

I costi dei prodotti di investimento: un'analisi del mercato primario dei certificati di investimento

The Costs of Investment Products: an analysis of the Primary Market for Investment Certificates in Italy

Giovanna Zanotti, Università di Bergamo

Keywords

Certificati di investimento, prassi di mercato, regolamentazione

Jel codes

E22, G10, K20

Questo articolo punta a misurare i costi dei certificati di investimento per un investitore al dettaglio, con riferimento al mercato primario italiano nel 2021 e nel 2022. Dopo un'introduzione sul mercato dei certificati di investimento, esaminiamo il quadro regolamentare relativo alla disclosure dei costi. Infine sono presentati i risultati di una ricerca condotta sui dati forniti dagli emittenti associati ad Acepi. L'obiettivo è quello di contribuire ad aumentare la conoscenza di un aspetto fondamentale di questi prodotti, un profilo al quale gli intermediari finanziari (emittenti e distributori), le Autorità di vigilanza e gli stessi investitori attribuiscono una importanza crescente, in ottica di efficienza dell'investimento.

This article aims to measure the costs of Investment certificates for a retail investor in the Italian primary market in 2021 and 2022. We analyze the market of Investment certificates, then we examine the regulatory framework regarding cost disclosure. Finally, the results of a research conducted on the data provided by the issuers are presented. The aim is to contribute to an increasing knowledge of a fundamental aspect of these products, a profile to which financial intermediaries (issuers and distributors), supervisory authorities and investors attach increasing importance, with a view to investment efficiency.

1. Il mercato italiano dei certificati di investimento

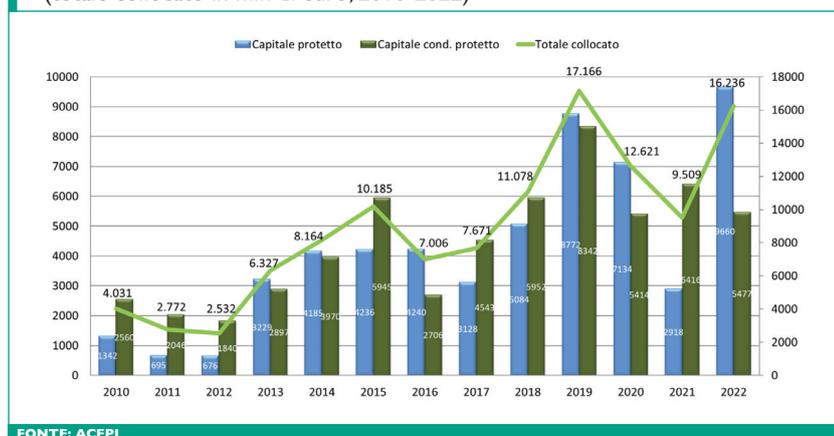
I certificati di investimento sono derivati cartolarizzati, cioè una combinazione di contratti finanziari incorporati in un titolo negoziabile. Il loro valore è legato all'andamento di uno o più indici, azioni o altre attività di riferimento (sottostanti). Questi prodotti sono emessi da istituzioni finanziarie e si caratterizzano per un'ampia varietà di profili di rischio-rendimento, che permettono di realizzare soluzioni finanziarie in linea con diverse esigenze d'investimento.

Da un punto di vista macroeconomico, il 2021 è stato un anno caratterizzato dalla ripresa economica e dall'aumento di valore dei mercati finanziari, insieme a crescenti pressioni inflazionistiche, soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno. L'accelerazione della domanda post-pandemia, la crescita dell'occupazione e le pressioni dal lato dell'offerta hanno

portato a un ampio aumento dei prezzi a livello globale. L'inflazione e il cambiamento del contesto monetario sono diventati fattori di rischio ancora più importanti nel corso del 2022. Le condizioni generali di investimento sono peggiorate drasticamente nel 2022 in vari modi, tra cui prospettive di crescita depresse, preoccupazioni di stagflazione, picchi di tensione sui mercati delle materie prime e dell'energia e incertezza derivante da varie criticità di natura geopolitica (Esma, 2022).

