

Emilio Barucci

RACCOLTA E PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IN ITALIA

Assogestioni
Working Paper

2007/1



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

RACCOLTA E PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IN ITALIA¹

Indice

Executive summary	3
Premessa	5
1. Il sistema finanziario, le scelte dei risparmiatori e i fondi comuni di investimento	5
2. Patrimonio e raccolta dei fondi comuni di investimento	11
3. Analisi della domanda e dell'offerta di risparmio gestito	15
3.1 Raccolta e consistenza degli strumenti finanziari	15
3.2 Il lato della domanda e dell'offerta: analisi aggregata	16
3.3 Il lato della domanda: raccolta e performance	18
3.4 Il lato dell'offerta	21
4. Performance dei fondi comuni di investimento	23
4.1 La metodologia e l'evidenza empirica	23
4.2 Il dataset	26
4.3 Performance dei FCI	26
5. Analisi delle commissioni dei fondi comuni di investimento	28
6. Conclusioni	30
Tavole	32
Bibliografia	63

Assogestioni

Working Paper 2007/1

Novembre 2007

¹ La stesura del rapporto ha tratto giovamento dalla collaborazione della struttura di Assogestioni nelle persone di Deborah Anzaldi, Teresa Lapolla, Alessandro Rota. Teresa Lapolla ha curato l'analisi econometrica proposta nelle Sezioni 4 e 5. Un ringraziamento particolare va a Marcello Messori e Luigi Spaventa per le utili osservazioni.

I working paper sono preparati per successiva pubblicazione o per presentazioni nel corso di seminari professionali o accademici. Vengono pubblicati on-line a scopo di discussione e riflessione. Il loro contenuto esprime la posizione dell'autore(i) e non necessariamente quella di Assogestioni.

Executive summary

Il ruolo degli investitori istituzionali in Italia, in termini di patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie, è cresciuto nel quinquennio 1995-2000, negli anni successivi ha conosciuto una lieve flessione. Il peso dei fondi pensione è cresciuto in misura limitata, quello delle polizze assicurative (ramo vita) e delle gestioni patrimoniali è cresciuto in misura significativa; quello dei fondi comuni di investimento (FCI) è aumentato rispetto al 1995 ma si è quasi dimezzato rispetto al picco segnato nel 2000. Il dato è in controtendenza rispetto a quanto osservato a livello europeo.

Questo quadro trova conferme nelle scelte di portafoglio dei risparmiatori: il portafoglio delle famiglie italiane presenta una forte concentrazione del rischio (azioni non quotate), un modesto ricorso alla delega/diversificazione ed una rilevante presenza di titoli di Stato ed obbligazioni bancarie. L'effetto del possesso indiretto, associato a fondi comuni e a fondi pensione, è assai limitato sia a livello quantitativo che qualitativo: il loro ruolo nell'avvicinare i risparmiatori meno abbienti e meno istruiti verso l'investimento in attività finanziarie appare limitato. La propensione dei risparmiatori a detenere attività rischiose è cresciuta per tutti gli anni '90, fino al 2002, per poi diminuire.

Considerando il patrimonio dell'industria dei FCI nel suo insieme, osserviamo che esso è cresciuto dal 1995 in avanti con l'eccezione degli anni 2001-2002. A partire dal 2000 i fondi diritto italiano hanno conosciuto una raccolta negativa (con l'eccezione del 2003) che è stata bilanciata fino al 2005 dalla raccolta dei fondi roundtrip e dei fondi esteri (che è stata sempre positiva). Questa evoluzione si è riflessa nella crescita dei patrimoni gestiti da parte dei fondi roundtrip ed esteri. A differenza di quanto accaduto nel 2003-2005, la raccolta netta complessiva nel 2006 è risultata essere negativa: la raccolta positiva dei fondi roundtrip e dei fondi esteri non ha bilanciato il dato negativo dei fondi italiani. Il dato è confermato per i primi mesi del 2007. Il deflusso in termini di patrimoni e di raccolta riguarda gli intermediari che appartengono a gruppi bancari, gli indipendenti conoscono una dinamica positiva. I fondi roundtrip sono caratterizzati da una prevalenza di patrimoni nei comparti dei fondi azionari ed obbligazionari. Nel 2006 i fondi roundtrip hanno "puntato" sui fondi flessibili.

A partire dal 2001 abbiamo assistito ad un riposizionamento nel patrimonio dei fondi che ha risentito da un lato dell'andamento dei corsi azionari e dei tassi di interesse e dall'altro di un cambiamento nella propensione al

rischio degli investitori. Il deflusso dai fondi azionari, obbligazionari e bilanciati è stato accompagnato da una raccolta positiva dei fondi flessibili, hedge e, nei primi anni del nuovo secolo, dei fondi di liquidità.

Nel periodo 2001-2006, sulla totalità degli strumenti finanziari, il peso dei FCI è diminuito di quasi il 2%, il peso dei titoli a breve termine, dei titoli a medio e lungo termine e delle polizze assicurative è cresciuto rispettivamente del 3, 1 e 1.2%. La quota dei FCI detenuta dalle famiglie è diminuita del 15%, decremento che è stato colmato dalle istituzioni finanziarie (in particolare compagnie di assicurazioni, ramo vita) che hanno fatto ricorso ai FCI per la gestione del loro conto proprio e per confezionare strumenti finanziari da collocare presso le famiglie. La raccolta generata dalle famiglie di polizze assicurative e fondi pensione è stata positiva e significativa in tutto il periodo, quella riconducibile alle obbligazioni bancarie è stata sempre positiva, salvo il 2005. Nel 2006, la raccolta negativa dei fondi è stata accompagnata da un rallentamento della raccolta (sempre positiva e significativa) di prodotti concorrenti, quali le gestioni patrimoniali e le polizze assicurative ramo vita. Possiamo avanzare l'ipotesi che le famiglie si siano orientate verso titoli a basso rischio: titoli di Stato, polizze assicurative ed in parte obbligazioni bancarie.

Questa dinamica è imputabile al lato della domanda o dell'offerta? Il lato della domanda è significativo per comprendere l'evoluzione della raccolta dei FCI: essa è influenzata dalla performance dei fondi e da quella di strumenti concorrenti con una relazione di sostituzione nei confronti dei titoli di Stato ma non della Borsa. La performance dei FCI non è stata soddisfacente sia in termini assoluti che relativi, rispetto ad altri prodotti finanziari scambiati su mercati organizzati, che in termini di tradeoff rischio-rendimento. I fondi roundtrip hanno avuto una performance assai simile a quella dei fondi italiani. È difficile valutare la performance dei fondi esteri che sembra comunque essere superiore a quella degli italiani.

Il lato dell'offerta è stato influenzato dal riposizionamento verso i fondi esteroinvestiti, il fenomeno ha coinvolto soprattutto il comparto degli obbligazionari e degli azionari. La raccolta dei fondi italiani e quella dei fondi esteroinvestiti sono correlate positivamente tra loro, ed in modo assai simile alla loro performance: la sostituzione non è stata quindi automatica e la raccolta dei fondi italiani e quella dei fondi roundtrip risentono di fattori simili. Assistiamo ad una sostituzione tra fondi italiani+roundtrip e fondi esteri limitatamente ai fondi obbligazionari. L'analisi della correlazione tra la raccolta dei FCI e quella degli altri prodotti finanziari presso le famiglie mostra una relazione negativa con i titoli a breve termine, a medio e a lungo termine e le polizze assicurative mentre la relazione con le obbligazioni bancarie è non significativa. Possiamo concludere che le politiche sul fronte dell'offerta delle reti distributive (fondi, polizze, obbligazioni) si sono inserite in un più ampio processo guidato dalla domanda che ha portato i risparmiatori a riposizionarsi verso la componente obbligazionaria.

Il peso delle commissioni è significativo. I FCI hanno sovraperformato il mercato in termini di rendimenti lordi (rendimenti comprensivi delle commissioni complessive) negli ultimi tre anni, su un orizzonte di dieci anni la performance è in linea con il mercato. Se consideriamo esclusivamente le commissioni retrocesse alla rete distributiva, la performance dei FCI appare ancora essere in linea con il mercato. Un'elevata commissione non è un indicatore di una buona performance: la relazione tra performance (in termini di

rendimento netto) e commissioni (escludendo quelle di incentivo) è negativa e statisticamente significativa.

Le politiche delle reti distributive non sembrano essere la causa principale della raccolta negativa dei fondi: le ragioni del fenomeno vanno ricercate altrove: cambiamento delle preferenze degli investitori, cattiva performance dei fondi comuni, relazione perversa tra costo dei fondi e loro performance, percezione da parte del risparmiatore dei fondi come strumento rischioso/opaco.

Premessa

In questo rapporto proponiamo una analisi della raccolta e della performance dei fondicomuni di investimento (FCI) in Italia nell'ultimo decennio. Il mondo dei fondi comuni di investimento include fondi comuni e sicav di diritto italiano, fondi comuni roundtrip (fondi esteroinvestiti promossi da intermediari italiani) e fondi promossi da intermediari non italiani; con riferimento alla categoria giuridica consideriamo i fondi aperti, riservati e hedge².

Nel dettaglio, affronteremo cinque temi: ruolo degli investitori istituzionali nei diversi Paesi, evoluzione della raccolta e del patrimonio dei FCI, analisi della domanda e dell'offerta del risparmio gestito, valutazione della performance dei FCI, analisi delle commissioni dei FCI.

Il rapporto è articolato in cinque sezioni. Nella sezione 1 inquadrano il mondo del risparmio gestito e degli investitori istituzionali in Italia analizzando le sue caratteristiche principali in confronto con altri paesi e indaghiamo alcuni tratti salienti delle scelte di investimento delle famiglie italiane. Nella sezione 2 esaminiamo la consistenza patrimoniale e i flussi di raccolta dei FCI mettendo in evidenza la loro dinamica a seconda della natura giuridica e della categoria. Nella sezione 3 analizziamo la domanda e l'offerta dei FCI e dei principali prodotti concorrenti: gestioni patrimoniali, polizze assicurative ramo vita, obbligazioni bancarie, etf. Nella sezione 4 valutiamo la performance dei FCI tenendo conto del tradeoff rischio-rendimento, infine nella sezione 5 valutiamo il peso delle commissioni dei FCI e il loro effetto sulla performance.

1. Il sistema finanziario, le scelte dei risparmiatori e i fondi comuni di investimento

Il sistema finanziario italiano presenta delle peculiarità che meritano di essere analizzate per comprendere l'evoluzione del mondo del risparmio gestito italiano. Ci soffermiamo in primo luogo su aspetti macro con un confronto che coinvolge la struttura finanziaria delle principali economie sviluppate ed in seguito su aspetti micro che hanno a che vedere con il comportamento del risparmiatore finale (famiglie).

2 Le fonti statistiche utilizzate sono diverse per tipologia giuridica e domicilio dei fondi. Metteremo in evidenza il differente grado di copertura delle diverse fonti.

Una delle perduranti caratteristiche del sistema finanziario italiano è rappresentata dal modesto ruolo degli investitori istituzionali. Cerchiamo di dare un volto a questa affermazione. Nelle Tavole 1, 2 e 3 riportiamo un confronto tra i principali Paesi sviluppati riguardo al peso degli investitori istituzionali sulle attività delle famiglie, alla composizione delle attività finanziarie delle famiglie e al peso dei FCI.

Un'analisi della struttura finanziaria dei principali Paesi è stata condotta in Bartirolo, De Bonis, Generale e Longhi (2006). Il livello di finanziarizzazione, rappresentato dal rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale nazionale, è cresciuto negli anni 1995-2004 in tutti i principali Paesi sviluppati (Italia, Francia, Germania, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti): il grado di finanziarizzazione è cresciuto nel periodo 1996-2000 e diminuito nel periodo 2001-2004, ma il livello nel 2004 è maggiore di quanto veniva registrato nel 1996. La crescita nel periodo 1996-2000 è solo in parte dovuta all'aumento dei corsi dei mercati azionari: al netto di questo effetto (che in alcuni casi è rilevante), l'aumento del grado di finanziarizzazione risulta confermato. Possiamo quindi affermare che l'aumento del ruolo del sistema finanziario è reale e non è dipeso esclusivamente dal boom della new economy.

Il peso delle istituzioni finanziarie di un Paese può essere colto considerando il rapporto delle attività finanziarie detenute da banche, banca centrale, intermediari finanziari, assicurazioni e fondi pensione rispetto alla totalità delle attività del Paese. Tale rapporto mostra la presenza di due clusters: Regno Unito e Germania attorno al 50%; Francia, Stati Uniti, Italia e Spagna attorno al 40%. L'Italia è passata dal 34% nel 1995 al 38% nel 2005. Non sembrano esservi dinamiche comuni tra i diversi Paesi e i due clusters sembrano perdurare nel corso del tempo. Riguardo al ruolo delle banche abbiamo invece due casi estremi (Germania con un rapporto elevato e Stati Uniti con rapporto basso) che rimangono tali nel corso del tempo, gli altri Paesi invece sono caratterizzati da una dinamica simile che ha portato ad una diminuzione del ruolo delle banche nel corso del tempo con un rimbalzo dopo il 2000 e ad una convergenza della loro quota verso il 25% della totalità delle attività finanziarie.

Gli investitori istituzionali sono una parte delle istituzioni finanziarie. La Tavola 1 e la Tavola 2 mostrano l'evoluzione del peso delle attività degli investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni, fondi pensione) sulle attività finanziarie delle famiglie (residenti) istituzionali sul totale delle attività delle famiglie e in rapporto al PIL, l'Italia si collocava all'ultimo posto (12.4% contro il 29% di media dell'area euro secondo il primo indicatore e 21.2% contro il 44.5% per il secondo indicatore), a fine 2005 l'Italia si collocava sempre all'ultimo posto ma il gap in parte era stato colmato (27.2% contro il 37.7% di media dell'area euro per il primo indicatore e 62.2% contro il 73.5% per il secondo). Confermando quanto osservato sopra, è difficile individuare una dinamica comune riguardo al ruolo degli investitori istituzionali: mentre vi è stata una crescita del peso degli investitori istituzionali in tutti i Paesi dal 1995 al 2000, nei successivi anni abbiamo assistito a dinamiche diverse: Francia, Stati Uniti, Germania e l'area dell'euro nella sua totalità conoscono un'ulteriore crescita (anche se più contenuta rispetto al quinquennio precedente), in Spagna ed in Italia il peso è diminuito ed in Inghilterra è rimasto costante³.

³ Il diverso ruolo degli investitori istituzionali può essere apprezzato valutando il loro peso nei mercati azionari dei diversi Paesi europei, vedi FESE (2007). Considerando la quota della capitalizzazione del mercato imputabile a questi investitori a fine 2005 osserviamo i seguenti valori: Regno Unito 48.8%, Francia 20.4%, Italia 12.2%, Spagna

1. Il ruolo degli investitori istituzionali nei Paesi sviluppati è cresciuto dal 1995 al 2000, negli anni successivi la loro quota, rispetto alle attività finanziarie delle famiglie, o si è stabilizzata o è cresciuta in misura contenuta. Non si osservano segnali di convergenza tra i diversi Paesi circa il ruolo del sistema finanziario e la sua struttura.

Nella composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane riportata nella Tavola 2 si osserva una peculiarità dell'Italia e della Spagna rispetto agli altri Paesi: il ruolo limitato dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazioni e l'elevata quota delle attività rappresentata da azioni. Il dato accomuna questi due Paesi agli Stati Uniti con la differenza che nel caso della Spagna e dell'Italia gran parte delle azioni sono di società non quotate. Un'altra peculiarità delle attività finanziarie delle famiglie italiane è rappresentata dalla quota delle obbligazioni (perlopiù titoli di Stato e obbligazioni bancarie), che era pari al 27% nel 1995 ed è scesa nel 2004 al 22% rimanendo comunque su livelli ben superiori a quelli osservati negli altri Paesi.

Questi dati possono essere interpretati nel senso che i portafogli delle famiglie in Spagna ed in Italia sono caratterizzati da una elevata rischiosità (azioni non quotate) e da un modesto ricorso alla delega/diversificazione tramite intermediari. Considerando le attività detenute dalle famiglie in fondi comuni, fondi pensione e assicurazioni rispetto al totale delle attività, osserviamo che le famiglie in Italia e Spagna fanno un modesto ricorso a questi strumenti (a fine 2005 il rapporto è sotto il 30% mentre nel Regno Unito è pari al 57% ed in Francia ed in Germania è superiore al 40%). Questa caratteristica non muta nel corso del tempo.

Anche la composizione degli investitori istituzionali nei diversi Paesi presenta caratteristiche che non mutano significativamente nel corso del tempo: se si esclude il Regno Unito, che da sempre è caratterizzato da un peso elevato di fondi pensioni e delle compagnie di assicurazioni e da un peso limitato dei FCI, gli altri Paesi europei e gli Stati Uniti mostrano un valore percentuale associato ai FCI assai simile (tra il 10 e il 15% delle attività finanziarie delle famiglie), il peso dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazioni fa invece la differenza con Italia e Spagna sotto il 15% mentre gli altri Paesi si collocano sopra il 30%. A ben guardare, lo scarto tra l'Italia e gli altri Paesi è da imputare principalmente al ruolo dei fondi pensione e delle polizze assicurative.

2. La composizione degli investitori istituzionali nei diversi Paesi si differenzia principalmente per il ruolo delle compagnie di assicurazioni e dei fondi pensione, la quota associata ai FCI è simile ed è compresa tra il 10 e 15% delle attività delle famiglie (con una eccezione significativa rappresentata dal Regno Unito). Anche su questo punto non si osservano segnali di convergenza nel tempo tra i diversi Paesi.

8.6%, Germania 8.4%. Confermando un arresto nella crescita degli investitori istituzionali, ma anche un aumento nella diversificazione dei loro portafogli azionari, abbiamo che tra il 1999 e il 2005 la loro quota è diminuita passando dal 14.9% all'11.7%, il fenomeno si può rintracciare anche per l'Italia con una diminuzione pari allo 0.4%.

L'evoluzione storica mostra che il peso dei FCI sul totale delle attività finanziarie delle famiglie ha conosciuto un picco nel 2000 per poi diminuire in quasi tutti i Paesi dell'area dell'euro⁴. La diminuzione nell'area euro è stata contenuta, nell'ordine dell'1.5% (delle attività finanziarie delle famiglie), mentre per l'Italia è stata assai significativa: la quota è passata dal 16.6% nel 2000 al 9% nel 2006. Il peso delle polizze assicurative e dei fondi pensione è cresciuto in tutti i Paesi, anche se non è possibile individuare la dinamica delle due componenti; per l'Italia abbiamo che la crescita è dovuta principalmente alle polizze assicurative (ramo vita) mentre la quota dei fondi pensione è cresciuta in misura limitata⁵.

