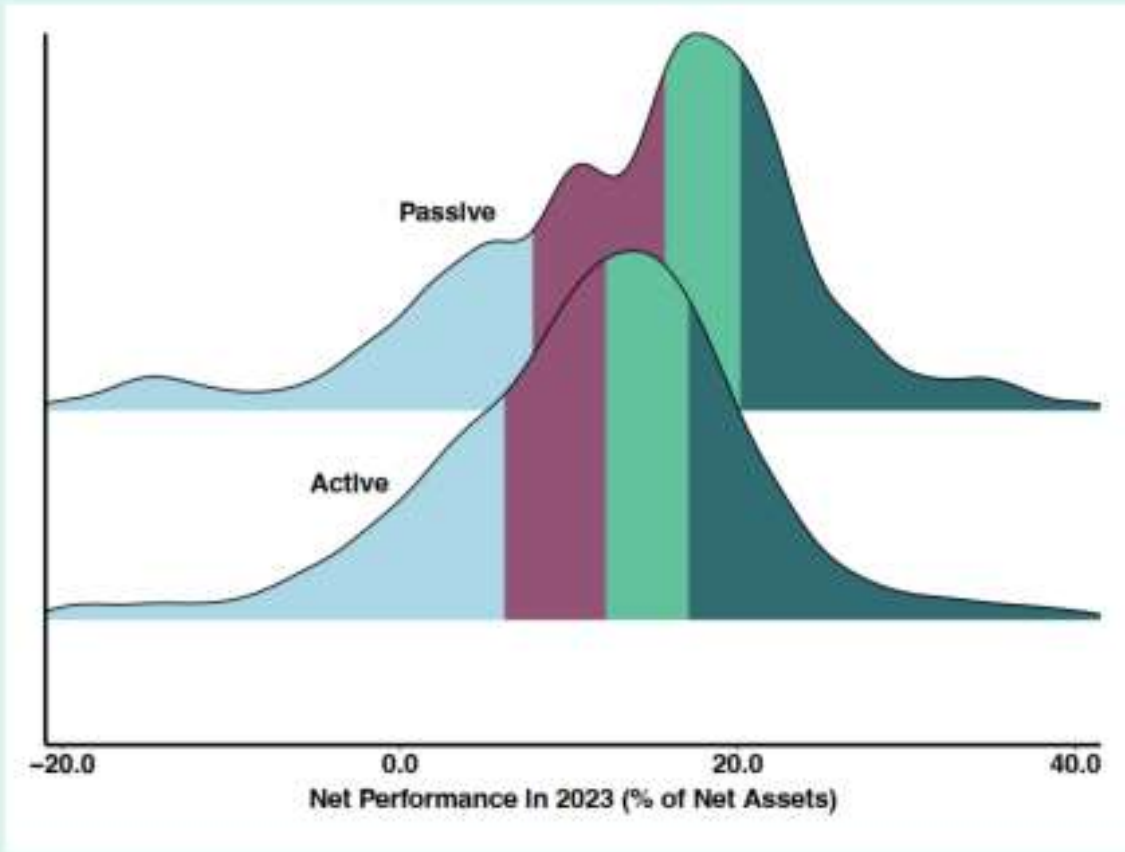
Bond UCITS



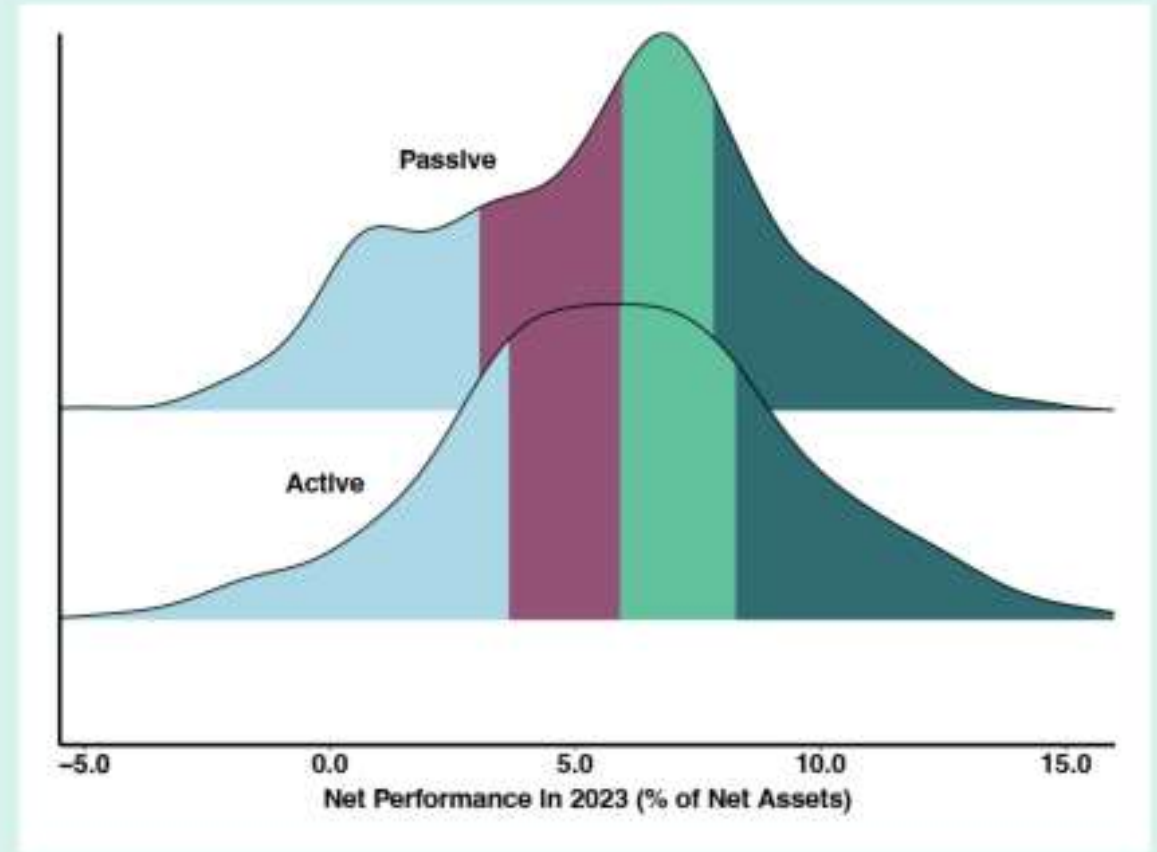
Source: EFAMA's calculations on Morningstar data

COSTI E RISULTATI NETTI (EU)

Equity UCITS



Bond UCITS



Source: EFAMA's calculations on Morningstar data

ESEMPI

1. Due fondi comuni sono identici, salvo che per i costi:

- Fondo1: commissioni ingresso 6%, di gestione 1%
- Fondo2: commissioni uscita 4%, di gestione 1.2%.

A: Se il rendimento fosse del 10%, quale avrebbe la performance migliore a 5, 10, 15 e 20 anni?

B: Se iniziasse al 5% e aumentasse dello 0.5% ogni anno?

C: Se, partendo dal 7.5%, aumentasse dello 0.5% ogni anno fino a raggiungere l'11%, poi -10% (crisis), -5%, +5% e poi in crescita nuovamente dello 0.5%?

$$FV_1 = (1 - ef_1) \cdot (1 + i - rf_1)^t$$

$$FV_2 = (1 + i - rf_2)^t \cdot (1 - ff_2)$$

A	Fondo 1	Fondo 2
5 y	1.45	1.46
10 y	2.23	2.23
15 y	3.42	3.40
20 y	5.27	5.19

$$FV_1 = (1 - ef_1) \cdot \prod_{h=1}^t (1 + i_h - rf_1)$$

$$FV_2 = \prod_{h=1}^t (1 + i_h - rf_1) \cdot (1 - ff_2)$$

	Fondo 1 B	Fondo 2 B	Fondo 1 C	Fondo 2 C
5 y	1.20	1.23	1.35	1.38
10 y	1.72	1.76	1.48	1.51
15 y	2.77	2.83	1.89	1.93
20 y	5.00	5.10	2.71	2.77

Exhibit 1 Active Funds' Success Rate by Category (%)