Nonostante questo contesto macroeconomico, in Italia i dati del mercato primario indicano un «ritorno di interesse» da parte degli investitori verso i certificati di investimento dato che nel 2022 si è registrato un volume totale di 16.236 milioni euro di certificati di investimento emessi e collocati sul mercato primario, in decisa crescita rispetto ai 9.509 milioni di euro del 2021 e prossima al massimo storico del 2019 (17.166 milioni di euro). La figura 1 illustra l'evol-

Figura 1

Volimi del mercato primario 2010-2022
 (totale collocato in mln di euro; 2010-2022)


zione del collocato sul mercato primario a partire dal 2010. Pur essendo il mercato dei certificati di investimento in continua evoluzione, in risposta alle richieste degli investitori e alle variazioni del contesto di mercato, le diverse tipologie di strumenti esistenti sono tutte riconducibili a macro categorie finanziarie debitamente elencate e descritte dalle associazioni specializzate nazionali (si veda la Mappa redatta dall'Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento, Acepi)¹, coerentemente con le categorie identificate a livello europeo (si veda la Mappa redatta dall'European Structured Investment Products Association, Eusipa)².

In particolare Acepi, in sede di processo classificatorio, ha diviso i certificati di investimento esistenti sul mercato italiano in quattro categorie, a seconda della presenza e del tipo di protezione del capitale investito:

- certificati a capitale protetto³;
- certificati a capitale condizionatamente protetto⁴;
- certificati a capitale non protetto⁵;
- certificati a leva⁶.

Questa ricerca si focalizza sui certificati di investimento a maggior diffusione e rappresentatività nel mercato italiano: quelli a capitale protetto o condizionatamente protetto acquisiti sul mercato primario degli investitori al dettaglio (retail).

Secondo i dati Acepi, nel 2022 i certificati a capitale pro-

tetto hanno rappresentato circa il 60% (verso il 31% nel 2021) del totale dei volumi emessi, mentre il 34% (verso il 67% nel 2021) è da attribuire ai certificati a capitale condizionatamente protetto.

Queste due categorie insieme costituiscono quindi il 93% del mercato italiano per il 2022 e il 98% per il 2021.

I certificati possono essere considerati una tipologia di investimento alternativa rispetto a prodotti più tradizionali, che consente una migliore diversificazione del portafoglio degli investitori in quanto la loro ampia varietà di payoff offre agli investitori la possi-

bilità di diversificare non solo in base all'asset sottostante ma anche in base agli scenari di mercato e agli obiettivi di investimento.

Numerosi studi hanno analizzato negli anni i benefici per investitori ed emittenti dei prodotti strutturati. I principali benefici per gli investitori nell'acquisto di prodotti strutturati sono legati alla diversificazione e alla gestione dei costi (Fisher, 2007). Questi benefici sono stati quantificati in un extra rendimento annualizzato privo di rischio di 35 punti base, 14 punti base se si considerano i costi di transazione (Branger e Bruer, 2008). Senza considerare i costi associati, l'investimento in prodotti di investimento strutturati può portare beneficio agli investitori con una funzione di utilità non concava (Hens e Rieger, 2009). Se le aspettative del mercato vengono realizzate, i prodotti strutturati consentono agli investitori di ottenere rendimenti e agli emittenti di guadagnare margini (Vanduffel, 2010). Secondo Henderson e Pearson (2011), i prodotti strutturati consentono agli emittenti di trarre profitto dai preconcetti (bias) cognitivi degli investitori. Célérier e Vallée (2017) hanno invece indagato il motivo per cui le banche emettono e offrono prodotti strutturati sulla base di due teorie concorrenti: quella della condivisione del rischio e quella della soddisfazione degli investitori.

L'innovazione nella progettazione dei prodotti finanziari potrebbe quindi essere finalizzata a migliorare la condivi-

¹ <https://acepi.it/it/content/mappa-dei-certificati-1>.

² https://eusipa.org/wp-content/uploads/European_map_20200213_web.pdf.

³ I certificati a capitale protetto sono strumenti che offrono la possibilità di investire in attività finanziarie tutelando il capitale investito. Questa categoria di certificati di investimento comprende le seguenti tipologie: equity protection, digitali, express protection, bonus protected. In questo caso, la protezione del capitale è di natura non condizionata e può essere totale, nel caso di protezione al 100%, o parziale, come ad esempio una protezione del 90% del capitale investito (fermo restando il rischio di credito legato all'emittente).

⁴ I certificati a capitale condizionatamente protetto sono prodotti finanziari che consentono l'esposizione a particolari asset offrendo una protezione del capitale condizionata al non accadimento di un determinato evento. In questo caso generalmente è prevista una barriera che, se superata, fa cessare di esistere la protezione del capitale investito, modificando di fatto il rimborso a scadenza del certificato. Si dividono nelle seguenti tipologie: airbag, bonus, bonus cap, cash collect, express, outperformance condizionatamente protetti, twin win.

⁵ I certificati a capitale non protetto sono prodotti finanziari che replicano linearmente la dinamica dei sottostanti, partecipando fedelmente o in modo

sione del rischio contribuendo a completare l'offerta di mercato (teoria della condivisione del rischio) o a soddisfare gli investitori alla ricerca di rischio.