A conferma della diversa evoluzione del peso dei FCI in Italia e nel resto dei Paesi dell'area euro abbiamo che la quota di patrimonio dei FCI italiani (compresi i fondi con domicilio estero) rispetto al patrimonio complessivo dei fondi nei Paesi dell'area euro è passata dal 16.3% nel 2002 al 10.8% nel 2006, vedi Tavola 3. Considerando esclusivamente i fondi domiciliati in Italia, EFAMA (2006) mostra che i fondi comuni italiani rappresentano il 6.3% dei patrimoni a livello europeo nel 2005 collocando l'industria italiana al sesto posto; nel 1998 la quota italiana era pari al 15% (terzo posto).

Nella Tavola 4 arricchiamo l'analisi della realtà italiana considerando le gestioni patrimoniali che possono essere considerate una forma di distribuzione piuttosto che un prodotto di risparmio gestito in senso stretto. Il quadro delineato sopra risulta confermato: la tavola mostra una crescita sostenuta delle gestioni patrimoniali, il cui peso rispetto al PIL negli ultimi due anni è cresciuto del 2%.

3. Il principale punto debole degli investitori istituzionali in Italia è rappresentato dalla quota dei fondi pensione sul totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane, che è rimasta pressoché costante nel tempo e si colloca su livelli modesti rispetto ai principali Paesi sviluppati. Nel corso del tempo il peso delle polizze assicurative e delle gestioni patrimoniali è cresciuto in misura significativa, quello dei fondi comuni di investimento è aumentato rispetto al 1995 ma si è quasi dimezzato rispetto al picco segnato nel 2000. Una diminuzione ben maggiore di quella osservata a livello europeo. Il portafoglio delle famiglie italiane presenta una forte concentrazione del rischio (azioni non quotate), un modesto ricorso alla delega/diversificazione ed una rilevante presenza di titoli di Stato e di obbligazioni bancarie.

Il mondo del risparmio gestito a fine 2006 vede presenti 1.259 fondi aperti di diritto italiano (1.225 nel 2005), tra questi abbiamo 206 fondi speculativi; 742 fondi roundtrip (695 nel 2005); 191 fondi chiusi (129 nel 2005), tra questi 116 fondi immobiliari, vedi Banca d'Italia (2007). Il dato di tutti e tre i comparti è quindi in crescita rispetto al 2005, la dinamica è in controtendenza rispetto al dato degli anni 2004 e 2003 che hanno conosciuto una diminuzione del numero dei fondi comuni di investimento. Nel 2006, l'unico

4 Il dato è confermato dall'analisi contenuta in EFAMA (2006) che mostra una crescita del risparmio gestito in Europa tra il 1995 e il 2000 del 24.4% annuo e del 7.9% dal 2000 al 2005.

5 Secondo dati COVIP, il patrimonio netto dei fondi pensione è passato dall'1.2% delle attività delle famiglie italiane nel 1998 all'1.5% nel 2006, in rapporto al PIL il rapporto è passato dal 2.55 al 3.4%, vedi Cesari, Grande e Panetta (2007).

comparto dei FCI in diminuzione per numero è rappresentato dai fondi aperti armonizzati che passa da 871 a 842.

L'industria dei FCI merita di essere indagata riguardo a due aspetti: concentrazione di mercato, assetti proprietari. Considerando il dato sui patrimoni gestiti da fondi comuni aperti censiti da Assogestioni osserviamo una diminuzione della concentrazione: nel 2003 i primi tre gruppi finanziari coprivano il 49.6% dei patrimoni, nel 2005 coprono il 43.7%. Secondo Banca d'Italia (2007), i gruppi bancari Intesa Sanpaolo, Unicredit (compresa Capitalia) e Generali hanno raggiunto il 60% del mercato del risparmio gestito (FCI e gestioni patrimoniali). In termini di patrimoni gestiti questi operatori singolarmente si collocano su valori simili a quelli dei principali operatori a livello europeo, il livello di concentrazione in Italia risulta invece essere superiore a quanto osservato negli altri Paesi.

Più complesso è il tema degli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio. L'industria è fondata sull'integrazione verticale fra reti distributive e fabbriche di prodotto. L'84% del mercato è riconducibile a gruppi bancari e assicurativi (italiani ed esteri), tale quota è simile a quanto si osserva in Europa: diciotto tra i primi venti operatori dell'asset management sono gruppi bancari e assicurativi. Rispetto a questi operatori, quelli italiani si caratterizzano per una maggiore concentrazione su reti distributive interne al gruppo. A conferma di questo punto, Banca d'Italia (2007) mette in evidenza che nel 2006 il peso dei collocamenti dei fondi aperti avvenuti tramite banche è cresciuto (dal 76 nel 2005 al 78%) mentre le quote di SIM e SGR sono scese (da 13 al 10%, dal 9 all'8%, rispettivamente).

Banca d'Italia (2007) seziona il mondo del risparmio gestito in tre fasce: i tre operatori di grande dimensione di cui sopra (60% del mercato), gli intermediari di minore dimensione (6%), gli intermediari di media dimensione (34%). Le piccole società fanno registrare elevati ritmi di crescita grazie alla loro specializzazione e alla qualità dei prodotti. Gli intermediari di medie dimensioni offrono prodotti poco specializzati e sono fortemente legati al canale distributivo rappresentato dal gruppo bancario di appartenenza.

4. L'industria del risparmio gestito si presenta divisa in tre fasce da un punto di vista dimensionale: operatori che hanno raggiunto una dimensione pari a quella dei principali attori nell'area dell'euro, operatori di media dimensione, piccoli intermediari. Questi ultimi sono una componente molto dinamica e specializzata, i primi e i secondi sono molto legati in termini di distribuzione ai gruppi bancari/assicurativi di appartenenza.

Passando all'analisi micro possiamo valutare il comportamento del risparmiatore finale e quindi delle famiglie italiane. Secondo l'indagine di Banca d'Italia "I bilanci delle famiglie italiane", la percentuale delle famiglie in possesso di attività finanziarie rischiose è passata dal 10% nel 1995 al 21,2% nel 2000 e al 21,5% nel 2002 per poi scendere al 18% nel 2004⁶. Negli ultimi anni assistiamo ad un cambiamento significativo nella composizione della domanda di attività finanziarie da parte delle famiglie italiane che riducono la loro propensione a detenere strumenti finanziari rischiosi.

⁶ Per una analisi delle scelte di portafoglio delle famiglie italiane vedi Guiso e Jappelli (2000)

Il fenomeno è probabilmente da imputare a due fattori: un reflusso dopo il *boom* della *new economy* e la reazione alla caduta reputazionale di alcuni attori di mercato indotta dai recenti scandali finanziari. Il calo è da attribuire principalmente alle scelte delle famiglie con capofamiglia occupato e residenti nel nord o nel centro del Paese. Riguardo alla composizione delle attività finanziarie, tra il 2002 e il 2004 si osserva una riduzione del possesso di titoli di Stato; per le attività più rischiose si osserva un calo del numero delle famiglie che detengono obbligazioni, fondi comuni e azioni. La quota di famiglie che detengono gestioni patrimoniali è invece rimasta costante. L'Italia si colloca agli ultimi posti, tra i Paesi sviluppati, riguardo alla quota di popolazione che detiene azioni sia direttamente che indirettamente, vedi l'ultima colonna della Tavola 5.

A fine 2004 la percentuale di famiglie che detengono quote di FCI ed obbligazioni e quelle che detengono azioni quotate direttamente (escluse anche le gestioni patrimoniali) è pari rispettivamente a 11.9% e 7.2% (a fine 2002 le percentuali erano pari rispettivamente a 14% e 9.6%). La differenza non è molto rilevante e suggerisce che i fondi comuni di investimento non siano uno strumento capace di avvicinare in misura significativa gli investitori al mercato finanziario. Se consideriamo esclusivamente i fondi azionari, misti e le gestioni patrimoniali, la percentuale delle famiglie che possiedono questi strumenti nel 2004 ammonta all'8%: la differenza rispetto al possesso diretto di azioni è pari appena allo 0.8%. Guiso e Zingales (2007), differenziando i risparmiatori a seconda della loro ricchezza finanziaria, mostrano che i fondi comuni (e i fondi pensione) non facilitano l'accesso dei risparmiatori meno abbienti al mercato azionario in Italia. La Tavola 5 mostra che nel primo e nel secondo quartile per ricchezza del risparmiatore non vi è differenza tra la percentuale di risparmiatori che detengono azioni direttamente e indirettamente mentre negli altri Paesi esiste una differenza, anche se piccola. L'effetto di attrazione dei fondi pensione e dei FCI diviene rilevante nel terzo quartile: mentre in Italia la differenza è di appena due punti percentuale (basso come la Spagna), nei principali Paesi il differenziale è superiore ai dieci punti percentuale.

L'indagine di Banca d'Italia sulle famiglie italiane per il 2004 presenta un quadro meno negativo ma simile: nella classe di reddito familiare compreso tra 20 e 30.001 euro il 4% delle famiglie detiene azioni direttamente e il 10.6% detiene obbligazioni e fondi comuni di investimento, nella classe tra 30 e 40.001 euro e in quella superiore a 40.001 euro le percentuali divengono 9.9% e 17.7%, 20.2% e 26.3% rispettivamente. La differenza, pur sempre piccola in valore assoluto, appare essere significativa nella prima e nella seconda fascia. Anche il dato sulla capacità dei FCI di attrarre risparmiatori in possesso di un non elevato titolo di studio è modesta: i possessori di un titolo di studio di licenza superiore detengono azioni direttamente in una percentuale pari al 12.4% ed indirettamente in una percentuale del 19.5%. Risultati simili si osservano riguardo al fatto che il risparmiatore detenga forme di previdenza complementare⁷.

⁷ Un'analisi effettuata nel 2001 (nel pieno del boom del mercato azionario e dei fondi comuni) effettuata in Jappelli, Julliard e Pagano (2001) mostrava un quadro più positivo: nel secondo quartile per ricchezza finanziaria il possesso azionario diretto coinvolgeva il 25% delle famiglie e quello diretto+indiretto il 37%, nel terzo quartile le medesime percentuali erano 24% e 35%, nel quartile più elevato avevamo 23% e 36%.

5. I risparmiatori italiani detengono attività rischiose in misura limitata rispetto a quanto avviene negli altri Paesi sviluppati. Il possesso indiretto, associato a fondi comuni e a fondi pensione, è assai limitato sia a livello quantitativo che qualitativo: la loro capacità di avvicinare risparmiatori meno abbienti e meno istruiti verso le attività rischiose è limitata. La propensione dei risparmiatori a detenere attività rischiose è cresciuta per tutti gli anni '90, fino al 2002, per poi diminuire.

2. Patrimonio e raccolta dei fondi comuni di investimento

Le Tavole 6, 7 e 8 offrono un quadro dell'evoluzione del patrimonio e della raccolta dei fondi comuni e sicav aperti di diritto italiano, roundtrip ed esteri. La fonte dei dati è rappresentata da Assogestioni. La dinamica descritta nell'ultima colonna delle Tavole 6 e 7 mostra una raccolta netta positiva ed una continua crescita del patrimonio complessivo dei FCI nel corso del tempo, salvo il 2002 e il 2006 che sono segnati da una raccolta negativa: negli ultimi nove anni il patrimonio dei fondi è cresciuto in media del 18% per anno⁸.

Nel 2006, a fronte di una crescita complessiva del patrimonio dei fondi comuni del 2.5% (656.388 contro 640.381 nel 2005), si osserva una raccolta netta negativa pari a -9.389 milioni di euro: la crescita del patrimonio è quindi da imputare all'andamento positivo dei corsi azionari. Il dato merita di essere indagato con maggiore attenzione sia riguardo alla domiciliazione, che alla tipologia giuridica e alla categoria di appartenenza dei fondi.

I fondi comuni di diritto italiano hanno avuto una raccolta netta negativa negli ultimi sette anni pari nel complesso ad oltre 90 miliardi di euro, l'eccezione è rappresentata dal 2003, che ha conosciuto una raccolta positiva pari a quasi 11 miliardi di euro. A fronte di questa dinamica, il patrimonio ha subito una flessione continua con un rimbalzo nel 2003 (raccolta positiva) e nel 2005 (dinamica positiva dei corsi azionari): il patrimonio dei fondi di diritto italiano a fine 2006 rappresenta il 78% del valore massimo raggiunto a fine 1999, nel solo 2006 è diminuito dell'8.6%. Il saggio di crescita medio dei FCI italiani negli ultimi nove anni è stato dell'11%, valore ben inferiore a quello del patrimonio dei fondi nel loro complesso, la cifra positiva è inoltre quasi esclusivamente dovuta al biennio 1997-1998.

La raccolta dei fondi roundtrip e dei fondi esteri è invece sempre stata positiva e il patrimonio è sempre cresciuto negli ultimi anni: il patrimonio

⁸ Le statistiche rilasciate da Assogestioni e da Banca d'Italia nella Relazione Annuale riguardo alla raccolta e al patrimonio sono sostanzialmente in linea. La differenza riguardo al patrimonio dei fondi di diritto italiano è minima: nel 2006 la differenza nel patrimonio è meno dello 0.4% (370.284 secondo Assogestioni, 371.629 secondo Banca d'Italia), la differenza sulla raccolta è pari allo 0.8% (-42.494 secondo Assogestioni, -42.157 secondo Banca d'Italia); differenze simili sono osservate negli anni precedenti, vedi Tavole 9 e 10. Banca d'Italia mutua direttamente da Assogestioni il dato sul patrimonio e la raccolta dei fondi roundtrip; anche il dato relativo ai fondi speculativi è assai simile fra le due fonti. Il dato sulla raccolta delle diverse macrocategorie di fondi è abbastanza simile anche se presenta differenze più significative da imputare principalmente a diversi criteri di classificazione.

dei fondi roundtrip oggi è pari al doppio di quanto osservato a fine 2000, il patrimonio dei fondi esteri è cresciuto di quattro volte, nel 2006 la crescita è stata rispettivamente dell'11% e del 50%.

La Tavola 3 mostra la raccolta (totale e per categorie) dei principali Paesi sviluppati negli ultimi quattro anni. L'evoluzione che abbiamo tratteggiato per l'Italia non è confermata negli altri Paesi: colpisce in particolare il dato negativo dei due principali comparti (azionario e obbligazionario) dei fondi comuni di diritto italiano a partire dal 2001, una dinamica che non può essere messa in relazione con l'andamento dei corsi azionari e dei tassi di interesse e che non è confermata negli altri Paesi. A conferma di questa osservazione, EFAMA (2006) mostra che nel periodo 2001-2005 il saggio medio annuo di crescita del patrimonio per i fondi comuni di investimento in Europa è stato pari al 7.6% mentre i fondi Italiani (compresi i roundtrip) hanno conosciuto un saggio medio di crescita negativo pari a -2.1%. Nel 2006 il dato fortemente negativo della raccolta in Italia non è comune agli altri Paesi; solo la Germania e la Spagna presentano una raccolta leggermente negativa: il patrimonio a livello europeo nel 2006 è cresciuto del 15%.

La composizione del patrimonio dei fondi censiti da Assogestioni a fine 2006 è la seguente: 56% fondi di diritto italiano (aperti, riservati, hedge), 31% fondi roundtrip (aperti e hedge), 13% fondi esteri. Nel 2001, la suddivisione era la seguente: 76% fondi di diritto italiano (aperti, riservati, hedge), 20% fondi roundtrip (aperti e hedge), 4% fondi esteri. Sempre secondo EFAMA (2006), il dato dei fondi roundtrip, che rappresentano oltre la metà dei fondi di diritto italiano come patrimonio, costituisce un unico a livello europeo; solo la Germania e la Svizzera presentano una componente rilevante di fondi roundtrip, ma ben inferiore a quella italiana.

La raccolta negativa dei fondi di diritto italiano nel 2006 non ha precedenti e costituisce metà del saldo negativo degli ultimi sette anni. Mentre nel 2003, 2004 e nel 2005 la raccolta positiva dei fondi roundtrip e dei fondi esteri aveva bilanciato quella negativa dei fondi italiani, nel 2006 essa non è stata sufficiente.

Il deflusso dei fondi di diritto italiano è differenziato a seconda della natura del fondo: secondo Banca d'Italia (2007) il calo del patrimonio dei gestori appartenenti a gruppi bancari e assicurativi è stato del 12.9% nel 2006, per gli intermediari indipendenti il calo è stato appena del 3.5%. Escludendo la delocalizzazione all'estero effettuata da Azimut sgr, il patrimonio di questi fondi sarebbe cresciuto del 2.7%.

6. Considerando il patrimonio dell'industria dei FCI nel suo insieme, esso è cresciuto dal 1995 in avanti con l'eccezione degli anni 2001-2002. A partire dal 2001 i fondi diritto italiano hanno conosciuto una raccolta negativa (con l'eccezione del 2003) che è stata bilanciata negli anni 2003-2005 dalla raccolta dei fondi roundtrip e dei fondi esteri (che è stata sempre positiva). Questa dinamica si è riflessa nella crescita dei patrimoni gestiti da fondi roundtrip ed esteri. Nel 2006, la raccolta netta complessiva è risultata negativa: la raccolta positiva dei fondi roundtrip e dei fondi esteri non ha bilanciato il dato negativo dei fondi italiani. Il dato è in controtendenza rispetto a quanto osservato negli altri Paesi europei. Il deflusso in termini di patrimoni e di raccolta riguarda gli intermediari che appartengono a gruppi bancari, gli indipendenti conoscono una dinamica positiva.