Category	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	10-Year (Lowest Cost) *	10-Year (Highest Cost)
US Large Blend	51.3	41.4	39.1	15.2	8.9	11.1	19.7	6.8
US Large Value	52.2	39.9	36.5	20.9	7.3	17.2	20.3	18.5
US Large Growth	55.2	42.6	29.4	22.4	3.5	5.3	27.5	18.2
US Mid Blend	38.8	48.5	36.7	15.3	13.4	11.4	18.2	4.3
US Mid Value	46.2	49.1	45.0	23.6	16.3	36.8	26.3	31.8
US Mid Growth	25.5	48.7	30.6	35.0	23.6	19.5	33.3	27.9
US Small Blend	57.7	67.2	50.0	31.1	25.8	19.4	33.3	36.8
US Small Value	70.8	73.9	45.6	40.6	29.9	33.3	38.1	45.5
US Small Growth	30.3	42.3	36.5	42.0	30.8	25.3	42.9	41.9
Foreign Large Blend	44.6	31.7	42.0	31.8	31.9	23.6	45.5	17.1
Foreign Large Value	45.4	40.7	46.7	40.8	26.0	—	41.2	30.0
Foreign Small/Mid Blend	62.1	33.3	33.3	32.0	35.3	—	40.0	16.7
Global Large Blend	42.1	35.1	29.8	8.1	13.2	—	0.0	16.7
Diversified Emerging Markets	40.1	26.8	37.6	30.1	31.4	35.3	37.8	27.0
Europe Stock	41.2	31.3	33.3	28.6	45.0	20.5	25.0	40.0
US Real Estate	68.8	73.2	68.3	50.0	31.6	25.4	53.8	42.9
Global Real Estate	62.2	78.7	63.6	54.5	41.3	—	44.4	36.4
Intermediate Core Bond	72.2	40.7	59.4	45.5	29.1	15.9	52.2	25.9
Corporate Bond	67.9	18.8	27.5	56.5	60.0	—	57.1	60.0
High-Yield Bond	64.2	38.3	56.4	40.9	52.4	—	38.7	24.3

Source: Morningstar. Data and calculations as of June 30, 2024. *Green/red shading indicates that active funds in this fee quintile had above/below-average success rates.

ESEMPI

Exhibit 4 Comparison of Asset- and Equal-Weighted 10-Year Returns %

ESEMPI

Category	Active Funds			Passive Funds			Difference Between Passive and Active Returns	
	Asset-Weighted	Equal-Weighted	Difference	Asset-Weighted	Equal-Weighted	Difference	Asset-Weighted	Equal-Weighted
US Large Blend	11.1	10.2	0.9	12.4	12.0	0.5	1.4	1.8
US Large Value	9.1	8.2	0.8	9.3	9.0	0.3	0.2	0.8
US Large Growth	13.7	12.7	1.0	16.0	14.1	1.9	2.3	1.4
US Mid Blend	8.4	6.9	1.4	8.7	8.6	0.1	0.4	1.7
US Mid Value	7.9	7.3	0.6	7.9	7.9	0.0	0.0	0.6
US Mid Growth	9.5	9.3	0.1	9.9	9.5	0.4	0.4	0.1
US Small Blend	7.0	6.7	0.3	7.6	7.2	0.5	0.6	0.4
US Small Value	7.0	6.4	0.6	7.1	6.5	0.6	0.1	0.1
US Small Growth	8.5	8.2	0.3	7.8	7.8	0.0	-0.7	-0.4
Foreign Large Blend	4.4	4.0	0.3	4.2	4.2	-0.1	-0.2	0.2
Foreign Large Value	4.2	3.4	0.8	3.0	3.2	-0.2	-1.2	-0.2
Foreign Small/Mid Blend	3.7	3.5	0.1	3.8	3.9	0.0	0.1	0.3
Global Large Blend	7.6	7.5	0.1	8.5	9.2	-0.6	0.9	1.6
Diversified Emerging Markets	2.8	2.5	0.3	2.8	2.8	0.0	0.0	0.2
Europe Stock	3.7	4.4	-0.8	4.5	4.3	0.2	0.9	-0.1
US Real Estate	5.7	5.2	0.5	5.1	4.4	0.7	-0.6	-0.8
Global Real Estate	2.4	2.3	0.1	0.4	0.6	-0.2	-2.0	-1.8
Intermediate Core Bond	1.6	1.5	0.2	1.3	1.2	0.2	-0.3	-0.3
Corporate Bond	2.4	2.3	0.1	2.3	2.0	0.3	-0.1	-0.3
High-Yield Bond	3.8	3.4	0.4	3.3	3.5	-0.2	-0.5	0.1

Source: Morningstar. Data and calculations as of June 30, 2024.