2. I costi dei certificati di investimento

Unitamente al rischio, al rendimento atteso e alla liquidità, i costi dell'investimento rappresentano un aspetto cruciale da tenere in considerazione in una decisione di investimento. Agli investitori che acquistano certificati di investimento sul mercato primario viene solitamente addebitato un costo iniziale *una tantum*. Tale costo iniziale è incluso nel prezzo di emissione del prodotto che viene corrisposto dall'investitore. Tipicamente, quindi, il prezzo di emissione corrisposto dall'investitore include il prezzo equo del prodotto e il costo iniziale.

Mentre il prezzo equo (fair value) è il valore intrinseco del certificato di investimento (anche detto prezzo teorico), il costo iniziale è la componente del prezzo di emissione finalizzata a remunerare in parte la rete di distribuzione per il servizio di collocamento e consulenza prestato e in parte l'emittente del prodotto. La remunerazione per l'emittente funge da compenso per la strutturazione, il market making e il regolamento dello strumento, e comprende anche il profitto dell'emittente stesso.

Questo margine serve all'emittente anche per sostenere i costi di copertura, cioè i costi di transazione per l'acquisto delle singole componenti finanziarie del prodotto stesso.

3. Il quadro regolamentare

Negli ultimi anni diverse iniziative legislative europee e più in generale l'attività delle Autorità di vigilanza europee, sia attraverso la direttiva MiFid 2⁷ sia attraverso il regolamento Priips⁸, si sono focalizzate sulla limitazione dei cosiddetti incentivi (inducement) a casi specifici, stabilendo un divieto generale di pagamento degli incentivi, che subisce poche eccezioni di ammissibilità, e sugli obblighi di trasparenza in merito a tali inducement, attribuendo a tale disclosure sem-

pre più un ruolo chiave nella protezione degli investitori al dettaglio.

La regolamentazione degli incentivi nella direttiva MiFid 2 si chiude con il riferimento all'art. 24, paragrafo 4, lett. c), della direttiva 2014/65/UE e, soprattutto, all'art. 50 del regolamento delegato (cfr. anche art. 53, comma 6, del regolamento Intermediari) in materia di trasparenza dei costi e oneri per gli strumenti finanziari, che impone alle imprese di investimento di rendere pubblici tutti i costi e gli oneri sia su base *ex ante* (pre-negoziazione) sia su base *ex post* (post-negoziazione) per i relativi prodotti.

In linea generale gli incentivi sono oramai considerati dal legislatore comunitario come una vera e propria componente del prezzo finale del servizio o del prodotto che il cliente sostiene e hanno pertanto una duplice rilevanza:

1. sotto il profilo dei conflitti di interessi, in quanto potenzialmente in grado di deviare i comportamenti degli intermediari alla ricerca del prodotto, non necessariamente migliore, in grado di assicurare i maggiori rendimenti;
2. sotto il profilo dei costi e oneri, dal momento che gli incentivi sono riconosciuti quali costi indiretti gravanti sul cliente finale.

È questo, probabilmente, uno dei principali punti di novità della direttiva MiFid 2: far comprendere al cliente che i re-bate commissionali, formalmente pagati dalle società prodotte al distributore, sono in realtà pagati dal cliente finale, che solo apparentemente non versa nulla all'intermediario che gli ha consigliato o offerto i prodotti finanziari⁹.

Il regolamento Priips ha contribuito ad aumentare la trasparenza sui costi grazie all'introduzione di un sintetico documento contenente le informazioni chiave dei prodotti d'investimento (Key Information Document, Kid), attraverso il quale il produttore deve indicare i costi in termini di riduzione dell'indicatore di rendimento per il relativo prodotto. A differenza del coefficiente di spesa totale, utilizzato ai sensi della MiFid 2, l'indicatore di costo presente nel Kid è calcolato quindi come impatto dell'insieme dei costi sul rendimento potenziale (Reduction in Yield, R_{iy}) dello strumento finanziario.

più o meno proporzionale ai movimenti del sottostante. Esistono le seguenti tipologie: benchmark, discount e outperformance. Anche i certificati a capitale non protetto appartengono alla categoria dei certificati di investimento ma non sono tipicamente oggetto di collocamento sul mercato primario. L'investitore che intende acquistare questa tipologia di certificati può farlo direttamente sul mercato secondario.