Passando a valutare la composizione del patrimonio e della raccolta dei fondi complessivamente (italiani, roundtrip e esteri) a seconda delle macrocategorie scopriamo che esse hanno conosciuto dinamiche diverse: negli ultimi sei anni (a partire dal 2001) i fondi azionari, i fondi bilanciati e gli obbligazionari hanno conosciuto un flusso negativo netto di notevoli dimensioni: -28 , -34 e -9 miliardi, rispettivamente. Mentre nel caso dei fondi azionari e dei fondi obbligazionari il deflusso è stato in parte bilanciato dai corsi dei mercati, con una crescita del patrimonio, non altrettanto si è verificato per i fondi bilanciati che hanno visto una diminuzione del patrimonio pari al 33%. Negli stessi anni si assiste ad un riposizionamento verso altre categorie di fondi: flessibili (raccolta netta complessiva pari a 37 miliardi), liquidità (50), hedge (22). Il dato può essere interpretato alla luce sia dell'andamento dei mercati che di un cambiamento nelle preferenze degli investitori: negli anni 2001-2003 c'è stato un afflusso di denaro sui fondi liquidità probabilmente come risposta all'andamento negativo dei mercati azionari, successivamente si assiste ad un deflusso da questo comparto motivato dal basso rendimento dei fondi, i flessibili e gli hedge hanno invece conosciuto una raccolta positiva lungo tutto il periodo rappresentando risposte diverse per i risparmiatori con una maggiore attitudine ad assumere rischio: nel primo caso un tipo di investimento meno rischioso dei fondi azionari, nel secondo caso un investimento più rischioso. Questa interpretazione mostra comunque una forte disaffezione verso i fondi azionari.

Il riposizionamento che abbiamo descritto, su cui torneremo nella prossima Sezione analizzando il lato della domanda e dell'offerta, può essere colto indagando la composizione del patrimonio nel 2001 e nel 2006. Nel 2001 avevamo i seguenti valori percentuali: azionari (30%), bilanciati (12%), flessibili (1%), liquidità (10%), hedge (0%), obbligazionari (47%). Nel 2006 abbiamo: azionari (27%), bilanciati (7%), flessibili (8%), liquidità (13%), hedge (4%), obbligazionari (41%).

7. A partire dal 2001 abbiamo assistito ad un riposizionamento nel patrimonio dei fondi che ha risentito da un lato dell'andamento dei corsi azionari e dei tassi di interesse e dall'altro di un cambiamento nella propensione al rischio degli investitori. Il deflusso dai fondi azionari, obbligazionari e bilanciati è stato accompagnato da una raccolta positiva dei fondi flessibili, hedge e, nei primi anni, dei fondi di liquidità.

I fondi di diritto italiano, i fondi roundtrip e i fondi esteri presentano differenze per le macrocategorie di appartenenza dei fondi. La Tavola 8 mostra che tra i fondi roundtrip a fine 2006 troviamo una maggiore presenza dei fondi azionari e obbligazionari rispetto ai fondi di diritto italiano (rispettivamente 35% contro 20% per gli azionari e 48% contro 36% per gli obbligazionari), il patrimonio dei fondi roundtrip azionari nel 2006 risulta essere quasi uguale al patrimonio dei fondi di diritto italiano (70 miliardi a fronte di 73 miliardi). Osserviamo una prevalenza di fondi hedge, bilanciati, flessibili e di liquidità nei fondi di diritto italiano rispetto ai fondi roundtrip. Il dato è confermato dall'analisi della raccolta: soltanto nel 2006 si osserva una raccolta positiva significativa dei fondi roundtrip flessibili. E' difficile comprendere la ragione della differente politica nella produzione dei diversi tipi di fondi. E' probabile che il riposizionamento verso i fondi esteroinvestiti sia passato in primo luogo tramite i comparti di

maggiori dimensioni con l'obiettivo di sfruttare economie di scala.

I fondi esteri presentano una prevalenza dei fondi azionari rispetto a quanto osservato nei fondi italiani, mostrano anche una debole presenza di fondi hedge e di fondi bilanciati, il dato sui fondi obbligazionari è invece in linea con quello dei fondi italiani.

Il mondo dei fondi hedge presenta peculiarità rispetto al mondo dei fondi comuni di investimento aperti. La crescita dei fondi hedge, che nel 2000 erano assenti, è da imputare quasi esclusivamente ai fondi diritto italiano; a fine 2006 la composizione del patrimonio dei fondi hedge censiti da Assogestioni è la seguente: 79% fondi diritto italiano, 20% fondi roundtrip, 1% fondi esteri. Circa il 28% del patrimonio dei fondi hedge non fa riferimento a gruppi bancari e assicurativi, mentre il dato per i fondi aperti armonizzati è pari solo al 16%. Vale la pena di osservare che i fondi hedge investono gran parte dei loro patrimoni in fondi hedge esteri. La prevalenza di fondi hedge di diritto italiano è da imputare principalmente alla normativa in materia.

8. I fondi roundtrip sono caratterizzati da una prevalenza di patrimonio nei comparti dei fondi azionari ed obbligazionari. Anche i fondi esteri conoscono una forte presenza di patrimonio nel comparto dei fondi azionari. Ad oggi i fondi hedge sono invece un fenomeno "italiano".

Il dato sulla raccolta dei FCI italiani nei primi mesi del 2007 conferma la dinamica osservata per il 2006 e negli anni precedenti sia a livello aggregato che riguardo alle macrocategorie. Nei primi sei mesi dell'anno la raccolta dei fondi italiani è stata negativa per 27.9 miliardi di euro, il flusso negativo ha riguardato principalmente i fondi obbligazionari (-18.7 miliardi), i fondi azionari (-9.5 miliardi) e i fondi bilanciati (-3.5 miliardi), in controtendenza abbiamo i fondi flessibili (2.2 miliardi) e i fondi hedge (2.9 miliardi). Nei primi sei mesi dell'anno i fondi roundtrip e i fondi esteri hanno segnato una raccolta positiva pari a 705 milioni e 11.3 miliardi, rispettivamente. Il deflusso complessivo è quindi assai significativo confermando il dato del 2006. Rispetto agli anni precedenti risalta agli occhi la raccolta fiacca dei fondi roundtrip. Sul fronte della raccolta delle diverse macrocategorie emergono delle differenze rispetto a quanto osservato fino al 2006: nei primi sei mesi del 2007 la raccolta dei fondi roundtrip per il comparto degli azionari e degli obbligazionari è stata negativa (-2 miliardi di euro e -2.2 miliardi di euro rispettivamente), la raccolta dei fondi flessibili è stata invece positiva (6.2 miliardi di euro). Anche i fondi esteri hanno conosciuto una raccolta positiva concentrata soprattutto nei fondi flessibili (5.7 miliardi). Nel 2007, ed in parte già nel 2006, viene quindi meno la differenza politica rispetto alle macrocategorie di fondi dei fondi italiani e dei fondi roundtrip.

9. La raccolta nei primi mesi del 2007 dei FCI italiani conferma quanto osservato nel 2006: -28 miliardi di euro. La raccolta dei fondi roundtrip è stata debole, a differenza degli anni precedenti, la sua distribuzione è simile a quella dei fondi italiani: negativa per i fondi azionari e obbligazionari, positiva per i fondi flessibili.

3. Analisi della domanda e dell'offerta di risparmio gestito

L'analisi della precedente sezione mostra una raccolta negativa dei FCI italiani e roundtrip nel triennio 2004-2006 con un picco nel 2006 pari a -30 miliardi. L'interpretazione di questa tendenza chiama in causa la struttura del mercato del risparmio gestito in Italia (domanda e offerta) e l'evoluzione della raccolta di prodotti finanziari concorrenti: gestioni patrimoniali, polizze assicurative ramo vita, obbligazioni bancarie, etf.

3.1 Raccolta e consistenza degli strumenti finanziari

Tra i prodotti finanziari includiamo sette macrocategorie di strumenti: depositi e titoli a breve termine, titoli a medio e lungo termine, derivati, prestiti, azioni, fondi comuni di investimento, riserve tecniche di assicurazioni e fondi pensione. La voce titoli a medio e lungo termine comprende obbligazioni emesse da amministrazioni pubbliche, istituzioni finanziarie (banche, compagnie di assicurazioni e finanziarie non bancarie), obbligazioni di imprese. Quattro classi di prodotti sono ulteriormente sezionate considerando loro sottoinsiemi: titoli a medio lungo termine emessi da istituzioni finanziarie e monetarie (obbligazioni emesse da banche), azioni emesse da società quotate italiane, quote di fondi comuni di investimento emesse da residenti, riserve del ramo vita e fondi pensioni. Quanto agli investitori finali consideriamo le seguenti macro-classi: famiglie, società non finanziarie, istituzioni finanziarie e monetarie, altri intermediari finanziari, compagnie di assicurazioni, amministrazioni pubbliche, resto del mondo.

Nella Tavola 11, sulla base dei Conti Finanziari rilasciati da Banca d'Italia, indaghiamo l'evoluzione della composizione delle attività finanziarie dal 2001 al 2006 e dei relativi flussi⁹. Emerge chiaramente come l'unica macro classe di strumenti finanziari che segna un arretramento in termini di flussi (e quindi al netto delle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie) sia quella delle quote dei fondi comuni emesse da residenti (flusso cumulato pari a -55 miliardi). Il flusso cumulato dei fondi comuni diviene positivo se consideriamo anche le quote emesse da non residenti (68 miliardi).

Valutando la composizione in termini percentuali delle attività finanziarie nel 2001 e nel 2006 abbiamo una conferma della dinamica appena descritta. I titoli a breve termine conoscono un incremento pari quasi al 3% (dal 18.5 al 21.2%), i titoli a medio e lungo termine conoscono una flessione (dal 21.6 al 20.4%), diminuzione imputabile ai titoli di Stato giacché la componente emessa dalle istituzioni finanziarie e monetarie conosce un incremento dello 0.7% (dal 4 al 4.7%), un incremento è osservato anche per le obbligazioni emesse da società non finanziarie; il peso delle azioni (comprese quelle quotate), derivati e prestiti rimane perlopiù costante nel corso del tempo, la quota dei FCI diminuisce (sia nel complesso passando dal 5.7 al 3.9% che per la quota emessa da residenti che passa dal 4.8 al 2.7%), la quota delle ri-

⁹ Pur provenendo da Banca d'Italia, la Tavola 11 differisce dalle Tavole 1 e 2. La Tavola 11 proviene dai Conti finanziari e si basa su dati di contabilità nazionale, le Tavole 1 e 2 invece provengono dalla Divisione Mercati Finanziari della Banca.

serve tecniche delle assicurazioni e dei fondi pensione aumenta di un punto percentuale, incremento che è dovuto quasi interamente al settore vita e ai fondi pensione.

10. Nel periodo 2001-2006, tra gli strumenti finanziari, il peso dei FCI è diminuito dell'1.8%, quello dei titoli a breve termine è cresciuto del 3%, le polizze assicurative crescono dell'1% mentre i titoli a medio e lungo termine calano dell'1.2% .

3.2 Il lato della domanda e dell'offerta: analisi aggregata

I dati illustrati nel precedente paragrafo confermano il cambiamento del ruolo dei diversi strumenti finanziari. La domanda dei FCI può essere analizzata valutando la composizione delle attività delle principali categorie di investitori. De Bonis (2006) riporta la composizione finanziaria dal 1950 al 2004 delle macro-classi di investitori sopra individuate. L'analisi mostra che all'inizio del nuovo secolo i FCI hanno conquistato un ruolo, che è rimasto pressoché stabile negli anni successivi, tra le attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche (1.8% del totale delle attività finanziarie possedute), banche (0.4%), società finanziarie (2.2%), resto del mondo (0.4%), imprese (1.2%). L'unica eccezione è rappresentata dalle famiglie: la quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane dei FCI è passata da un massimo pari a 18.6%, raggiunto a fine 1999, ad una quota pari a 10.8% nel 2004. Questo dato suggerisce che sul fronte della domanda il "declino" dei FCI sia da imputare esclusivamente alle famiglie italiane.

Una conferma di questa valutazione viene dalla Tavola 12 dove riportiamo la destinazione delle quote dei fondi comuni in termini di investitore finale. Il patrimonio dei FCI nel 2001 era posseduto per l'82.5% dalle famiglie italiane, nel 2006 la percentuale scende al 67.6%¹⁰. A fronte di questo declino si registra una crescita assai significativa della quota detenuta da compagnie di assicurazioni, passata dal 6.5 al 17%, e da parte delle banche e altri intermediari finanziari passati dal 5.4 al 10.6%. I FCI hanno quindi un peso significativo nel portafoglio degli intermediari finanziari, ma la loro presa sul risparmiatore finale è diminuita. L'incremento della quota delle compagnie di assicurazioni e degli altri intermediari è in gran parte dovuta al fatto che i fondi costituiscono un elemento base di prodotti finanziari complessi collocati presso la clientela (obbligazioni bancarie e polizze assicurative). Dai valori riportati tra parentesi nella Tavola si evince che le variazioni sono dovute quasi esclusivamente alla quota dei fondi comuni di diritto italiano.

11. La quota dei FCI detenuta dalle famiglie è diminuita del 15%, decremento che è stato colmato dalle istituzioni finanziarie (in particolare compagnie di

¹⁰ Il comparto dei fondi hedge fa storia a sé. La categoria dei fondi hedge, che presenta da sempre una raccolta positiva, si rivolge solo in misura limitata alle famiglie: secondo Banca d'Italia (2007) solo il 37% del patrimonio dei fondi hedge è detenuto da famiglie e imprese direttamente, la gran parte delle quote dei fondi hedge entra a far parte dei fondi di fondi e quindi solo indirettamente entra in possesso delle famiglie.

assicurazioni) sia per la gestione del loro portafoglio che per la costruzione di prodotti collocati presso la clientela.

La domanda delle famiglie svolge quindi un ruolo cruciale per comprendere l'evoluzione della raccolta e del patrimonio dei FCI. Nella Tavola 13 riportiamo le consistenze e i flussi delle attività finanziarie delle famiglie italiane.

Il flusso cumulato dei fondi comuni ascrivibile alle famiglie nel periodo 2001-2006 è pari a -52 miliardi, la quasi totalità del deflusso complessivo riportato nella Tavola 11. Dall'analisi dei flussi delle famiglie emerge la preferenza delle famiglie italiane per l'investimento diretto in attività finanziarie a basso rischio: depositi e titoli a breve termine (perlopiù di Stato) (+237 miliardi come flusso cumulato nel periodo 2001-2006), polizze assicurative ramo vita e fondi pensioni (+265 miliardi), titoli a medio e lungo termine (+202 miliardi). Meno rilevante risulta essere l'investimento in azioni (+35 miliardi). Classificare i titoli a medio e lungo termine come strumenti finanziari a basso rischio necessita di qualche precisazione. Abbiamo tre principali categorie di emittenti di obbligazioni: amministrazioni pubbliche, imprese, società finanziarie. Tra le obbligazioni bancarie possiamo distinguere quelle plain vanilla e quelle strutturate. Le obbligazioni emesse da società non finanziarie, alcune classi di polizze vita e di obbligazioni bancarie strutturate presentano profili di rischio significativi. E' difficile distinguere tra le diverse componenti: nella Tavola, tra parentesi, riportiamo i flussi delle famiglie che fanno riferimento a obbligazioni bancarie: il flusso cumulato dal 2001 al 2006 è pari a +130 miliardi di euro con un valore negativo nel 2005 e positivo, ma non elevato, nel 2006. Purtroppo le fonti statistiche non ci permettono di sezionare ulteriormente il dato individuando la quota di flussi delle obbligazioni plain vanilla e di quelle strutturate.

L'analisi dei flussi finanziari proposta in Banca d'Italia (2007) sul 2006 conferma questo quadro: le famiglie italiane si sono concentrate su titoli a breve termine per il prevalere di aspettative di rialzo dei tassi. Il flusso netto di quote di fondi comuni emesse da residenti nel 2006 è stato negativo per -36.869 milioni di euro (nel 2005 era stato pari a -7.065), il flusso netto di quote emesse da fondi comuni esteri è stato positivo per 9.770 milioni di euro (nel 2005 il flusso era stato pari a 14 miliardi di euro), a fronte di questo dato abbiamo un flusso positivo delle riserve delle compagnie di assicurazioni ramo vita e fondi pensione pari a 20.832 milioni di euro nel 2006 (41.736 nel 2005) e dei titoli pubblici a breve termine e depositi (70 miliardi nel 2006). Mentre nel 2005 le famiglie avevano effettuato acquisti netti negativi in obbligazioni, nel 2006 il flusso è stato positivo per 35 miliardi di euro (la metà riguarda obbligazioni emesse da istituzioni monetarie e finanziarie).

12. La raccolta netta negativa di FCI imputabile alle famiglie è stata bilanciata da acquisti netti di attività finanziarie in larga misura meno rischiose: titoli di Stato a breve e lungo termine, polizze assicurative, obbligazioni bancarie.

I flussi dei FCI potrebbero essere dovuti anche alle scelte di portafoglio di altri investitori. Secondo Banca d'Italia (2007), il patrimonio delle compagnie di assicurazioni e dei fondi pensioni detenuto in FCI è aumentato nel 2006 ma la raccolta netta è stata negativa per -3.300 milioni di euro (il deflusso è perlopiù concentrato sui fondi di diritto italiano). Possiamo concludere che

le scelte di portafoglio di questi intermediari hanno contribuito alla raccolta negativa dei FCI in misura limitata.

Il dato negativo sulla raccolta dei FCI deve essere interpretato anche alla luce di due prodotti concorrenti: gestioni patrimoniali ed ETF.

Le gestioni patrimoniali nel 2006 hanno conosciuto una raccolta positiva pari a 27 miliardi di euro, valore in calo rispetto all'anno precedente (nel 2005 era stata pari a 35 miliardi). Sicuramente la concorrenza rispetto ai FCI non è stata sulla base della performance: secondo Banca d'Italia (2007), nel 2006 le gestioni patrimoniali hanno conosciuto una performance dell'1.6% contro il 6.2% del 2005. Le gestioni patrimoniali giocano un ruolo anche sul fronte della domanda di FCI, nella Tavola 14 riportiamo il dato sul patrimonio gestito: sia nel 2005 che nel 2006 le gestioni patrimoniali hanno effettuato acquisti netti di quote di fondi comuni esteri (29.246 e 13.325 milioni di euro nel 2005 e nel 2006), gli acquisti di quote dei fondi comuni di diritto italiano sono stati invece negativi in ambedue gli anni (-6.656 milioni di euro nel 2005 e -8.749 milioni nel 2006). La quota del portafoglio associata a fondi di diritto italiano è passata dall'11.8 nel 2005 al 9.6% nel 2006, la quota dei fondi esteri è passata dal 29.8 al 31.2%, nel complesso la diminuzione è stata dello 0.8%¹¹.

L'analisi del portafoglio delle gestioni patrimoniali mostra che dal 2000 al 2006 la quota dei FCI diminuisce dal 52 al 41%, al contempo la quota dei fondi comuni di diritto italiano sul totale dei fondi passa dal 70 al 23%. Il dato è significativo anche nel valore assoluto.

Uno strumento concorrente ai fondi comuni di investimento è rappresentato dagli exchanged-traded funds (ETF): secondo Banca d'Italia (2007), il volume delle contrattazioni presso la Borsa di Milano nel 2006 è stato pari a 17 miliardi, il doppio dell'anno precedente, il numero di ETF quotati è passato da 30 nel 2005 a 87 nel 2006. E' difficile valutare l'effetto che la crescita di questo mercato ha avuto sulla raccolta dei FCI ma è chiaro che esiste un rapporto di sostituzione.

13. Nel 2006, la raccolta negativa dei fondi è stata accompagnata da un rallentamento della raccolta (sempre positiva e significativa) di prodotti concorrenti, quali le gestioni patrimoniali e le polizze assicurative ramo vita, le obbligazioni bancarie hanno segnato una raccolta positiva significativa. Nel 2006, anche le compagnie di assicurazioni hanno effettuato acquisti netti negativi in FCI. Le gestioni patrimoniali hanno contribuito al riposizionamento verso i fondi esteri.

3.3 Il lato della domanda: raccolta e performance

L'analisi della domanda dei FCI richiede una attenta valutazione della loro performance. Nelle Tavole 15 e 16 riportiamo la performance annuale dei FCI secondo Banca d'Italia e gli indici Fideuram¹², nella Tavola 15 riportiamo anche

¹¹ Secondo Banca d'Italia (2007), nel caso delle gestioni patrimoniali delle SGR, il 92% delle quote dei fondi appartengono allo stesso gruppo.

¹² Mentre non è stato possibile reperire informazioni circa la metodologia utilizzata da Banca d'Italia, l'indice Fideuram è un indice in cui la performance è pesata per il patrimonio dei diversi fondi. L'indice Fideuram propone una media dei rendimenti giornalieri dei diversi fondi ponderati per i patrimoni nel trimestre. L'indice è quindi

la performance dei principali strumenti finanziari concorrenti. Le differenze tra le due serie storiche sono in alcuni casi significative ma la dinamica è simile.

Nella nostra analisi abbiamo messo in evidenza un cambiamento notevole nella composizione del patrimonio dei FCI e delle attività finanziarie. Il cambiamento è dovuto principalmente al settore delle famiglie. Forti di questa osservazione dobbiamo cercare di capire se i mutamenti siano indotti dalla domanda o dall'offerta.

Analizziamo in primo luogo il lato della domanda. La teoria delle scelte di portafoglio ci viene in aiuto, vedi ad esempio Barucci (2003): i cambiamenti nelle scelte di portafoglio sono da mettere in relazione con i valori attesi dei rendimenti dei titoli e con la loro rischiosità. Nella prossima sezione analizzeremo la performance dei singoli FCI tenendo conto della loro rischiosità, in questa sezione ci concentriamo sull'analisi della performance delle macrocategorie di fondi.

La Tavola 15 mostra che le macrocategorie dei fondi hanno avuto una performance insoddisfacente sia in senso assoluto che relativo rispetto a quella dei prodotti concorrenti. Salvo il 1999, dal 1997 in avanti i fondi obbligazionari hanno avuto in media una performance inferiore a quella dei BTP; salvo il 2001, i fondi azionari hanno avuto in media una performance inferiore alla borsa italiana. Mentre il dato sui fondi azionari deve essere preso con cautela in quanto l'accesso ad uno strumento comparabile ad un indice azionario è possibile solo negli ultimi anni (dopo l'avvento degli ETF), il dato sui fondi obbligazionari mostra che la loro performance è stata debole.

Per tenere conto della rischiosità dei fondi dei diversi comparti consideriamo le serie storiche del rendimento mensile secondo gli indici Fideuram per diverse macrocategorie di fondi: azionari, bilanciati e obbligazionari (a partire dal febbraio 1988 per un totale di 232 osservazioni), flessibili (a partire dal febbraio 1999 per un totale di 100 osservazioni). Consideriamo lo Sharpe ratio delle macrocategorie azionari, bilanciati, obbligazionari e flessibili. Lo Sharpe ratio è pari al rapporto tra il premio per il rischio (valore medio del rendimento dei fondi meno il rendimento del tasso a breve termine rappresentato dai Bot) e la deviazione standard dei rendimenti: un valore elevato del rapporto è un indicatore di buona performance rispetto al rischio. Lo Sharpe ratio delle diverse macrocategorie di fondi risulta essere pari ai seguenti valori: 2.275 (azionari), 0.19 (bilanciati), -12.3 (obbligazionari), -6.15 (flessibili).

14. Negli ultimi dieci anni la performance in termini assoluti dei FCI rispetto a prodotti finanziari simili come profilo di rischio è stata "insoddisfacente".

La letteratura accademica a livello internazionale mostra che la raccolta dei singoli fondi comuni e quella dei diversi comparti sono correlate con le rispettive performance. La correlazione è caratterizzata da ritardi temporali ed

del tipo time weighted ma risente dei flussi di raccolta, infatti i rendimenti nei diversi sottoperiodi vengono pesati per i patrimoni e quindi il rendimento annuale risente dei conferimenti/riscatti infrannuali. Questo rende il metodo un mix tra metodo time weighted e metodo money weighted. Dati simili sono ottenuti nella "Indagine sui Fondi e Sicav Italiani" di Mediobanca (2007).

è anche influenzata dalla performance di prodotti finanziari “simili”. Nella nostra analisi abbiamo valutato la sensibilità della raccolta netta mensile dei diversi comparti di FCI rispetto alla performance dei fondi del comparto nel mese precedente controllando per una serie di fattori (raccolta del comparto nel mese precedente, raccolta complessiva, rendimenti delle diverse macrocategorie di fondi, dei titoli di Stato a breve, del mercato azionario). L’obiettivo della nostra analisi è di replicare studi condotti per il mercato Statunitense che mostrano come i sottoscrittori dei fondi utilizzino la performance del fondo per valutare le qualità del gestore, vedi ad esempio Sirri e Tufano (1999) e Edelen e Warner (2001): la raccolta dei fondi in un determinato intervallo di tempo (mese, trimestre) dipende positivamente dalla performance dei fondi nei periodi precedenti.

La presenza di una correlazione positiva tra performance e raccolta sarebbe un segnale che la domanda dei FCI, e le scelte dei risparmiatori, trainano la raccolta. Abbiamo considerato la raccolta mensile dei macrocomparti azionari (*racaz*), bilanciati (*racbil*), flessibili (*racfl*), obbligazionari (*racobb*), liquidità (*racliq*). La nostra analisi si limita ai fondi di diritto italiano per i quali disponiamo del dato sulla performance per macrocategorie di fondi fornito dall’indice Fideuram (*renaz*, *renbil*, *renfl*, *renobb*, *renliq*, rispettivamente). Come unità temporale di riferimento consideriamo un mese, la serie storica parte dal febbraio 1988 per le categorie dei fondi azionari, bilanciati e obbligazionari per un totale di 232 osservazioni, per la categoria dei fondi flessibili la serie storica parte dal dato di febbraio 1999 per un totale di 100 osservazioni.

La Tavola 17 riporta i risultati, per ogni classe di fondi abbiamo stimato cinque modelli di regressione lineare: tra le variabili esogene, nel primo modello abbiamo la raccolta nel mese precedente, la performance del settore nel mese precedente, nel secondo modello abbiamo incluso la raccolta totale dei fondi di diritto italiano (*ractot*), nel terzo, nel quarto e nel quinto modello abbiamo incluso rispettivamente la performance dei fondi nel loro complesso (*rengen*), il rendimento dei bot (*renbot*), il rendimento del mercato azionario nel mese precedente (*renborsa*).

Dalle stime riportate emergono tre risultati interessanti.

In primo luogo esiste una relazione statisticamente significativa tra performance e raccolta del comparto per i FCI di diritto italiano bilanciati, flessibili, liquidità e obbligazionari, nel caso dei fondi azionari invece la relazione è debole. Possiamo concludere che il lato della domanda, rappresentato dalla reazione della raccolta alla performance del comparto, è significativo per comprendere la raccolta dei fondi. L’eccezione è rappresentata dai fondi azionari, la cui raccolta risente di fattori che non sono sintetizzabili nel loro rendimento.

Mentre la performance dei fondi nel loro complesso non influisce sulla raccolta dei diversi comparti, il rendimento dei BOT influisce sulla raccolta dei fondi che sono più prossimi a questo strumento (fondi obbligazionari, bilanciati, liquidità e flessibili). Anche questo è un indicatore della significatività del lato della domanda. Al contrario la performance del mercato azionario influisce (con segno negativo) solo sulla raccolta dei fondi comuni di liquidità, l’effetto sulla raccolta degli altri comparti è non significativo. Questo dato mostra che non vi è un effetto sostituzione tra possesso diretto di azioni e fondi comuni di investimento salvo che per la classe dei fondi di liquidità.

L'analisi della relazione tra raccolta complessiva dei FCI e quella dei singoli settori può fornire indicazioni interessanti circa il comportamento degli investitori. Per tre classi di fondi (azionari, bilanciati e obbligazionari) la raccolta totale influisce sulla raccolta del comparto. La non significatività della relazione per i fondi di liquidità e i fondi flessibili mostra che essi hanno avuto una dinamica in controtendenza o quantomeno non legata alla raccolta dei FCI nel loro insieme. Il risultato può essere spiegato con l'afflusso di risparmio sui fondi di liquidità nel 2001-2003, in controtendenza con i FCI nel loro complesso, e con la dinamica positiva osservata per la raccolta dei fondi flessibili su tutto il periodo.

Nella Tavola 18 abbiamo replicato l'analisi considerando la raccolta complessiva dei fondi di diritto italiano e dei fondi roundtrip nell'ipotesi che la performance dei macrocomparti dei fondi roundtrip sia simile a quella dei macrocomparti dei fondi italiani. La serie storica parte dal febbraio 1999 per un totale di 100 osservazioni mensili. Le regressioni riportano una minore significatività del coefficiente associato alla performance dei fondi ma la relazione tra raccolta e performance per i tre settori (con la conferma dell'esclusione di quello azionario) continua a valere. Anche la sensibilità alle altre variabili esogene è simile.

15. Il lato della domanda è significativo per comprendere l'evoluzione della raccolta dei FCI. La dinamica della raccolta dei fondi azionari chiama in causa altri fattori, oltre alla loro performance. Vi è un rapporto di sostituzione tra fondi e titoli di Stato mentre la sostituzione con il mercato azionario è debole, non riguarda i fondi obbligazionari ma solo i fondi liquidità.

3.4 Il lato dell'offerta

I punti di interesse per comprendere il lato dell'offerta sono tre: politica riguardo ai fondi di diritto italiano e fondi roundtrip da parte delle società di produzione e di distribuzione italiane, ruolo dei fondi esteri, concorrenza di altri prodotti.

Il riposizionamento a favore dei fondi roundtrip è un fenomeno assai rilevante a partire dall'anno 2001. Sicuramente le società di produzione hanno "guidato" questa scelta, una conferma viene dal dato sulle gestioni patrimoniali che hanno ridotto la percentuale dei fondi di diritto italiano sul totale dei FCI dal 70 al 23%. Abbiamo già messo in evidenza come il deflusso dei fondi di diritto italiano sia differenziato a seconda della natura del fondo: il calo del patrimonio dei gestori appartenenti a gruppi bancari e assicurativi è stato del 12.9% nel 2006, per gli intermediari indipendenti il calo è stato appena del 3.5%. Le grandi case di produzione (perlopiù bancarie) hanno delocalizzato all'estero ed hanno guidato la sostituzione di fondi italiani con fondi esteri.

Nella Tavola 19 riportiamo i valori medi e la correlazione della raccolta mensile dei fondi di diritto italiano (*racazit, racbilit, racflit, racliqit, racobbit*) e dei fondi roundtrip (*racazes, racbiles, racfles, racliqes, racobbes*) (gennaio 1999-maggio 2007). La sostituzione tra fondi italiani e roundtrip riguarda quasi esclusivamente i fondi obbligazionari (valore medio della raccolta po-

sitivo per i fondi roundtrip e negativo per gli italiani), sorprende il dato sulla correlazione tra la raccolta dei fondi italiani e quella dei fondi roundtrip che risulta essere positiva per tutti i comparti salvo che per gli obbligazionari, in alcuni casi il valore è superiore a 0.5. Fermo restando l'effetto sostituzione colto dal valore medio di diverso segno per gli obbligazionari, il dato sulla correlazione significa che il trasferimento dai fondi italiani ai fondi roundtrip è stato graduale, ha risentito dei medesimi fattori nelle oscillazioni ed ha accomodato variazioni della raccolta globale. Il dato conferma quanto osservato nella Tavola 18 che per i FCI roundtrip riporta valori e significatività dei coefficienti simili a quanto osservato per la raccolta dei fondi di diritto italiano: la raccolta dei fondi italiani e quella dei fondi roundtrip hanno "reagito" ai medesimi fattori.

Il dato sul valore medio della raccolta conferma quanto osservato nella precedente sezione: la politica di trasferimento verso i roundtrip ha riguardato principalmente il comparto degli obbligazionari.

Negli ultimi anni i fondi esteri hanno penetrato in modo assai significativo il mercato italiano. I valori medi della raccolta e della correlazione tra la raccolta dei fondi di intermediari italiani (di diritto italiano e roundtrip indicata con l'estensione *it*) e dei fondi esteri (indicata con l'estensione *es*) per i diversi comparti riportati nella Tavola 20 (gennaio 2006-maggio 2007) non mostrano segni di sostituzione tra fondi di intermediari italiani ed esteri per le macrocategorie azionari (salvo il valore medio di segno diverso), liquidità, flessibili e bilanciati. Nel caso dei fondi obbligazionari si osserva un valore medio di segno diverso elevato in valore assoluto ed una elevata correlazione negativa tra la raccolta dei fondi di intermediari italiani e quella dei fondi esteri. Possiamo concludere che assistiamo ad una sostituzione tra fondi esteri e fondi di intermediari italiani (di diritto italiano e roundtrip) nel comparto degli obbligazionari.

E' molto difficile individuare il ruolo dell'offerta degli altri prodotti finanziari nella dinamica della raccolta dei FCI. Nella Tavola 21 riportiamo la raccolta dei diversi prodotti generata dalle famiglie (osservazioni trimestrali: 1998-2006), nella Tavola 22 riportiamo la correlazione tra i diversi flussi. Il primo dato che emerge è che i FCI (emessi da residenti, da intermediari esteri e domiciliati all'estero) sono l'unico strumento a segnare una correlazione negativa rispetto a tutti gli altri strumenti e al totale della raccolta. Il dato mostra in particolare una forte correlazione negativa con i titoli a breve termine e con i titoli a medio e lungo termine, mentre la correlazione con le azioni, la raccolta delle compagnie di assicurazioni e dei fondi pensione è assai contenuta e quella con le obbligazioni bancarie è non significativa.

La modesta correlazione tra la raccolta dei FCI e quella delle polizze assicurative e delle obbligazioni bancarie non deve stupire: come abbiamo già avuto modo di mettere in evidenza, le assicurazioni vita e le obbligazioni bancarie hanno segnato una raccolta sempre positiva e stabile a partire dal 1998 con esclusione del 2006, mentre la raccolta dei FCI ha conosciuto oscillazioni.

Il dato motiva più di una interpretazione. Da un lato conferma l'ipotesi di una sostituzione da parte dei risparmiatori dei FCI con investimenti meno rischiosi (titoli a breve e titoli a medio e lungo termine), dall'altro non esclude che la rete distributiva abbia influenzato l'andamento della raccolta. In sintesi possiamo affermare che la politica dell'offerta ha guidato la ripartizione tra fondi roundtrip e fondi italiani ed ha accentuato l'effetto delle scelte dei

risparmiatori proponendo prodotti alternativi ai FCI (obbligazioni bancarie e polizze assicurative) ma non è la determinante ultima del deflusso di risparmio dai FCI. La determinante ultima è da rintracciare nell'aumentata propensione per investimenti meno rischiosi.

16. Il lato dell'offerta è stato influenzato dal riposizionamento verso i fondi esteroinvestiti, soprattutto nel comparto degli obbligazionari. La raccolta dei fondi italiani e quella dei fondi esteroinvestiti sono correlate tra loro ed in modo assai simile alla loro performance. Assistiamo ad una sostituzione tra fondi di diritto italiano+roundtrip e fondi esteri limitatamente alla categoria dei fondi obbligazionari. La correlazione tra la raccolta dei FCI e quella degli altri prodotti finanziari mostra una forte relazione negativa con i titoli a breve, i titoli a medio e lungo termine, ma non con le obbligazioni bancarie e con le polizze assicurative. Il deflusso di risparmio dai fondi è guidato in primo luogo dalle scelte dei risparmiatori verso investimenti meno rischiosi e dalle politiche dal lato dell'offerta (fondi italiani-roundtrip, obbligazioni bancarie, polizze assicurative).

4. Performance dei fondi comuni di investimento

La valutazione della performance di una attività finanziaria richiede una attenta analisi del tradeoff rischio-rendimento. Questa sezione analizza il punto tramite tre paragrafi che si concentrano sulla presentazione della metodologia utilizzata, la costruzione del dataset, e i risultati empirici sulla performance dei FCI italiani, esteroinvestiti ed esteri.

4.1 La metodologia e l'evidenza empirica

E' ben noto che il rendimento medio di una attività finanziaria non è un indicatore esauriente di performance per un investitore avverso al rischio. Tipicamente un investitore avverso al rischio terrà conto non solo del rendimento medio ma anche di un indicatore di dispersione del rendimento. L'indicatore di dispersione per eccellenza è rappresentato dalla varianza del rendimento: se gli investitori hanno funzione di utilità quadratica, o i rendimenti sono distribuiti come una variabile casuale normale multivariata, allora la media e la varianza dei rendimenti rappresentano in modo esauriente le preferenze dell'investitore: l'utilità attesa, e quindi il livello di soddisfazione dell'investitore, è crescente nel rendimento atteso del portafoglio e decrescente nella sua varianza. Siamo di fronte ad un tradeoff tra il rendimento atteso e la varianza dei portafogli.