⁶ I certificati a leva sono strumenti finanziari che offrono un'esposizione più che proporzionale a variazioni di prezzo di un determinato sottostante consentendo di beneficiare, a seconda della tipologia di strumenti, di rialzi oppure di ribassi dello stesso. Le tipologie si identificano in base al tipo di leva: fissa o

variabile. La loro finalità è il trading di breve periodo o la copertura del rischio di portafoglio. Anche questi certificati non sono oggetto di collocamento sul mercato primario ma possono essere messi a disposizione degli investitori attraverso la quotazione diretta sul mercato secondario, dove possono essere acquistati da investitori autodiretti, tramite un broker on line, senza consulenza sugli investimenti. È questo, come detto, il caso generalmente dei certificati di investimento appartenenti alle categorie dei certificati a capitale non protetto e, anche, dei certificati a leva.

⁷ La MiFid o Markets in financial instruments directive (2004/39/Ec) ha disciplinato dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018 i mercati finanziari dell'Unione

4. L'informativa sui costi nella prassi di mercato

Al fine di supportare le istituzioni finanziarie emittenti di strumenti finanziari nella raccolta e diffusione delle informazioni necessarie (compresa quella sui costi) previste dalla regolamentazione sopra citata, sono stati sviluppati vari formati standardizzati. Uno degli standard maggiormente utilizzati a livello europeo è il cosiddetto European MiFid Template (Emt), sviluppato da un gruppo di lavoro dedicato costituito dai principali partecipanti dell'industria all'interno dell'associazione Financial Data Exchange Templates (FinDatEx). Il modulo standard Emt è stato aggiornato negli anni seguendo gli sviluppi della regolamentazione e adattandosi agli standard di mercato che si andavano a formare in materia, ed è attualmente disponibile nella sua quarta versione.

Con riferimento specifico ai certificati di investimento, tra i campi dedicati ai costi, nel modulo standard Emt, hanno rilevanza al fine dell'individuazione del costo iniziale *una tantum* incluso nel prezzo di emissione dei certificati di investimento distribuiti sul mercato primario:

- a. il campo Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired (07020);
- b. il campo Net One-off Cost Structured Products Entry Cost Non Acquired (07025).

Il Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired (07020) include i costi del produttore (ovvero quelli sopra illustrati) e quelli che remunerano il distributore (Ask Price - Fair Value) per il servizio di consulenza che svolge nel proporre strumenti finanziari alla propria clientela. Tale servizio è fondamentale ad assicurare che a ogni investitore sia offerto lo strumento migliore in funzione delle sue esigenze, della sua propensione al rischio e dei suoi obiettivi di investimento.

Il Net One-off Cost Structured Products Entry Cost Non Acquired (07025) rappresenta il costo dello strumento finanziario per il produttore.

Questo costo funge principalmente, come precedentemente menzionato, da remunerazione per l'attività di struttura-

zione dello strumento stesso, il market making e il regolamento dello strumento, e comprende anche il profitto per l'emittente stesso. Tra le attività che l'emittente svolge rientrano la definizione delle condizioni specifiche dei titoli sulla base delle condizioni di mercato al momento dell'emissione, nonché l'eventuale ruolo di responsabile del collocamento e/o agente per il calcolo che lo stesso produttore può svolgere nel contesto dello specifico prodotto. Altre attività di strutturazione sono lo svolgimento delle preliminari analisi di fattibilità dell'emissione e la predisposizione della documentazione legale di offerta (ad esempio il Kid).

Va poi considerato che le condizioni di offerta come definite devono essere mantenute dal produttore nel periodo che va dalla fissazione delle stesse, durante tutto il periodo di sottoscrizione, fino all'emissione. Il costo dello strumento per il produttore remunera quindi anche questo rischio di cui lo stesso si fa carico.

Esistono poi costi che il produttore affronta durante la vita dello strumento finanziario successiva all'emissione, tra cui quelli legati alla gestione del suo ciclo di vita (ad esempio, tramite il monitoraggio degli eventi di scadenza anticipata e relativi pagamenti) e alle attività volte a sostenere la liquidità nel mercato secondario. Da ultimo si possono ricomprendere gli adempimenti previsti nell'ambito della product governance della stessa direttiva MiFid 2 e le attività di reportistica alle Autorità di vigilanza.

La commissione per la remunerazione del distributore si ottiene sottraendo dal Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired (07020), che include i costi del produttore (ovvero quelli sopra illustrati), il Net One-off Cost Structured Products Entry Cost Non Acquired (07025).

5. Metodologia

Questa ricerca, focalizzata sul mercato italiano dei certificati d'investimento, si inserisce in un più ampio filone sia d'indagine che di interventi normativi a livello europeo volti a favorire scelte consapevoli da parte dei risparmiatori tramite

europea. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFid 2 (2014/65/Eu) che, insieme alla MiFid o Markets in financial instruments regulation (regolamento Eu n. 600/2014) ha preso il posto delle precedenti regolamentazione europea.