Inserendo questa logica in un contesto di equilibrio del mercato finanziario abbiamo che il rendimento atteso delle attività finanziarie è spiegato tramite fattori di rischio. Il modello di riferimento è rappresentato dal Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il CAPM, partendo dall'ipotesi che i mercati siano in equilibrio e che gli agenti detengano un portafoglio appartenente alla frontiera media-varianza, giunge a stabilire una relazione lineare (*security market line*) tra premio per il rischio del titolo/portafoglio e il suo β . Il β di un titolo

(portafoglio) è rappresentato dal rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo e del rendimento del portafoglio di mercato e la varianza del rendimento del portafoglio di mercato. Il β è un indicatore di rischio: al crescere del β di un portafoglio abbiamo che il rendimento del portafoglio amplifica le variazioni del portafoglio di mercato, nell'ipotesi che un agente possa sempre diversificare il portafoglio comprando il portafoglio di mercato costui in equilibrio richiederà un elevato premio per il rischio. Il coefficiente angolare della relazione è rappresentato dal premio per il rischio del portafoglio di mercato, secondo il modello l'intercetta della retta (α) dovrebbe essere pari a zero.

Introducendo questa restrizione sul premio per il rischio dei titoli/portafogli sui rendimenti dei titoli giungiamo al seguente modello per il rendimento del portafoglio n :

$$R_n(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \varepsilon_n(t)$$

dove:

$R_n(t)$: rendimento del titolo su un orizzonte temporale prefissato (nell'analisi che segue un mese)

$R_m(t)$: rendimento del portafoglio di riferimento del mercato (benchmark)

$R_f(t)$: rendimento netto del titolo privo di rischio.

Se il CAPM rappresenta un modello valido per comprendere il premio per il rischio dei titoli/fondi allora dovremmo osservare un $\alpha=0$. Un $\alpha > 0 (< 0)$ statisticamente significativo significa che la performance dei fondi è stata superiore (inferiore) a quanto previsto dal CAPM.

Il CAPM è al centro di un vivace dibattito. Da un lato abbiamo studi che mettono in evidenza come il portafoglio di mercato non sia l'unico fattore di rischio, e suggeriscono di utilizzare un modello multifattoriale, dall'altra vi sono studi che introducono una non linearità nel modello per tenere conto dell'asset allocation dei gestori.

Questa seconda osservazione fa riferimento al fatto che il portafoglio del fondo non è costante nel tempo, i gestori tipicamente cambiano il portafoglio in funzione delle loro previsioni dell'andamento del mercato o del settore di interesse del fondo: nel caso i gestori prevedano (correttamente) un mercato azionario al rialzo (ribasso) cambieranno la loro allocazione di portafoglio verso i titoli azionari diminuendo l'investimento in titoli meno rischiosi (più rischiosi). Il fenomeno prende il nome di *market timing*. Treynor e Mazuy (1966), Henriksson e Merton (1981) osservano che al fine di catturare questo fenomeno dovremmo correggere la stima inserendo un termine non lineare che catturi l'allocazione dinamica del portafoglio: se le previsioni dei gestori sono corrette i rendimenti dovrebbero essere superiori a quanto previsto dal CAPM nel caso di mercato dalla performance elevata e performance modesta. I modelli HM e TMJ tengono conto di questi fenomeni:

modello Henriksson e Merton (HM):

$$R_n(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \gamma^{hm} \max[0, R_f(t) - R_m(t)] + \varepsilon_n(t)$$

modello Treynor, Mazuy e Jensen (TMJ):

$$R_n(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \gamma^{tmj} (R_m(t) - R_f(t))^2 + \varepsilon_n(t)$$

Come nel primo modello, il coefficiente γ rappresenta un indicatore di performance (*stock picking*) al netto della componente di *market timing* rappresentata da γ . Un $\gamma > 0$ indica che i gestori hanno una capacità di leggere la direzione del mercato.

La letteratura sulla valutazione della performance dei fondi comuni di investimento ha come obiettivo quello di verificare empiricamente l'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari in forma semi forte: un investitore (gestore) non può guadagnare rendimenti anomali tramite strategie di investimento fondate su informazioni pubbliche. La performance di un fondo comune di investimento è anomala se il suo rendimento medio si discosta da quanto previsto dal CAPM o da una sua variante nonlineare.

Storicamente il primo studio cui possiamo fare riferimento è Jensen (1968) che stima il CAPM per 115 fondi di investimento americani considerando i rendimenti al netto dei costi di gestione. Egli stima il modello CAPM e osserva un α negativo statisticamente significativo (-0.011). Secondo questo risultato, tenendo conto della rischiosità del portafoglio, i gestori dei fondi non sarebbero in grado di guadagnare rendimenti elevati. Ippolito (1989), analizzando i fondi di investimento americani, osserva che i rendimenti al netto dei costi di gestione sono in linea con quanto previsto dal CAPM. L'analisi suggerisce che i rendimenti dei fondi battano in realtà il mercato e che i gestori siano remunerati per questo.

L'evidenza circa il *market timing* dei gestori dei fondi non è univoca: Treynor e Mazuy (1966) non ne identificano una presenza statisticamente significativa, in alcuni studi si mostra che l'effetto è perverso (i gestori allocano risorse verso il comparto azionario in corrispondenza di mercati al ribasso).

Un problema assai rilevante nella valutazione della performance dei fondi è rappresentato dal *survivorship bias*: alcune analisi (soprattutto la prima serie di studi) fanno riferimento ad un dataset che ad una certa data comprende solo i fondi attivi e non quelli cessati. Elton, Gruber e Blake (1996) mostrano che il bias dovuto al fatto di considerare solo i fondi esistenti e non anche quelli cessati può essere significativo. La letteratura più recente sul mercato statunitense mostra che, considerando i rendimenti netti e al netto del *survivorship bias*, la performance dei gestori dei fondi è negativa, vedi anche Blake e Timmermann (1998) per il mercato inglese.

La letteratura sulla performance dei fondi italiani non è molto estesa. Cesari e Panetta (1998) e (2002) analizzano i fondi comuni di investimento azionari italiani e trovano risultati simili a quelli di Ippolito (1989): sulla base dei rendimenti lordi (comprese le commissioni di gestione) l' α è positivo e statisticamente significativo, sulla base dei rendimenti netti l' α non è statisticamente diverso da zero. Un α negativo e statisticamente significativo, unito ad un effetto di *market timing* positivo e statisticamente significativo, è stato ottenuto in Gualtieri (2006) riguardo al rendimento netto dei FCI, l' α ottenuto nella regressione per i rendimenti lordi è negativo ma il coefficiente risulta essere debolmente significativo.

4.2 Il dataset

L'analisi della performance si basa sul database Morningstar e riguarda tre classi di fondi: italiani, roundtrip ed esteri.

Nell'analisi proposta in questa Sezione abbiamo considerato i rendimenti mensili al netto delle commissioni/spese di gestione ma al lordo della tassazione, i rendimenti tengono conto dell'eventuale distribuzione di dividendi (ipotesi di reinvestimento immediato), l'analisi copre un periodo di 10 anni (01/01/1997-31/12/2006). La costruzione dei tre datasets è stata guidata dai seguenti principi: a) i fondi che per natura non sono provvisti di benchmark (e.g. i fondi hedge e i fondi flessibili) e/o non sono censiti o operativi nell'anagrafica di Assogestioni sono stati eliminati dal dataset, b) per i fondi che sono presenti con più classi si prende una sola classe al fine di evitare replicazioni, c) vengono eliminati i fondi per i quali non sono presenti almeno due anni di osservazioni, d) al fine di evitare complicazioni associate alla copertura dal rischio valuta vengono eliminati i fondi quotati in valuta diversa dall'euro (nel caso dei FCI italiani si tratta di soli due fondi).

Il dataset dei fondi di diritto italiano si compone di 682 fondi. Nella Tavola 23 riportiamo la composizione del campione: la sua rappresentatività rispetto ai fondi comuni di diritto italiano censiti da Assogestioni è superiore al 90% sia in termini di numero di fondi che di patrimonio. Il grado di rappresentatività è elevato nel caso dei fondi azionari, bilanciati e obbligazionari mentre scende in misura significativa nel caso dei fondi di liquidità. Il dataset dei fondi roundtrip comprende 343 fondi, che sono pari al 66% dell'universo dei fondi censiti da Assogestioni e al 79% in termini di patrimonio, vedi Tavola 24 per una valutazione della rappresentatività del campione. La Tavola 25 mostra la composizione del campione dei fondi esteri, il numero di fondi è 301, la rappresentatività del campione rispetto all'universo dei fondi esteri censiti da Assogestioni è pari appena al 30%.

Nella nostra analisi il tasso a breve è stato individuato nel tasso medio dei BOT, abbiamo provveduto ad individuare i benchmark per i diversi comparti utilizzando l'archivio di Assogestioni riguardo all'utilizzo dei benchmark da parte dei fondi. Il portafoglio di mercato per una categoria di fondi è rappresentato dal benchmark più utilizzato dai FCI della categoria secondo Assogestioni. La lista dei benchmark/portafogli di mercato utilizzati è fornita nella Tavola 26.

Rispetto agli studi sulla performance dei fondi comuni di investimento in Italia, vedi Cesari e Panetta (1998) (2002) e Gualtieri (2006), abbiamo un campione più ampio di fondi e un intervallo temporale più esteso: nel primo lavoro si analizzano 82 fondi azionari italiani per l'intervallo di tempo Luglio 1985-Giugno 1995, nel secondo studio si analizzano 493 fondi italiani (269 azionari, 189 obbligazionari e 35 di liquidità) per l'intervallo di tempo Gennaio 1999-Febrero 2004. Ambedue questi studi considerano esclusivamente fondi di diritto italiano.

4.3 Performance dei FCI

Nella nostra analisi abbiamo considerato tre modelli che derivano dal CAPM. Il primo modello è il CAPM, il secondo e il terzo modello correggono lo stesso per tenere conto di market timing da parte dei gestori dei fondi:

a) CAPM:

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \varepsilon_i(t)$$

b) Henriksson e Merton model (HM):

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \gamma^{hm} \max[0, R_f(t) - R_m(t)] + \varepsilon_i(t)$$

c) Treynor, Mazuy e Jensen model (TMJ):

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha + \beta(R_m(t) - R_f(t)) + \gamma^{tmj} (R_m(t) - R_f(t))^2 + \varepsilon_i(t)$$

Il coefficiente α rappresenta un indicatore di performance (*stock picking*) al netto della componente di *market timing* rappresentata da γ .

Nella nostra analisi abbiamo stimato i tre modelli di cui sopra tramite un'analisi panel. Abbiamo stimato i tre modelli facendo ipotesi diverse sulla distribuzione dell'errore ε . Nella Tavola 27 riportiamo le stime per i tre modelli ricorrendo all'ipotesi cluster di STATA (i rendimenti dei diversi FCI sono tra loro indipendenti) e all'ipotesi random effects, valori simili per i coefficienti sono stati ottenuti facendo ipotesi diverse. Nelle Tavole 28, 29, 30 scendiamo nel dettaglio analizzando la performance di macrocategorie di FCI e delle categorie più rappresentative.

Dalla Tavola 27 emerge che i FCI italiani e roundtrip sono caratterizzati da un negativo statisticamente significativo all'1%. Il valore per i fondi italiani e i fondi roundtrip è simile e si aggira attorno ai -12/15 basis point. Il risultato è ottenuto sia nel caso del CAPM che di modelli nonlineari che tengono conto di una componente di *market timing*. I FCI esteri sono caratterizzati da un positivo/negativo, a seconda dei modelli, che non risulta essere statisticamente significativo. La componente di *market timing* è positiva, e statisticamente significativa, per i fondi italiani e negativa (ma non sempre statisticamente significativa) per i fondi roundtrip e i fondi esteri.

Il risultato tiene conto della rischiosità dei FCI e mostra che al netto delle commissioni di gestione i FCI non garantiscono un risultato in linea con il mercato. Nelle Tavole 28, 29 e 30 l'analisi si concentra sulle macrocategorie di FCI e sulle categorie di fondi più rappresentative. Nel caso dei FCI la magnitudo della sottoperformance aumenta al crescere della rischiosità dei fondi: liquidità, obbligazionari, bilanciati, azionari. Riguardo ai FCI italiani non si osserva un vantaggio informativo nella gestione dei FCI azionari italiani: i FCI azionari Italia conoscono un α negativo statisticamente significativo.

L'unica categoria dei FCI italiani per la quale non si osserva una sottoperformance statisticamente significativa è rappresentata dai FCI azionari specializzati nei Paesi del pacifico.

La performance dei FCI esteri si presenta invece diversificata a seconda delle categorie di appartenenza dei fondi: mentre i fondi obbligazionari sono caratterizzati da un negativo statisticamente significativo, i fondi azionari (con l'eccezione dei fondi azionari Italia) sono in linea con il mercato.

17. I FCI italiani e roundtrip sono "battuti" dal mercato in termini di profilo di rischio - rendimento, i FCI esteri sono in linea con il rendimento del mercato. I FCI italiani sono caratterizzati da una componente di market timing positiva statisticamente significativa. I FCI esteri azionari hanno una performance in linea con il mercato, quelli obbligazionari conoscono invece una performance negativa.

5. Analisi delle commissioni dei fondi comuni di investimento

L'analisi della performance presentata nella precedente sezione ha riguardato i rendimenti al netto delle commissioni e al lordo della tassazione. Un'analisi del rendimento al netto delle commissioni ha come riferimento il punto di vista degli investitori (il loro rendimento) piuttosto che quello del gestore del fondo che mira a generare una sovraperformance. Per valutare le capacità del gestore dovremmo considerare i rendimenti al lordo delle commissioni di gestione.

Le commissioni di gestione sono censite da Assogestioni per i FCI di diritto italiano. Mentre l'informazione sul *total expense ratio* (*TER _ comp*) è disponibile a partire dal 1996, la decomposizione analitica del TER è disponibile solo per il triennio 2004-2006, per questi anni abbiamo il dato sulla commissione di banca depositaria (*TER _ BD*), commissione di gestione (*TER _ CG*), commissione di incentivo (*TER _ CI*), componenti non riconducibili a quelle espressamente elencate (*TER _ Altro*). Il dato sul TER e sulle sue componenti è disponibile su base annua.

Nella Tavola 31 presentiamo i valori medi (ponderati per il patrimonio) del TER complessivo, delle sue componenti e della parte delle commissioni retrocessa alla rete distributiva. Questa componente è calcolata prendendo a riferimento la percentuale retrocessa nel 2006 nell'ipotesi che essa sia rimasta costante nel corso del tempo, le ultime righe della Tavola debbono essere lette con questa precisazione.

Il dato sulle commissioni sottostima di circa 10 punti base i valori riportati in Banca d'Italia (2007) che per il 2006 e il 2007 presenta un valore medio pari rispettivamente a 2.05 e 1.85. Secondo tale fonte il calo nel 2007 sarebbe da attribuire sia al calo delle commissioni di incentivo (-0.1) che di quelle di gestione (-0.1). Secondo i dati riportati nella Tavola 31 vi sarebbe stata una riduzione esclusivamente nella componente delle commissioni di incentivo mentre saremmo in presenza di una stabilità delle commissioni di gestione (in tutti i comparti).

La Tavola 31 mostra una sostanziale stabilità delle commissioni, solo grazie all'ultimo anno è possibile individuare un leggero calo, anche la struttura delle commissioni negli ultimi tre anni è rimasta pressoché costante. Il peso delle commissioni ha toccato il minimo nel 2001, negli anni successivi si è registrato un incremento. L'unica categoria di FCI che ha conosciuto un calo significativo è quella dei fondi liquidità che ha visto un dimezzamento delle commissioni. Vale la pena ricordare che secondo Banca d'Italia (2007), le commissioni totali degli ETF sono inferiori allo 0.5%. Colpisce che, a fronte di una raccolta negativa dei FCI, le commissioni siano rimaste pressoché invariate.

Limitandosi al 2006, possiamo valutare la quota retrocessa alla rete distributiva. Il valore è molto elevato, in media è pari al 69.4%, non si osservano differenze significative nella percentuale retrocessa a seconda delle macrocategorie, i fondi obbligazionari presentano in media la quota maggiore: 72.4%.

18. Le commissioni sono rimaste pressoché stabili negli ultimi dieci anni. Se si esclude i FCI di liquidità, che hanno conosciuto un abbattimento signifi-

cativo delle commissioni, assistiamo ad una forte rigidità delle commissioni rispetto alla raccolta (negativa) dei fondi. La struttura delle commissioni non presenta significativi mutamenti negli ultimi tre anni, anche la quota retrocessa alla rete distributiva non varia in misura significativa a seconda delle categorie.

L'informazione sulle commissioni è utilizzata in due esercizi. Il primo esercizio consiste nel lordizzare la performance mensile sommando al rendimento dei FCI il TER/12 (*Ren net+ter_com*). L'analisi è disponibile per 568 FCI italiani su un orizzonte temporale di dieci anni. Limitando l'analisi agli ultimi tre anni, nell'ipotesi che la quota retrocessa alla rete distributiva in questi tre anni sia stata pari a quella del 2006, abbiamo effettuato una analisi riguardo al rendimento lordo comprensivo della sola quota retrocessa alla rete distributiva (*Ren net+ter_ret*). Quest'ultima analisi può fornire indicazione della performance dei FCI al netto dei soli costi di produzione. Le regressioni per i tre modelli (CAPM, TMJ, HM) su tre anni e su dieci anni sono presentate nelle Tavole 32 e 33. Nelle Tavole riportiamo anche le regressioni per il rendimento netto dei FCI (*Ren net*) che abbiamo proposto nella Sezione precedente.

Dalla Tavola 32 si evince che su un orizzonte di tre anni i FCI, considerando i rendimenti lordi comprensivi delle commissioni, sovraperformano il mercato in misura statisticamente significativa, la sovraperformance è concentrata nella categoria dei FCI azionari, i fondi liquidità continuano ad essere caratterizzati da una sottoperformance. Su un orizzonte di dieci anni si osserva un positivo per il CAPM e un negativo, ma non statisticamente significativo, per i modelli nonlineari.

Considerando i rendimenti comprensivi della quota parte delle commissioni retrocessa alla rete distributiva si osserva un α negativo che risulta essere statisticamente significativo nel caso del CAPM ma non dei modelli nonlineari. Sulla base di questi risultati non possiamo sostenere la tesi che la performance dei FCI al netto dei soli costi di produzione sia stata negativa.

19. I FCI hanno sovraperformato il mercato in termini di rendimenti lordi (rendimenti comprensivi delle commissioni complessive) negli ultimi tre anni, su un orizzonte di dieci anni la performance è stata in linea con il mercato. Se consideriamo esclusivamente le commissioni retrocesse alla rete distributiva, i FCI non hanno sottoperformato il mercato.

I risultati appena riportati inducono più di un dubbio sul fatto che le commissioni dei FCI rappresentino un "prezzo" collegato all'efficienza di un servizio (gestione di patrimoni). Per appurare questo aspetto abbiamo effettuato un esercizio in due passi al fine di valutare la relazione tra commissioni e performance.

In primo luogo abbiamo considerato i rendimenti netti dei 552 fondi di cui sopra su un orizzonte di tre anni, per ogni fondo abbiamo effettuato una regressione secondo il modello Henriksson e Merton ed abbiamo calcolato un indicatore di extraperformance:

$$EPT_i^{HM} = \alpha_i^{HM} + \gamma_i^{HM} \left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \max [0, R_{ft} - R_{mt}] \right]$$

Il secondo passo consiste nell'effettuare una regressione cross-section dell'indicatore di extraperformance su alcune variabili di controllo e sugli indicatori dei costi di gestione. Tra le variabili di controllo abbiamo inserito le seguenti: la dimensione del fondo misurata dal patrimonio mensile medio (AUM_j), i flussi netti di sottoscrizione mensili medi del fondo (Rn_j), l'età del fondo misurata in anni ($Età_j$), tre variabili *dummy* indicanti la categoria Assogestioni di appartenenza del fondo (Bilanciati ($CatB_j$), Obbligazionari ($CatOb_j$) e Azionari ($CatAz_j$)). Su un orizzonte di tre anni possiamo considerare i valori medi delle variabili esogene e il valore medio delle commissioni senza introdurre distorsioni significative. Nel primo modello si è utilizzato l'*expense ratio* mensile medio del fondo (TER_comp_j) (modello A), nel secondo modello abbiamo incluso tutte le componenti del TER escludendo le commissioni di incentivo (ter_no_ci) (modello B), nel terzo modello infine abbiamo considerato le diverse componenti delle commissioni: TER_BD_j , TER_CG_j , TER_CI_j , TER_Altro_j (modello C).

Nella Tavola 34 presentiamo le regressioni. Osserviamo che l'extraperformance è calcolata sui rendimenti netti e quindi esclude la componente delle commissioni e che le commissioni di incentivo rappresentano quello che l'investitore effettivamente paga ex post. E' chiaro che questa componente risulterà essere correlata positivamente con un indicatore di performance.

I risultati riportati nella Tavola 34 mostrano che la relazione tra extraperformance e commissione complessiva è positiva e debolmente statisticamente significativa (al 10%), vedi modello A, passando a considerare le commissioni complessive escludendo quelle di incentivo e le varie componenti si osserva una relazione negativa statisticamente significativa all'1%. Il dato mostra in modo inequivocabile che ad un costo elevato è associata una cattiva performance: i fondi più costosi sono anche quelli che presentano un rendimento netto meno elevato.

20. La relazione tra performance (in termini di rendimento netto) e commissioni (escludendo quelle di incentivo) è negativa e statisticamente significativa.

6. Conclusioni

L'analisi sviluppata in questo lavoro mostra che la dinamica della raccolta dei FCI chiama in causa sia il lato della domanda (scelte di investimento delle famiglie) che il lato dell'offerta (scelte delle case di produzione e delle reti distributive).

Abbiamo mostrato il declino del peso dei FCI sul totale delle attività finanziarie e delle attività detenute dalle famiglie. Il declino non ha riguardato solo i fondi di diritto italiano ma anche i fondi nel loro complesso (in particolare azionari e obbligazionari). Dal 2001 in avanti si assiste ad un risposizionamento delle famiglie italiane verso strumenti finanziari meno rischiosi (titoli di Stato, obbligazioni bancarie plain vanilla, polizze assicurative). Una parte della raccolta è anche confluita su strumenti finanziari rischiosi (polizze assicurative index linked e obbligazioni bancarie strutturate). Non si assiste ad una sostituzione automatica tra fondi di diritto italiano e fondi roundtrip, e tra fondi di intermediari italiani e fondi esteri: la sostituzione ha riguardato

principalmente i fondi obbligazionari.

I fondi comuni di investimento hanno segnato una performance non in linea con il mercato. Considerando la quota delle commissioni retrocessa alla rete distributiva, la performance appare essere in linea con il mercato. La performance non positiva ha influenzato la dinamica della raccolta dei diversi comparti dei fondi mostrando la rilevanza del lato della domanda..

Il lato dell'offerta è entrato in gioco soprattutto con riferimento allo spostamento dai fondi di diritto italiano ai fondi roundtrip e all'orientamento verso strumenti concorrenti (obbligazioni bancarie, polizze assicurative, gestioni patrimoniali). Il dato sulla dinamica positiva della raccolta dei titoli a breve e sulla sua correlazione con la raccolta dei FCI suggerisce che le politiche delle reti distributive non siano la causa principale della raccolta negativa dei fondi: le ragioni del fenomeno vanno ricercate altrove: cambiamento delle preferenze degli investitori, cattiva performance dei fondi comuni, relazione perversa tra costo dei fondi e loro performance, percezione da parte del risparmiatore dei fondi come strumento rischioso/opaco.

Tavola 1

Investitori istituzionali, incidenza del loro patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie e in rapporto al PIL (dati percentuali): un confronto internazionale

	1995	2000	2002	2004	2005	2006
fondi comuni (ita)	4.2	16.6	11.9	10.6	10.3	9.0
assicurazioni e fp (ita)	5.5 (1.2)	7.8 (0.9)	10.1	12.3 (1.0)	12.9(1.0)	13.3 (1.1)
altre ist (ita)	2.7	3.5	3.4	3.9	4.0	3.9
totale (ita)	12.4	27.9	24.4	26.8	27.2	26.1
% PIL (ita)	21.2	64.5	52.5	58.6	62.2	59.9
fondi comuni (fra)	13.4	11.3	10.5	10.2	9.8	9.4
assicurazioni e fp (fra)	24.0	29.8	32.9	34.6	34.5	34.7
totale (fra)	37.4	41.1	43.4	44.8	44.3	44.1
% PIL (fra)	52.1	71.9	71.2	76.8	81.7	83.5
fondi comuni (ger)	7.2	11.3	11.5	11.3	12.1	
assicurazioni e fp (ger)	26.5	28.1	30.2	30.1	30.2	
totale (ger)	33.7	39.2	41.7	41.4	42.3	
% PIL (ger)	50.3	69.0	71.8	76,5	80.5	
fondi comuni (spa)	10.1	13.7	12.4	12.9	13.1	12.6
assicurazioni e fp (spa)	10 (4.5)	13.8 (5.8)	16.1(6.4)	14.9(6.1)	14.7 (6.2)	14 (5.9)
totale (spa)	20.1	27.5	28.5	27.8	27.8	26.6
% PIL (spa)	28.5	45.8	42.4	46.0	47.7	46.2
fondi comuni (euro)	7.8	12.1	10.2	10.1	10.5	
assicurazioni e fp (euro)	21.2	23.5	25.8	27.0	27.2	
totale (euro)	29.0	35.6	36.5	37.2	37.7	
%PIL (euro)	44.5	67.6	66	70.4	73.5	
fondi comuni (uk)	3.7	4.9	4.1	4.4	4.0	
assicurazioni e fp (uk)	50.6	52.2	52.9	52.1	53.8	
totale (uk)	54.3	57.1	57	56.5	57.8	
%PIL (uk)	148.4	187.5	145.8	151.4	169.4	
fondi comuni (us)	8.4	11.6	12.2	12.4	13.1	14.4
assicurazioni e fp (us)	28.3(20)	29(20.8)	30.6(20.8)	30.1(20.3)	30.2(20.4)	30.2 (20.4)
totale (us)	36.7	40.6	40.4	43	43.2	44.6
% PIL (us)	106.1	136.2	113	133.8	134.7	141.8

Nota: nella voce fondi comuni sono inclusi i fondi esteri, tra parentesi è indicato il dato sulla quota dei fondi pensione, nella voce altre ist. sono incluse le gestioni di patrimoni delle famiglie al netto di investimenti in quote di fondi comuni; per ogni Paese, l'ultima riga si riferisce al rapporto tra le attività finanziarie degli investitori istituzionali e il PIL del Paese. Fonte: Banca d'Italia (Relazione annuale).

Tavola 2

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie residenti (dati percentuali): un confronto internazionale

	Circolante e Depositi	Obbligazioni	Azioni (fondi comuni)	Assicurazioni, fondi pensione e altro
Italia 1995	41.9	27.4	19.5 (4.2)	11.3
2000	25.17	8	44.6 (16.6)	12.6
2005	26.9	20.4	34.4 (10.3)	18.3
Francia 1995	41.5	5.9	24.3 (13.4)	28.3
2000	33.3	2.9	29.7 (11.3)	34.1
2005	31.8	1.4	28 (9.8)	38.8
Germania 1995	42.4	11.8	18.2 (7.2)	27.6
2000	34.3	9	27.3 (11.3)	29.4
2005	35.0	9.7	23.7 (12.1)	31.6
Spagna 1995	46.7	3.3	34.1 (10.1)	15.8
2000	39.7	2.5	40.3 (13.7)	17.4
2005	38.2	2.8	41 (13.1)	17.9
Area euro 1995	40.9	13.5	21.1 (7.8)	24.5
2000	31	9.4	32.7 (12.1)	26.9
2005	33.1	10.2	26.5 (10.5)	30.2
UK 1995	23.7	2.1	19.8 (3.7)	54.3
2000	20.3	1.5	23.1 (4.9)	55.1
2005	25.7	1.3	17.1 (4)	55.8
US 1995	13.3	10.1	44.8 (8.4)	31.8
2000	10.1	6.9	50.7 (11.6)	32.3
2005	12.8	6.7	46.6 (13.1)	33.9

Nota: il dato riporta la percentuale rispetto al totale delle attività finanziarie delle famiglie, la voce assicurazioni comprende le riserve tecniche di assicurazioni, la voce azioni comprende le quote dei fondi comuni di investimento, il cui dato percentuale è riportato tra parentesi. Fonte: Banca d'Italia (Relazione annuale).

Tavola 3

Raccolta e patrimonio dei fondi comuni di investimento

	Italia	Germania	Francia	Lux+Irlanda	Euro	UK	US
Totale 03	6.628	5.620	66.234	78.836 (15.581)	193.648	14.452	-33.745
Totale 04	-30.632	-5.964	54.920	113.731 (13.952)	174.180	9.015	42.813
Totale 05	-18.062	10.148	58.800	236.278 (18.209)	316.873	21.516	204.990
Totale 06	-50.183	-6.245	105.700	241.344 (10.883)	296.729	31.843	377.181
Azionari 03	-4.680	2.379	22.842	29.080 (3.420)	69.143	4.484	120.568
Azionari 04	-6.627	-2.238	20.800	47.769 (3.502)	74.125	3.091	143.082
Azionari 05	-7.983	-900	32.900	77.675 (4.286)	110.064	5.785	109.077
Azionari 06	-12.133	-7.061	45.500	84.092 (961)	114.911	10.615	125.743
Obbligaz 03	1.523	4.884	10.800	46.351 (9.193)	73.554	8.890	24.527
Obbligaz 04	-13.499	2.371	17.260	40.061 (9.414)	59.869	3.202	-8.665
Obbligaz 05	-2.737	6.626	-14.500	69.842 (12.871)	78.718	8.002	25.235
Obbligaz 06	-36.848	-1.609	7.800	40.319 (2.915)	29	8.643	48.842
Bilanciati 03	-3.458	-1.130	11.363	7.728 (435)	9.673	995	25.797
Bilanciati 04	-1.299	577	120	27.070 (-1.656)	38.577	3.449	34.363
Bilanciati 05	4.031	5.052	10.700	85.683 (-126)	116.247	7.015	20.291
Bilanciati 06	5.877	2.031	22.600	100.065 (8.162)	139.910	11.103	5.641
Monetari 03	13.243	-513	21.229	-6.323 (2.533)	41.278	83	-204.637
Monetari 04	-9.207	6.674	16.740	-1.169 (2.691)	1.609	-727	-125967
Monetari 05	-11.373	-630	29.700	3.078 (1.177)	11.844	713	50.387
Monetari 06	-7.079	393	29.800	16.868 (-1.157)	41.880	1.481	196.956
Patrimonio 02	361	199	806	1.005 (98)	2.818	275	6.095
Patrimonio 03	379	219	909	1.160 (119)	3.172	314	5.869
Patrimonio 04	358	217	1.007	1.368 (145)	3.521	362	5.952
Patrimonio 05	352	252	1.155	1.850 (179)	4.140	464	7.548
Patrimonio 06	312	258	1.343	2.245 (197)	4.712	597	7.907
% PIL 02	28.6	9.5	52.8	-	39.8	17.2	61
% PIL 03	29.1	10.3	58.4	-	43.7	20.1	67.5
% PIL 04	25.8	9.8	61.1	-	45.5	21.6	65.7
% PIL 05	24.7	11.2	67.5	-	51.5	25.7	72
% PIL 06	21.1	11.2	75.6	-	56.1	32	77

Nota: i valori riportati riguardano la raccolta in milioni di euro dei fondi comuni armonizzati di diritto di ciascun Paese, le ultime righe riportano il patrimonio in miliardi di euro e l'incidenza dello stesso rispetto al PIL, tra parentesi nella colonna sui fondi lussemburghesi e irlandesi è riportato il dato dei fondi che fanno riferimento ad intermediari italiani. Fonte: Banca d'Italia (Relazione annuale).

Tavola 4

Fondi comuni ed altri investitori istituzionali (dati in milioni di euro)

Patrimonio	2002	2003	2004	2005	2006
Fondi comuni	360.557	403.618	399.882 (31.9)	416.628 (30.2)	391.021 (27.6)
Assicurazioni	283.569	330.240	373.827 (29.8)	417.957 (30.3)	439.535 (31.1)
Fondi pensione	27.402	29.115	30.481 (2.4)	34.655 (2.5)	37.062 (2.6)
Gestioni patrimoniali	402.682	418.128	448.738 (35.8)	512.713 (37.1)	547.580 (38.7)
Totale consolidato	950.160	1.090.393	1.014.264 (73.0)	1.119.125 (79)	1.122.010 (76)
Raccolta	2002	2003	2004	2005	2006
Fondi comuni	-12.340	11.381	-15.166	-3.788	-39.181
Assicurazioni	34.813	46.670	43.587	44.130	21.578
Fondi pensione	893	1.713	1.366	4.173	2.408
Gestioni patrimoniali	4.037	5.364	14.669	35.410	26.719
Totale consolidato	42.976	71.130	41.997	68.244	-4.573

Nota: dal 2003 in avanti la voce fondi comuni comprende fondi comuni e SICAV di diritto italiano (sono inclusi i fondi chiusi), nel 2002 solo i fondi armonizzati. La voce Assicurazioni comprende le riserve tecniche. Il totale consolidato è al netto degli investimenti in oicr e gestioni patrimoniali di sgr. Tra parentesi presentiamo la ripartizione percentuale tra i diversi investitori istituzionali, il dato tra parentesi assegnato al totale consolidato indica la percentuale rispetto al PIL. Fonte: Banca d'Italia (Relazione Annuale).

Tavola 5

Percentuale della popolazione che possiede azioni a seconda del quartile di ricchezza finanziaria

	I quartile	II quartile	III quartile	IV quartile	Top 5%	Media
Regno Unito	0 (4.9)	4.4 (11.9)	28.3 (37.8)	53.6 (71.1)	67.9 (83.9)	21.6 (31.5)
Germania	0.6 (1.5)	4.1 (11.8)	16.1 (28.7)	36.1 (51.4)	50.5 (61.2)	14 (22.9)
Francia	0.7 (1.1)	9.9 (17.6)	14.6 (29.9)	33.3 (57.6)	44.2 (67.3)	14.4 (26.2)
US	1.4 (4.4)	6.9 (38.3)	20.6 (66)	47.9 (86.7)	70.1 (93.7)	19.2 (48.9)
Spagna	0 (0)	0.3 (1.1)	1.8 (3)	13.2 (19.1)	14.4 (24.6)	3.5 (5.4)
Italia	0 (0)	0.8 (0.8)	3.1 (5.2)	12.8 (27.5)	30.8 (64.8)	4 (8.2)

Nota: tra parentesi riportiamo la percentuale con possesso azionario diretto ed indiretto (fondi comuni di investimento, fondi pensione). Fonte: Guiso e Zingales (2007).

Tavola 6

Patrimonio dei Fondi comuni e Sicav aperti

	Italiani			Roundtrip [^]			Esteri			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri	Totale
dic-84	597			597	2,186		2,186				2,783			597	2,186	2,783
dic-85	10,217			10,217	3,902		3,902				14,119			10,217	3,902	14,119
dic-86	33,609			33,609	5,511		5,511				39,121			33,609	5,511	39,121
dic-87	30,703			30,703	4,535		4,535				35,238			30,703	4,535	35,238
dic-88	26,630			26,630	4,465		4,465				31,095			26,630	4,465	31,095
dic-89	25,393			25,393	4,420		4,420				29,814			25,393	4,420	29,814
dic-90	24,471			24,471	3,186		3,186				27,657			24,471	3,186	27,657
dic-91	29,025			29,025	2,838		2,838				31,863			29,025	2,838	31,863
dic-92	31,327			31,327	2,562		2,562				33,889			31,327	2,562	33,889
dic-93	56,858			56,858	2,676		2,676				59,535			56,858	2,676	59,535
dic-94	67,226			67,226	2,768		2,768				69,994			67,226	2,768	69,994
dic-95	65,482			65,482	3,521		3,521				69,003			65,482	3,521	69,003
dic-96	101,720			101,720	6,996		6,996				108,716			101,720	6,996	108,716
dic-97	189,739			189,739	12,603		12,603				202,342			189,739	12,603	202,342
dic-98	372,274			372,274	22,828		22,828				395,102			372,274	22,828	395,102
dic-99	472,343	2,955		475,298	62,107		62,107				534,451	2,955		475,298	62,107	537,405
dic-00	454,866	3,373		458,240	97,374		97,374	18,584		18,584	570,824	3,373		458,240	115,958	574,198
dic-01	411,153	4,699	761	416,613	107,779		107,779	21,727		21,727	540,659	4,699	761	416,613	129,506	546,119
dic-02	366,843	5,254	2,139	374,235	100,836	612	101,448	21,033		21,033	488,712	5,254	2,751	374,235	122,481	496,717
dic-03	386,568	5,405	5,269	397,242	123,628	2,320	125,947	25,116	25,116	535,311	5,405	7,589		397,242	151,063	548,305
dic-04	370,669	7,471	10,732	388,871	145,208	3,343	148,551	32,483	32,483	548,360	7,471	14,075		388,871	181,034	569,905
dic-05	376,161	9,480	16,059	401,700	179,139	3,708	182,846	55,834	55,834	611,133	9,480	19,767		401,700	238,680	640,381
dic-06	338,676	9,121	22,488	370,285	196,773	5,780	202,553	83,378	173	83,551	618,826	9,121	28,440	370,284	286,104	656,388

Nota: I valori sono i milioni di euro, i dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali; [^]i dati sui fondi Roundtrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR e non solo alle quote detenute dagli investitori "italiani", fino al 1998 sono inclusi solo i dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici". Fonte: Assogestioni.