⁸ Il regolamento (Ue) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (regolamento Priips), applicabile dal 1° gennaio 2018, ha introdotto un documento a consegna obbligatoria, il Key Information Document o Kid, contenente le informazioni chiave che devono essere fornite agli investitori al dettaglio in oc-

casioni dell'acquisto di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Priips), al fine di agevolarne la comprensione e la comparabilità.

⁹ L'analisi condotta da Consob nei mesi di giugno e luglio 2022 relativa a *L'apprezzamento alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane* su un campione rappresentativo degli investitori italiani sulle scelte di investimento delle famiglie italiane ha evidenziato che solo il 35% del campione è consapevole del fatto che la consulenza è un servizio a pagamento.

una maggiore e migliore conoscenza dei costi dei prodotti finanziari.

Una maggiore e migliore trasparenza e comparabilità dei costi viene infatti ritenuta fondamentale in particolare nel processo di distribuzione dei prodotti finanziari in quanto strumentale al raggiungimento di obiettivi quali l'agire nel «miglior interesse per il cliente» (best interest), e quello di limitare l'offerta di prodotti che comportano poco o alcun valore (value for money) per l'investitore.

Si possono pertanto trovare recenti studi simili, ma con perimetro diverso dal presente, effettuati rispettivamente a cura dell'associazione tedesca dei prodotti strutturati Bsw (2022) e dall'Esma (2023).

Lo studio dell'Esma, basato rispettivamente su un campione a livello europeo di 12.233 prodotti strutturati emessi nel 2021 e su 13.997 emessi nel 2022, per un totale di circa 31 miliardi di euro in ciascun anno (pari a più del 50% delle vendite totali di prodotti strutturati in Europa), riporta un'analisi a livello europeo (compresa l'Italia) relativa agli scenari di performance e ai costi stimati, come rappresentati dagli emittenti nei dati dei prodotti strutturati da loro emessi, attraverso il Kid.

In particolare, lo studio dell'Esma differisce dal presente studio sia per la tipologia di prodotti considerati, sia per l'indicatore di costo considerato. In esso, infatti, solo un quarto dei prodotti appartiene alla categoria che prevede la protezione del capitale, mentre nel campione utilizzato nel presente studio la quota dei prodotti a capitale protetto è pari a più del 60% nel 2022 e a circa il 38% nel 2021. Inoltre lo studio dell'Esma considera le categorie dei prodotti a leva e a capitale non protetto, che invece sono esclusi nel presente studio in quanto non collocati sul mercato primario. Per quanto riguarda l'indicatore di costo, Esma prende in considerazione la *Riy*, come presentato nel Kid: la *Riy* che gli investitori trovano nel Kid rappresenta la riduzione di rendimento che gli investitori registrano per effetto dei costi che devono sostenere per l'acquisto dei prodotti finanziari (nel caso dei prodotti strutturati, il costo iniziale). Questo costo viene stimato sulla base di alcune ipotesi (ad esempio che il rendimento del prodotto sia pari a quello simulato

nel cosiddetto «scenario neutrale», ottenuto tra gli scenari di performance calcolati nel Kid stesso) e non rappresenta un costo effettivamente sostenuto.

Il presente studio considera invece il costo complessivo effettivamente sostenuto dall'investitore, come dichiarato dall'emittente e incluso nel prezzo di acquisto del prodotto all'emissione, in linea con quanto definito nell'European Market Template, sotto forma di commissione iniziale, e di rilevare tale costo per ciascuna macro categoria di certificati d'investimento.

Ciò in quanto chi scrive ritiene il solo costo di per sé non sufficiente a una compiuta valutazione degli oneri effettivamente sostenuti dall'investitore: i costi di tutti gli strumenti finanziari sono infatti strettamente correlati alla natura, alle caratteristiche e al profilo di rischio/rendimento dell'investimento. Visibilità e chiarezza sulla classificazione e mappatura degli strumenti finanziari sono quindi cruciali sia per prendere decisioni d'investimento adeguate e consapevoli sia nell'ambito del dibattito relativo alle misure di protezione d'investitore (quali i benchmark di costo) stimolate dalla bozza di direttiva Omnibus, pubblicata dalla Commissione europea in data 24 maggio 2023, volte a definire la «Strategia europea per gli investimenti al dettaglio» (Retail Investment Strategy)¹⁰.

Relativamente ai due anni considerati nel presente studio, 2021 e 2022, la ricerca dell'Esma riporta un costo medio annuo calcolato sulla base dell'indicatore *Riy* dei Kid, pari all'1,03%. Con specifico riferimento all'Italia, con un campione di 1.192 prodotti per il 2021 e 1.352 per il 2022, lo studio Esma stima un costo medio annuo intorno all'1%.