Tavola 7

Fondi comuni e Sicav aperti di diritto italiano e estero – Raccolta Netta*

	Italiani			Roundtrip [^]			Esteri			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri	Totale
1984	557			557	nd	nd					557			557	nd 5	57
1985	8.250			8.250	nd	nd					8.250			8.250	nd	8.250
1986	19.390			19.390	nd	nd					19.390			19.390	nd	19.390
1987	17			17	nd	nd					17			17	nd	17
1988	-6.691			-6.691	nd	nd					-6.691			-6.691	nd	-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623	-623					-4.060			-3.438	-623	-4.060
1990	438			438	-691	-691					-252			438	-691	-252
1991	2.743			2.743	-536	-536					2.207			2.743	-536	2.207
1992	383			383	-524	-524					-141			383 -	524	-141
1993	17.281			17.281	-609	-609					16.672			17.281	-609	16.672
1994	13.121			13.121	-179	-179					12.942			13.121	-179	12.942
1995	-5.415			-5.415	937	937					-4.478			-5.415	937	-4.478
1996	29.967			29.967	3.138	3.138					33.105			29.967	3.138	33.105
1997	73.894			73.894	4.401	4.401					78.295			73.894	4.401	78.295
1998	161.534			161.534	5.530	5.530					167.065			161.534	5.530	167.065
1999	58.261	2.837		61.098	26.918	26.918					85.179	2.837		61.098	26.918	88.016
2000	-1.473	289		-1.184	36.108	36.108	nd		nd		34.635	289		-1.184	36.108	34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117	18.117	nd		nd		243	1.170	756	-15.948	18.117	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	4.661	178	4.839	384	384	-7.774	441	1.573		-10.983	5.223	-5.760
2003	7.704	-33	3.028	10.699	15.638	501	16.140	2.714	2.714	26.056	-33	3.529		10.699	8.853	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	13.525	822	14.347	5.858	5.858	-6.888	1.766	5.920		-19.407	20.205	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	18.209	120	18.328	12.884	12.884	15.269	1.592	4.466		-9.885	31.212	21.327
2006	-46.996	-748	5.250	-42.494	10.882	898	11.781	21.300	24	21.324	-14.814	-748	6.173	-42.494	33.105	-9.389

Nota: i valori sono in milioni di euro. *I dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali. ^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

Tavola 8

Fondi comuni ed altri investitori istituzionali (dati in milioni di euro)

Patrimonio	totale							italiani						
	azionari	Bilanc	flessib	Liquidità	hedge	obbligaz	totale	azionari	bilanc	flessibili	liquidit	hedge	obbligaz	totale
1997	40287	11454				137998	189739	40287	11454				137998	189739
1998	73965	28878				269430	372274	73965	28879				269430	372274
1999	164269	51170	5464	22403		276843	520149	140359	51119	5464	21143		257214	475298
2000	207598	84863	8539	23906		230893	555801	157094	75810	8220	22907		194209	458240
2001	159803	64474	7086	51552	761	240842	524519	112530	56425	6760	48121	761	192016	416613
2002	114894	45930	9383	87222	2751	236536	496717	74119	40347	5105	77092	2139	175433	374235
2003	125987	42399	12059	111196	7589	249075	548305	76269	37477	6884	97101	5269	174243	397242
2004	135634	42448	14087	100760	14075	262901	569905	74593	37698	10185	83984	10732	171679	388871
2005	166023	47729	23584	93268	19767	290008	640381	78812	42234	17174	73831	16059	173590	401700
2006	178340	43538	55093	88410	28440	262567	656388	73362	35562	37837	66802	22488	134233	370284
Raccolta														
1997	15480	3270				55145	73894	15480	3270				55145	73894
1998	24004	12077				125453	161534	24004	12077				125453	161534
1999	36407	15783	2743	7231		9206	71370	32104	15777	2743	6847		3627	61098
2000	63551	26936	5590	594		-61747	34924	40957	20395	5282	1042		-68860	-1184
2001	-11895	-14881	-660	24863	756	3986	2169	-18161	-14708	-557	22807	756	-6085	-15948
2002	-9997	-12046	2463	30983	1573	-18736	-5760	-9275	-10054	-585	27142	1395	-19607	-10983
2003	-203	-5421	3172	16246	3529	12229	29552	-4483	-4197	1508	12935	3028	1907	10699
2004	330	-2636	1440	-6398	5920	2142	798	-5824	-2258	2569	-9199	5098	-9793	-19407
2005	-404	1488	7774	-9407	4466	17412	21327	-8766	1212	5997	-10646	4347	-2030	-9885
2006-1	4994	2831	10162	-5249	1127	-5806	8060	-1235	2089	6481	-5816	826	-15255	-12909
2006-2	-7308	-2136	7653	-892	2489	-7441	-7636	-6031	-2399	5563	-2508	2317	-10948	-14005
2006-3	-777	-780	1916	1743	1468	-8381	-4812	-1313	-802	1026	1005	1303	-6370	-5150
2006-4	-2681	-762	3525	-1476	1088	-4696	-5000	-3408	-1426	-242	-452	804	-5708	-10431
2006-5	772	-848	23256	-5874	6173	-26324	-9389	11986	-2537	12828	-7770	5250	-38280	-42494
Patrimonio														
	roundtrip							esteri						
	azionari	bilanciati	flessib	Liquidità	hedge	obbligaz	totale	azionari	bilanc	flessibili	liquidi	hedge	obbligaz	totale
1999	23911	51		1260		19629	44851							
2000	50505	9054	319	1000		36683	97561							
2001	47273	8049	326	3432		48826	107906							
2002	32174	4981	4150	6527	612	53004	101448	8602	602	127	3602		8099	21033
2003	39191	4230	5067	9737	2320	65402	125947	10528	692	107	4358		9430	25116
2004	46627	3923	3688	12843	3343	78127	148551	14415	827	214	3934		13094	32483
2005	62506	4037	4028	14256	3708	94312	182846	24705	1458	2382	5182		22107	55834
2006	69956	4929	11749	13348	5780	96792	202553	35022	3047	5507	8261	173	31542	83551
Raccolta														
2000	22594	6540	308	-447		7113	36108							
2001	6266	-173	104	2056		10071	18117							
2002	-405	-1843	2966	2771	178	1172	4839	-317	-150	83	1069		-301	384
2003	3431	-1142	1571	2533	501	9245	16140	849	-83	93	78		1077	2714
2004	3422	-558	-1230	2691	822	9200	14347	2732	180	101	110		2735	5858
2005	4284	-77	-47	1177	120	12871	18328	4077	352	1823	61		6571	12884
2006-1	2294	427	2448	-763	302	3871	8578	3935	315	1233	1330		5578	12391
2006-2	-456	-12	1097	-589	172	344	557	-822	274	993	2204		3163	5812
2006-3	-368	11	689	677	142	-2632	-1481	903	11	200	61	23	621	1819
2006-4	-509	331	3171	-481	283	1333	4128	1236	332	596	-542	1	-321	1302
2006	961	757	7405	-1157	898	2915	11781	5252	932	3022	3053	24	9041	21324

Nota: valori in milioni di euro. I dati per i fondi Roundtrip ed Esteri sono parziali fino al 2001.
Fonte: Elaborazioni su dati

Tavola 9**Fondi comuni**

Patrimonio	2003	2004	2005	2006
Fondi aperti armonizzati	378.781	358.292	352.103	311.582
Fondi aperti speculativi	5.768 (5.426)	11.728 (11.284)	16.957 (16.471)	23.592 (22.411)
Altri	13.305 (7.809)	19.996 (12.544)	33.207 (18.988)	36.455 (20.897)
Tot fondi aperti	397.854	390.016	402.267	371.629
Fondi chiusi mobiliari	1.350 (432)	1.781 (951)	2.385 (1.631)	3.182 (2.484)
Fondi chiusi immobiliari	4.414 (979)	8.085 (2.977)	11.976 (5.910)	16.210 (8.893)
Tot fondi chiusi	5.764	9.866	14.361	19.392
Totale	403.618	399.882	416.628	391.021
Round trip	119.000	148.548	182.846	202.553

Nota: i valori sono in milioni di euro, tra parentesi è indicato il dato dei fondi di fondi.
Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 10**Fondi comuni**

Raccolta	2003	2004	2005	2006
Fondi aperti armonizzati	6.628	-30.632	-18.062	-50.183
Fondi aperti speculativi	3.253 (3.016)	5.500 (5.411)	4.494 (4.364)	5.543 (4.906)
Altri	1.221 (1.196)	6.219 (4.535)	6.982 (5.442)	2.483 (1.089)
Totale fondi aperti	11.112	-18.913	-6.586	-42.157
Fondi chiusi mobiliari	65 (15)	340 (336)	-48 (36)	359 (501)
Fondi chiusi immobiliari	204 (204)	3.407 (2.150)	2.846 (2.247)	2.617 (1.808)
Totale fondi chiusi	269	3.747	2.798	2.976
Totale	11.381	-15.166	-3.788	-39.181
Round trip	15.581	14.774	18.328	11.781

Nota: i valori sono in milioni di euro, tra parentesi è indicato il dato dei fondi di fondi.
Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 11**Attività e passività finanziarie in Italia**

Consistenze	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Depositi e titoli a breve termine	1.565.293	1.756.221	1.836.635	1.958.112	2.187.202	2.493.010
Titoli a medio lungo termine	1.830.505 (336.757)	1.925.852 (370.231)	2.013.202 (405.466)	2.128.578 (452.072)	2.333.635 (492.987)	2.404.459 (553.409)
Derivati	110.368	115.158	130.987	165.462	185.337	134.814
Prestiti	1.659.958	1.727.904	1.745.335	1.834.436	2.013.338	2.264.931
Azioni	1.983.005 (592.319)	1.708.325 (457.992)	1.846.520 (487.447)	2.083.208 (580.881)	2.412.846 (676.606)	2.719.944 (778.501)
Fondi comuni	484.208 (403.689)	429.548 (360.557)	453.933 (378.781)	446.318 (358.292)	472.752 (352.775)	452.570 (311.582)
Assicurazioni	396.967 (343.388)	445.428 (388.304)	501.871 (441.981)	575.295 (495.017)	638.542 (551.274)	679.835 (582.271)
Totale consolidato	8.472.422	8.589.124	9.022.835	9.720.967	10.775.992	11.736.711
Flussi	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Depositi e titoli a breve termine	41.927	145.046	97.369	103.332	214.182	315.338
Titoli a medio lungo termine	133.300 (31.210)	109.564 (32.613)	107.457 (30.880)	105.361 (42.734)	188.026 (41.276)	127.940 (61.738)
Derivati	-997	-2.266	1.444	5.521	9.073	4.640
Prestiti	114.944	75.384	100.647	99.115	189.718	258.380
Azioni	79.335	38.903	26.859	14.488	58.298	50.079
Fondi comuni	2.327 (-9.416)	4.224 (-844)	28.353 (18.700)	-5.403 (-17.957)	13.250 (-5.035)	-25.068 (-40.687)
Assicurazioni	37.727 (35.197)	44.061 (41.166)	56.443 (53.677)	60.264 (52.859)	62.980 (56.257)	42.537 (31.008)

Nota: i valori sono in milioni di euro, per la voce titoli a medio e lungo termine tra parentesi riportiamo le emissioni da istituzioni finanziarie e monetarie (che includono le obbligazioni bancarie e le quote emesse da fondi comuni monetari); per la voce azioni tra parentesi riportiamo le azioni quotate emesse da residenti; per la voce fondi comuni tra parentesi riportiamo il dato delle emissioni di residenti; la voce assicurazioni comprende la quota di fondi pensione, tra parentesi riportiamo le riserve del ramo vita e fondi pensione. Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 12

Distribuzione dei fondi comuni per categorie di investitori

	Società non finanziarie	Istituzioni finanziarie monetarie	Altri intermediari finanz	Imprese di assicurazioni e fondi pens	Amm pubb	Famiglie	Resto del mondo	Totale
2001	15.101 (5.013)	6.116 (2.974)	20.695 (451)	31.246 (29.611)	7.485 (1.068)	398.626 (360.456)	4.115 (4.115)	483.386 (403.689)
2002	13.763 (4.303)	8.190 (4.808)	23.581 (387)	39.040 (36.658)	6.909 (917)	333.953 (309.373)	4.111 (4.111)	429.548 (360.557)
2003	13.457 (4.378)	9.396 (4.310)	24.278 (394)	53.261 (49.860)	4.047 (1212)	345.387 (314.518)	4.108 (4.108)	453.933 (378.781)
2004	13.122 (3.949)	11.655 (6.054)	26.084 (356)	63.456 (59.039)	4.043 (1.207)	323.846 (283.572)	4.114 (4.114)	446.318 (358.292)
2005	14.179 (3.756)	14.979 (6.623)	27.908 (338)	72.897 (67.043)	4.043 (1.207)	334.629 (269.689)	4.118 (4.118)	472.752 (352.775)
2006	13.691 (3.134)	18.667 (6.795)	29.300 (282)	76.643 (71.283)	4.043 (1.207)	306.160 (224.801)	4.079 (4.079)	452.570 (311.582)

Nota: i valori sono in milioni di euro; tra parentesi è riportato il dato sui fondi emessi da residenti. Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 13**Attività finanziarie delle famiglie italiane**

Consistenze	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Depositi e titoli a breve termine	736.261	746.493	793.642	837.328	876.335	944.768
Titoli a medio lungo termine	550.777 (247.934)	601.020 (274.056)	634.669 (298.263)	677.535 (337.724)	653.704 (315.051)	658.023 (329.654)
Azioni	519.863 (127.891)	404.214 (85.012)	641.127 (136.793)	769.008 (132.391)	803.388 (178.640)	830.976 (218.988)
Fondi comuni	398.626 (360.456)	362.569 (337.804)	356.704 (325.835)	328.612 (288.358)	334.629 (269.689)	306.160 (224.801)
Assicurazioni	365.120 (338.913)	385.606 (358.231)	467.177 (436.729)	522.256 (488.388)	577.553 (543.545)	611.202 (574.025)
Totale consolidato	2.575.268	2.482.237	2.898.389	3.140.061	3.251.263	3.371.361
Flussi	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Depositi e titoli a breve termine	33.990	31.314	8.631	48.142	33.380	81.914
Titoli a medio lungo termine	62.341 (33.137)	48.906 (27.269)	26.631 (21.365)	38.349 (35.313)	2.794 (-3.212)	22.541 (16.362)
Azioni	12.077	2.675	-6.550	-6.426	26.964	6.346
Fondi comuni	-13.612 (-8.547)	-2.424 (-736)	19.599 (16.087)	-6.909 (-14.888)	6.732 (-7.065)	-27.097 (-36.869)
Assicurazioni	36.277 (34.667)	42.632 (40.814)	54.988 (53.260)	54.814 (51.650)	56.501 (55.078)	33.559 (30.480)

Nota: i valori sono in milioni di euro; per la voce titoli a medio e lungo termine tra parentesi riportiamo le emissioni da istituzioni finanziarie e monetarie (che includono le obbligazioni bancarie e le quote emesse da fondi comuni monetari); per la voce azioni tra parentesi riportiamo le azioni quotate emesse da residenti; per la voce fondi comuni tra parentesi riportiamo il dato delle emissioni di residenti; la voce assicurazioni comprende la quota di fondi pensione, tra parentesi riportiamo le riserve del ramo vita e fondi pensione.
Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 14

Attività finanziarie delle famiglie italiane

	Banche: FCI	Banche: FCE	Banche: patrimonio	SGR: FCI	SGR: FCE	SGR: patrimonio	Totale: FCI	Totale: FCE	Totale: Patrimonio
2000	110.381	21.535	213.515	23.074	28.941	140.042	143.922	62.565	393.026
2001	78.998	30.040	183.639	25.623	31.125	186.901	112.860	78.653	409.970
2002	53.787	33.435	164.350	24.737	30.234	204.073	83.348	77.560	402.591
2003	45.615	36.623	165.693	25.159	53.275	230.032	74.922	93.248	417.782
2004	33.525	38.280	149.258	26.149	69.605	276.191	62.555	111.782	448.738
2005	28.419	51.640	159.845	27.470	93.300	329.777	58.819	149.287	512.713
2006	22.013	58.250	155.251	26.646	103.380	362.816	51.151	167.324	547.580

Nota: i valori sono in milioni di euro; banche ed SGR fanno riferimento alle gestioni bancarie e delle SGR; FCI indica le quote di fondi comuni italiani, FCE indica quelle dei fondi esteri.
Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 15

Rendimento dei fondi italiani e di altri strumenti

	Fondi comuni	Fondi azionari	Fondi bilanciati	Fondi obbligazionari	Azioni italiane	Azioni estere	BTP	CCT	BOT	Obbligazioni estere
1997	11.8	30.3	24.8	6.6	60.8	33.6	11.4	6.1	5.7	18.1
1998	9.4	22.2	18.1	5.2	43.2	17.3	10.4	5.3	4.3	7.0
1999	12.6	35.7	16.7	0.3	24.8	45.8	-1.5	3.3	3.2	12.5
2000	-3.6	-8.8	-0.5	4.3	3.9	-6.9	6.3	4.4	3.8	9.4
2001	-8	-17	-7.2	2.8	-23.5	-11.7	6.6	4.9	4.7	4.3
2002	-9.1	-26.3	-12.1	2.2	21.4	-31.7	8.7	3.8	3.3	1.2
2003	3.6	10.1	5.6	1.6	18.1	11.5	3.7	2.4	2.8	-5
2004	3.5	7.2	4.6	2.3	21.8	7	7.6	2.1	2.3	2.2
2005	6.6	17.1	9.9	2.2	17.8	26	5.3	2	2.2	8.2
2006	4.2	11.4	3.3	0.4	23.5	8.2	...	3.1	2.6	-5.1

Fonte: Banca d'Italia.