Lo studio dell'Esma sottolinea infine come i costi dei prodotti strutturati varino in maniera significativa tra paesi e tra strutture di prodotto, e come nel 2022 ci sia stato un generalizzato aumento dei costi per diversi prodotti tra quelli considerati. La presente ricerca è basata sui dati relativi ai costi forniti dai 6 principali emittenti di certificati di investimento associati ad Acepi, per un totale di 1.702 certificati di investimento emessi nel 2021 (839) e 2022 (863) (considerando sia i prodotti ancora attivi, sia quelli scaduti durante lo stesso periodo di interesse) e collocati sul mercato primario ita-

¹⁰ La direttiva Omnibus prevede modifiche e integrazioni a cinque direttive europee in materia di prodotti e servizi di investimento: la direttiva 2014/65/UE sui prodotti finanziari (MiFid 2), la direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione dei prodotti assicurativi (Idd), la direttiva 2009/138/CE sull'accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvency 2), la direttiva 2009/65/CE sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Ucits) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (Aifmd).

liano agli investitori al dettaglio (intesi come clienti retail secondo la direttiva MiFid 2). In termini di volumi, il totale considerato ai fini della presente analisi è più vasto di quello dello studio dell'Esma poiché copre la quasi totalità del mercato italiano in termini di emesso (outstanding).

I dati raccolti riguardano le informazioni fornite *ex ante* secondo la direttiva MiFid 2; in particolare i valori dei costi raccolti per ciascun prodotto emesso negli anni di interesse sono quelli iniziali (alla data di inizio dell'offerta sul mercato primario), divisi per rispettiva categoria Acepi.

Sono stati raccolti (in termini unitari o percentuali rispetto al prezzo di emissione, poi successivamente uniformati) i valori come descritti nei rispettivi campi del Emt:

- Financial Instrument Gross Ongoing Costs (07100);
- Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired (07020);
- compenso per il distributore per il servizio di collocamento e consulenza;
- Net One-off Cost Structured Products Entry Cost Non Acquired (07025);
- costo delle consulenze e dei servizi oltre al prezzo di emissione.

Gli altri dati raccolti sono stati: il valore nominale e il prezzo di emissione, con relativa valuta, la data di emissione e la data di scadenza.

Per nessun prodotto incluso nella base dati sono stati riportati Financial Instrument Gross Ongoing Costs (07100), né alcun costo delle consulenze e dei servizi oltre al prezzo di emissione, confermando che, solitamente, i costi legati ai certificati di investimento sono iniziali *una tantum* e inclusi nel prezzo di emissione. I record con dati mancanti sono stati rimossi dal campione (in totale 3 per il 2021 e 3 per il 2022). Data la costruzione dei costi come sopra descritta, dove mancante, il dato relativo al Net One-off Cost Structured Products Entry Cost Non Acquired (07025) è stato calcolato

come differenza tra il Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired (07020) e il compenso per il distributore, e viceversa. Ai fini delle successive elaborazioni, i prodotti Credit Linked sono stati classificati come certificati a capitale condizionatamente protetto.

La validazione dei dati raccolti è stata effettuata confrontando quanto raccolto in sede Acepi con il database messo a disposizione dal principale info provider del settore, Ice Data Services Italy, confermando l'affidabilità dei dati utilizzati nel presente studio (tavola 1).

6. Risultati

Nelle tavole 2, 3 e 4 sono riportati i valori ottenuti dai dati raccolti, calcolati come medie semplici e come medie pesate per i volumi di emissione. In particolare, il «Costo totale medio iniziale» corrisponde al campo 07020 del modulo standard Emt (Gross One-off Cost Financial Instrument Maximum Entry Cost Non Acquired), ed è quindi il costo iniziale *una tantum* incluso nel prezzo di emissione del pro-

Tavola 1

Dati del campione

Dati	2021	2022
Numero di emittenti	6	6
Numero di Isin	839	863
<i>di cui a capitale protetto</i>	97	189
	11,56%	21,90%
<i>di cui a capitale condizionatamente protetto</i>	732	673
	87,25%	77,98%
<i>di cui a capitale non protetto</i>	10	1
	1,19%	0,12%
Volume emesso (in mln euro)	10.725,61	16.198,98
<i>di cui a capitale protetto (in mln euro)</i>	3.486,89	10.202,50
	32,51%	62,98%
<i>di cui a capitale condizionatamente protetto (in mln euro)</i>	7.208,09	5.995,48
	67,20%	37,01%
<i>di cui a capitale non protetto (in mln euro)</i>	30,62	1,00
	0,29%	0,01%

dotto che viene pagato dall'investitore. Il «Costo medio annualizzato» è stato calcolato come il «Costo totale iniziale» *una tantum* diviso per la «Durata media (in anni)»: questo calcolo assume che il prodotto raggiunga la sua scadenza naturale (non sono considerate le possibilità di scadenza anticipata, presenti per esempio nelle strutture cosiddette autocallable) e che lo stesso venga detenuto in portafoglio dall'investitore per l'intero periodo di vita del prodotto. Se il prodotto fosse stato invece rivenduto sul mercato secondario prima della sua scadenza naturale, si avrebbero maggiori costi effettivi per anno di investimento.

Il «Compenso per il distributore» è la parte del «Costo totale iniziale» che remunera la rete di distribuzione per il servizio di collocamento e consulenza prestatato.

Mentre la tavola 2 riporta i risultati per tutti i certificati di investimento del campione, le tavole 3 e 4 rispettivamente riportano i dati per i certificati a capitale protetto e per i certificati a capitale condizionatamente protetto.

La tavola 2 fornisce il quadro complessivo per gli anni 2021 e 2022 e mostra che il costo totale medio iniziale è stato di 4,08% in entrambi gli anni, considerando la media ponderata per i volumi emessi. Il costo medio annualizzato totale è sceso dall'1,20% all'1,05% tra le emissioni del 2021 e quelle del 2022, anche per effetto della maggiore durata dei prodotti.

I risultati sono in linea con quanto ottenuto dalla ricerca relativa agli anni 2019-2020, in cui il costo medio annualizzato era stato stimato pari allo 0,95% e 0,82% rispettivamente, ma con durata media dei prodotti di 4,4 anni per il 2019 e 4,9 per il 2020. Il costo totale medio iniziale era stato del 4,14% nel 2019 e del 3,99% nel 2020.

La tavola 3 riporta i risultati per i certificati a capitale protetto. Il costo iniziale *una tantum* incluso nel prezzo di emissione è stato in media pari al 3,61% per il 2021 e al 3,83% per il 2022.

Il leggero aumento dei costi dal 2021 al 2022 può essere spiegato dalla maggior incertezza macroeconomica e di mercato del secondo anno preso in considerazione rispetto al primo. In entrambi i casi il costo totale medio iniziale considerando esclusivamente la categoria dei certificati a capitale protetto è inferiore a quello che si ottiene consi-

Tavola 2

Risultati totali per i certificati di investimento

Certificati di investimento	Media ponderata	
	2021	2022
Costo totale medio iniziale	4,08%	4,08%
Durata media (in anni)	3,4	3,9
Costo medio annualizzato	1,20%	1,05%
di cui compenso per il distributore	0,81%	0,73%

Tavola 3

Risultati per i certificati a capitale protetto

Certificati di investimento a capitale protetto	Media ponderata	
	2021	2022
Costo totale medio iniziale	3,61%	3,83%
Durata media (in anni)	5,9	5,2
Costo medio annualizzato	0,61%	0,74%
di cui compenso per il distributore	0,40%	0,51%

Tavola 4

Risultati per i certificati a capitale condizionatamente protetto

Certificati di investimento a capitale cond. protetto	Media ponderata	
	2021	2022
Costo totale medio iniziale	4,29%	4,51%
Durata media (in anni)	3,1	3,5
Costo medio annualizzato	1,38%	1,29%
di cui compenso per il distributore	0,95%	0,93%

derando l'insieme dei certificati di investimento, di 47 punti percentuali nel 2021 e di 25 punti percentuali nel 2022.

La differenza è ancora più evidente se si prende in considerazione il costo medio annualizzato, e ciò è dovuto al fatto che la durata media dei certificati a capitale protetto è in genere più lunga rispetto a quella dei certificati a capitale condizionatamente protetto. I costi sono anche in questo caso in linea con i risultati della precedente ricerca relativa agli anni 2019-2020, che misurava in questo caso un costo medio annualizzato pari allo 0,6% e un costo totale medio iniziale del 3,5%.

La tavola 4 riporta i risultati per i certificati a capitale condizionatamente protetto. Il maggior costo dei prodotti a capitale condizionatamente protetto, rispetto a quello dei prodotti a capitale protetto, è spiegato dalla diversa natura dei prodotti stessi, che offrono agli investitori possibilità di rendimento più elevate associate a un rischio maggiore.

Questo comporta dei costi di strutturazione e di copertura maggiori per il produttore. Allo stesso tempo questi prodotti spesso richiedono un servizio di consulenza più avanzato, che spiega anche un maggior compenso per il distributore. Una precedente ricerca relativa agli anni 2019-2020 mostrava un costo medio annualizzato pari al 1,23% per il 2019 e al 1,27% per il 2020, con un costo totale medio iniziale pari al 4,88% per entrambi gli anni ma con durata media maggiore per il 2019 rispetto al 2020 (circa 4 anni e 3,9 anni rispettivamente), in entrambi i casi superiore rispetto alla durata media registrata per il 2021 e 2022 nel presente studio.

7. Conclusioni

Il presente studio offre una misura dei costi dei certificati di investimento emessi sul mercato primario italiano nel periodo 2021-2022 con l'obiettivo di contribuire alla conoscenza e alla trasparenza sul tema dei costi, che risulta di prioritario interesse per tutti gli attori del mercato e non solo per gli investitori e per le Autorità di vigilanza.

L'ambito di analisi della ricerca è quello dei certificati di investimento emessi sul mercato primario a capitale protetto e capitale condizionatamente protetto. Non sono state invece considerate le altre tipologie di prodotto tipiche del mercato secondario sia per la loro più limitata diffusione sia perché la loro modalità di proposizione al cliente e quindi anche i loro costi sono diversi e non comparabili.

Inoltre questo studio si contraddistingue per il fatto che misura il costo effettivamente sostenuto dagli investitori (come dichiarato dagli emittenti) e non l'impatto dei costi sul rendimento potenziale (R_{iy}), che è invece una stima di riduzione di rendimento per effetto dei costi, peraltro basata solo su una delle ipotesi di rendimento possibili, vale a dire

l'ipotesi che si realizzi lo scenario di performance cosiddetto «neutrale» previsto nei Kid.

Ciò appare coerente sia con le risultanze dello studio dell'Esma – che conferma che i costi dei prodotti strutturati sono in genere pagati sotto forma di commissione iniziale – che con le esigenze informative rappresentate da consumatori e investitori retail in recenti studi a livello europeo, che indicano che la maggioranza dei risparmiatori non comprende il concetto di inducement, ed è principalmente interessata a conoscere il costo complessivo dei prodotti finanziari invece che i costi collegati agli inducement o le specifiche componenti del costo totale¹¹.

Il costo medio annualizzato dell'insieme dei certificati di investimento è stato pari all'1,05% nel 2022, in leggera riduzione rispetto al 2021, anche in virtù dell'allungamento della durata media dei prodotti emessi.

Certificati a capitale protetto e certificati a capitale condizionatamente protetto hanno avuto trend leggermente diversi.

Per i primi, l'aumento dei tassi di interesse ha reso possibile una riduzione delle scadenze con un conseguente aumento del costo medio annualizzato.

È invece rimasto invariato il costo totale medio iniziale.

Per i prodotti a capitale condizionatamente protetto invece la ricerca di strutture in grado di andare sempre più incontro alle esigenze degli investitori, in un contesto di forte incertezza, ha portato a un leggero aumento del costo medio annualizzato, che si attesta in ogni caso a un livello pari a circa 1,3%. Con riferimento al mercato italiano quindi i costi dei prodotti strutturati sono sostanzialmente stabili nei due anni considerati.

Bibliografia

Branger N., Bruer B. (2008), *The Optimal Demand for Retail Derivatives*, working paper, University of Münster.

Bsw (2022), *Total Costs and Cost Components of Structured Investment Products*, <https://www.derbsw.de>.

Célérier C., Vallée B. (2017), «Catering to Investors through Security Design: Headline Rate and Complexity», in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132, No. 3 (August), pp. 1469-1508.

Esma (2023), *Costs and Performance of Eu Retail Investment Products 2023*,

¹¹ Si veda il Rapporto 2023 su «Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors», commissionato dalla Ue a Kantar, Ceps e Millieu, pp. 22 e 93.

Market Report , Esma50-165-2357, 30 January.

- (2023), *Costs and Performance of Eu Retail Investment Products 2023*, Market Report, Esma50-524821-3052, 18 December.

Fisher R. (2007), «Do Investors in Structured Products Act Rationally?», in *Ssrn Electronic Journal*, 10.2139/ssrn. 1011008.

Henderson B. J., Pearson N.D. (2011), «The Dark Side of Financial

Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product», in *Journal of Financial Economics*, 100, (2), pp. 227-247.

Hens T., Rieger M.O. (2009), *The Dark Side of the Moon: Structured Products from the Customers' Perspective*.

Vanduffel S. (2010), «Thou Shalt Buy "Simple" Structured Products Only», in *Journal of Financial*, Vol. 28, pp. 12-14.