Tavola 16

Rendimento dei fondi italiani secondo l'indice Fideuram

Anno	Fondi azionari	Fondi bilanciati	Fondi obbligazionari	Fondi liquidità	Fondi flessibili	Fondi generale
1997	35.1	26.2	6.8			13.3
1998	24	18.3	5.2			11.0
1999	33.5	16.5	0.7	1.7	2.1	13.4
2000	-12.7	-1.3	4.4	3.1	-8.2	-4.4
2001	-16.8	-6.2	3.5	3.5	-13.7	-6.1
2002	-26.9	-11.6	2.8	2.6	-13.4	-6.5
2003	10.2	4.6	1.8	1.6	6.6	2.8
2004	6.2	4.0	2.5	1.3	3.9	2.9
2005	19.5	8.8	2.4	1.2	8.3	5.5
2006	10.1	3.0	0.5	1.9	4.3	3.0

Tavola 17

Relazione flow-fund dei FCI di diritto italiano

racaz(t)	racaz(t-1)	renaz(t-1)	ractot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.738 (0.001)	3494 (0.120)					0.583
	0.681 (0.016)	2429 (0.264)	0.067 (0.018)				0.610
	0.673 (0.001)	7182 (0.119)	0.069 (0.016)	-11409(0.11)			
0.610							
	0.682 (0.001)	2480 (0.270)	0.067 (0.019)		-1999(0.69)		0.609
	0.684 (0.001)	13549(0.089)	0.126 (0.030)			-7599 (0.210)	0.610
racbil(t)	racbil(t-1)	renbil(t-1)	ractot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.727 (0.001)	4335 (0.001)					0.586
	0.664 (0.001)	3089 (0.025)	0.038(0.001)				0.622
	0.663 (0.001)	6671 (0.174)	0.0377(0.004)	-5454 (0.479)		0.621	
	.658 (0.001)	3463 (0.016)	0.040 (0.003)	- 6511(0.02)		0.625	
	0.605 (0.001)	19569(0.017)	0.078 (0.014)			-2663 (0.263)	0.640
racfl(t)	racfl(t-1)	Renfl(t-1)	actot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.796 (0.001)	4168 (0.011)					0.585
	0.776 (0.001)	4341 (0.012)	-0.011 (0.185)			0.586	
	0.776 (0.001)	4176 (0.445)	-0.011 (0.189)	329 (0.975)			0.581
	0.725 (0.001)	4541 (0.007)	-0.010 (0.214)	20420(0.06)		0.594	
	0.796 (0.001)	3774 (0.026)	0.002 (0.834)			1996 (0.842)	0.589
racobb(t)	raccobb(t-1)	renobb(t-1)	ractot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.906 (0.001)	44471(0.001)					0.881
	0.660 (0.001)	23821(0.001)	0.288 (0.001)				0.883
	0.653 (0.001)	33373(0.002)	0.296 (0.001)	-7267 (0.270)			0.882
	0.661 (0.001)	55290(0.001)	0.287 (0.001)		-4419(0.01)		0.886
	0.824 (0.001)	47848(0.279)	0.058 (0.352)			-5901 (0.160)	0.779
racliq(t)	racliq(t-1)	renliq(t-1)	actot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.633 (0.001)	138414(0.047)				0.477	
	0.612 (0.001)	157540(0.016)	0.043 (0.179)			0.483	
	0.564 (0.001)	166752(0.009)	0.052 (0.077)	-22275 (0.01)		0.518	
	0.589 (0.001)	446303(0.025)	0.035 (0.266)	-17466(0.09)		0.489	
	0.589 (000)	140886(0.056)	0.018 (0.566)		-5181 (0.006)	0.502	

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Indice Fideuram.

Tavola 18

Relazione flow-fund dei FCI di diritto italiano e roundtrip

az(t)	az(t-1)	renaz(t-1)	tot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.691(0.001)	6893 (0.328)					0.507
	0.631(0.016)	6103 (0.346)	0.211 (0.009)				0.581
	0.631(0.001)	13195(0.288)	0.2140(0.009)	-22540(0.60)			0.578
	0.622(0.001)	6372 (0.270)	0.2090 (0.011)		2952(0.671)		0.578
	0.647(0.001)	15854(0.126)	0.202(0.011)			-8482(0.257)	0.582
bilit(t)	bilit(t-1)	renbil(t-1)	tot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.679 0.001)	16712(0.015)					0.599
	0.619(0.001)	15187 (0.021)	0.090 (0.022)				0.658
	0.618(0.001)	31579 (0.028)	0.090 (0.022)	-22939(0.22)			0.660
	0.622(0.001)	15189 (0.022)	0.092 (0.022)		-1842(0.55)		0.656
	0.627(0.001)	22284(0.015)	0.086(0.022)			-2670(0.305)	0.656
flit(t)	Flit(t-1)	renfl(t-1)	tot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.839(0.001)	4275 (0.033)					0.616
	0.835(0.001)	4389 (0.035)	-0.005 (0.537)				0.613
	0.834(0.001)	2176 (0.445)	-0.006 (0.522)	4418 (0.755)			0.609
	0.751(0.001)	4990 (0.017)	-0.013 (0.159)		3740(0.014)		0.629
	0.834(0.001)	3921(0.097)	-0.005(0.557)			257.7(0.875)	0.608
obbit(t)	obbit(t-1)	renobb(t-1)	tot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.835(0.001)	80497 (0.110)					0.764
	0.808(0.001)	65213 (0.222)	0.064 (0.342)				0.764
	0.794(0.001)	90952 (0.068)	0.083 (0.2306)	-38670(0.03)			0.778
	0.744(0.001)	133528(0.02)	0.109 (0.114)		-23199(0.0)		0.787
	0.788(0.001)	70055(0.170)	0.078(0.262)			-8162(0.063)	0.774
liquit(t)	liquit(t-1)	renliq(t-1)	tot(t)	rengen(t-1)	renbot(t-1)	renborsa(t-1)	AdjR2
	0.602(0.001)	160609(0.04)					0.435
	0.600(0.001)	157568(0.07)	0.012 (0.760)				0.431
	0.563(0.001)	160218(0.05)	0.022 (0.547)	-17621(0.10)			0.447
	0.571(0.001)	497485(0.02)	0.010 (0.794)		-2020(0.08)		0.439
	0.563(0.001)	164336(0.05)	0.015(0.669)			-4443(0.045)	0.447

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Indice Fideuram.

Tavola 19

Correlazione raccolta mensile per categoria di fondi (italiani e roundtrip):
gennaio 1999-maggio

	racazes	racazit	racbiles	racbilit	racfles	racflit	racliques	racliqit	racobbes	Racobbit	ractotes	ractotit
racazes	1											
racazit	0.624	1										
racbiles	0.677	0.635	1									
racbilit	0.628	0.884	0.740	1								
racfles	-0.273	-0.178	-0.037	-0.099	1							
racflit	0.193	0.134	0.258	0.276	0.202	1						
racliques	-0.158	-0.093	-0.220	-0.174	0.348	-0.284	1					
racliqit	-0.262	-0.169	-0.360	-0.384	-0.074	-0.573	0.227	1				
racobbes	-0.043	-0.034	-0.007	-0.026	-0.302	0.047	-0.078	-0.033	1			
racobbit	-0.273	-0.488	-0.454	-0.303	-0.125	-0.292	0.120	0.104	-0.035	1		
ractotes	0.707	0.455	0.652	0.484	-0.179	0.236	-0.058	-0.271	0.567	-0.326	1	
ractotit	0.151	0.230	0.112	0.343	-0.358	-0.218	0.072	0.177	-0.075	0.705	-0.038	1
media	433	67	39	6	184	312	89	415	551	-1522	1291	-502

Elaborazioni su dati Assogestioni.

Tavola 20

Correlazione raccolta mensile per categorie di fondi (italiani+roundtrip ed esteri) : gennaio 2006-maggio 2007.

	flit	fles	bilit	biles	azit	azes	liqit	liques	obbit	obbes
flit	1									
fles	0.268	1								
bilit	0.279	-0.114	1							
biles	0.537	-0.164	0.274	1						
azit	-0.021	-0.214	0.800	0.361	1					
azes	0.376	0.060	0.817	0.407	0.763	1				
liqit	-0.548	-0.063	-0.617	-0.554	-0.322	-0.349	1			
liques	0.602	0.413	0.109	0.071	-0.219	0.102	-0.035	1		
obbit	-0.472	-0.377	-0.175	-0.069	-0.117	-0.364	0.195	-0.354	1	
obbes	0.750	0.492	0.586	0.385	0.390	0.702	-0.397	0.684	-0.603	1
media	1623	249	-274	35	-1166	208	-694	138	-3092	1076

Elaborazioni su dati Assogestioni.

Tavola 21**Raccolta delle famiglie italiane**

	Titoli a breve	Titoli a medio lungo	Titoli medio lungo ist mon e fin	Azioni	Fondi	Fondi italiani	Assicuraz	Assicuraz vita e fondi pensione	Totale
i-98	-30316	-9444	5142	18	55095	53528	7412	6667	22405
ii-98	-32279	-28949	5384	1462	56999	55432	6695	5950	3928
iii-98	-28263	1145	4232	7234	33475	32802	6763	6018	20353
iv-98	8820	-11518	3132	-3680	19735	19765	6427	5683	19786
i-99	-21247	-2893	4157	-5873	42519	41437	9822	9003	22329
ii-99	-13814	-2541	2997	1328	28651	28764	9274	8455	22899
iii-99	-8598	-1890	1055	24088	11862	7725	9164	8345	34626
iv-99	17014	-13135	-3289	12593	-10344	-14884	9272	8453	15400
i-00	-14282	4493	3882	8238	3217	327	10219	9786	11353
ii-00	-3171	5558	2827	4001	6433	1762	9642	9210	23055
iii-00	-2515	20929	2837	-8275	5745	1908	9814	9381	25991
iv-00	32055	-426	450	-14483	4858	1768	9942	9510	33720
i-01	321	31864	10193	18940	-6570	-6074	10201	9936	54712
ii-01	-4733	22646	7687	338	-3707	-1101	8206	7941	22906
iii-01	13316	17849	3088	13230	-8266	-5803	8088	7823	44161
iv-01	25125	-12497	3723	-7209	5455	4954	9167	8902	20442
i-02	-12756	29354	7365	-326	1618	1610	7011	6802	25115
ii-02	-10491	25879	9956	420	-4475	-3950	6411	6202	17916
iii-02	2195	6803	5446	-3091	-593	58	6522	6313	11841
iv-02	29032	-509	3976	5656	889	1661	6386	6177	41783
i-03	-3762	8139	5152	-2757	8874	7796	14093	13725	23807
ii-03	-12781	-10199	4617	3453	9946	8742	13486	13118	4100
iii-03	-2858	12763	3139	-10972	4467	4039	13472	13103	16932
iv-03	26857	22561	7754	8642	-3484	-4265	13673	13305	68533
i-04	4294	8809	7300	-2810	-1142	-3225	14220	13429	22850
ii-04	24745	12219	5363	6862	-2673	-4144	13417	12626	54765
iii-04	3615	6316	9375	-9798	-2579	-4237	13669	12878	11229
iv-04	15489	9988	13275	142	-1115	-3887	13508	12717	38432
i-05	-5343	13208	1549	22423	1392	-2796	14074	14112	44913
ii-05	23813	-9109	237	20309	968	-2175	13563	13601	49844
iii-05	3917	-9370	-6281	1884	6294	2194	13659	13697	8566
iv-05	17941	7778	1206	-14589	301	-2066	13655	13692	25463
i-06	18009	3393	5471	2627	-4681	-12804	12330	11560	31188
ii-06	25762	3052	4680	17349	-12166	-13102	4313	3543	38549
iii-06	6528	8181	-1693	2238	-2754	-3144	9772	9002	23954
iv-06	31615	7916	7904	-15868	-7496	-7819	7144	6375	23625

Fonte Banca d'Italia.

Tavola 22

Correlazione tra i flussi del settore famiglie per i diversi strumenti

	assicurazioni e fondi pensione	assicurazioni vita e fondi pensione	azioni	titoli a breve	FCI	FCI italiani	titoli medio/lungo	titoli medio/lungo ist mon fin	totale
assicurazioni e fondi pensione	1								
assicurazioni vita e fondi pensione	0.995	1							
Azioni	-0.036	-0.026	1						
titoli a breve	0.148	0.155	-0.061	1					
FCI	-0.221	-0.245	-0.132	-0.702	1				
FCI italiani	-0.272	-0.293	-0.147	-0.703	0.9919	1			
tit medio lungo	0.092	0.117	0.028	0.114	0.553	-0.509	1		
tit medio lungo mon fin ist	-0.075	-0.092	-0.144	-0.045	-0.065	-0.019	0.469	1	
Totale	0.182	0.191	0.475	0.523	-0.356	-0.348	0.445	0.175	1

Elaborazione su dati Banca d'Italia

Tavola 23

Composizione del campione per categoria – fondi di diritto italiano

Categoria	Fondi		Patrimonio		Rappresentatività rispetto ad Assogestioni	
	Nro	%	mln di euro	%	Nro fondi	Patrimonio
AZIONARI	328	48.1%	63.444.7	27.6%	94.8%	95.7%
AZ. ITALIA	54	7.9%	13.119.6	5.7%	100.0%	100.0%
AZ. AREA EURO	20	2.9%	4.402.5	1.9%	90.9%	94.3%
AZ. EUROPA	53	7.8%	18.074.9	7.9%	94.6%	93.2%
AZ. AMERICA	43	6.3%	5.919.2	2.6%	95.6%	99.1%
AZ. PACIFICO	37	5.4%	6.749.4	2.9%	92.5%	98.0%
AZ. PAESI EMERGENTI	21	3.1%	3.801.2	1.7%	91.3%	93.9%
AZ. INTERNAZIONALI	72	10.6%	9.795.2	4.3%	92.3%	95.4%
AZ. ENERGIA E M.P.	4	0.6%	196.8	0.1%	100.0%	62.1%
AZ. BENI CONSUMO	3	0.4%	53.9	0.0%	100.0%	43.6%
AZ. SALUTE	5	0.7%	217.6	0.1%	100.0%	68.8%
AZ. FINANZA	6	0.9%	365.3	0.2%	100.0%	100.0%
AZ. INFORMATICA	8	1.2%	615.9	0.3%	100.0%	85.4%
AZ. SERV. TELECOM.	2	0.3%	133.2	0.1%	100.0%	100.0%
BILANCIATI	113	16.6%	32.165.7	14.0%	93.4%	96.1%
BILANCIATI AZIONARI	18	2.6%	1.343.0	0.6%	90.0%	94.5%
BILANCIATI	57	8.4%	16.834.9	7.3%	96.6%	94.4%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	38	5.6%	13.987.9	6.1%	90.5%	98.4%
OBBLIGAZIONARI	208	30.5%	82.653.3	35.9%	92.0%	98.1%
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	58	8.5%	49.488.4	21.5%	93.5%	99.8%
OBBL. EUR GOV. MEDIO/LUNGO	56	8.2%	19.581.3	8.5%	87.5%	94.6%
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	16	2.3%	4.221.3	1.8%	100.0%	100.0%
OBBL. EURO HIGH YIELD	3	0.4%	611.6	0.3%	100.0%	100.0%
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	3	0.4%	445.4	0.2%	100.0%	100.0%
OBBL. DOLL GOV. MED/LUNG T.	12	1.8%	737.5	0.3%	100.0%	100.0%
OBBL. INT.LI GOV.	38	5.6%	3.799.0	1.7%	2.7%	95.7%
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	3	0.4%	656.5	0.3%	60.0%	84.2%
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1	0.1%	407.8	0.2%	100.0%	100.0%
OBBL. YEN	3	0.4%	155.8	0.1%	100.0%	100.0%
OBBL. PAESI EMERGENTI	15	2.2%	2.548.6	1.1%	93.8%	96.2%
FONDI DI LIQUIDITA'	33	4.8%	51.652.4	22.5%	86.8%	78.3%
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	33	4.8%	51.652.4	22.5%	86.8%	78.3%
TOTALE	682	100%	229.916.2	100%	93.3%	91.9%

Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 24

Composizione del campione per categoria – fondi roundtrip

Categoria	Fondi		Patrimonio mln di euro	Rappresentatività rispetto ad Assogestioni		
	Nro	%		%	Nro fondi	Patrimonio
AZIONARI	199	58.0%	8.433.5	49.7%	75.1%	86.9%
AZ. ITALIA	20	5.8%	3.260.4	2.8%	87.0%	96.3%
AZ. AREA EURO	13	3.8%	1.532.3	1.3%	86.7%	86.8%
AZ. EUROPA	30	8.7%	22.646.2	19.3%	65.2%	83.3%
AZ. AMERICA	20	5.8%	12.549.1	10.7%	57.1%	86.4%
AZ. PACIFICO	24	7.0%	7.945.8	6.8%	75.0%	96.2%
AZ. PAESI EMERGENTI	14	4.1%	4.103.4	3.5%	63.6%	87.6%
AZ. INTERNAZIONALI	24	7.0%	3.372.0	2.9%	70.6%	77.8%
AZ. ENERGIA E M.P.	5	1.5%	451.8	0.4%	71.4%	91.5%
AZ. BENI CONSUMO	16	4.7%	665.8	0.6%	94.1%	99.6%
AZ. SALUTE	10	2.9%	368.0	0.3%	0.9%	98.7%
AZ. FINANZA	9	2.6%	863.4	0.7%	81.8%	92.6%
AZ. INFORMATICA	7	2.0%	445.5	0.4%	116.7%	100.0%
AZ. SERV. TELECOM.	3	0.9%	99.2	0.1%	100.0%	100.0%
AZ. SERV. PUBBL. UT.	4	1.2%	130.6	0.1%	133.3%	100.0%
BILANCIATI	21	6.1%	2.951.1	2.5%	48.8%	61.9%
BILANCIATI AZIONARI	2	0.6%	171.3	0.1%	40.0%	60.8%
BILANCIATI	13	3.8%	1.208.7	1.0%	65.0%	64.8%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	6	1.7%	1.571.1	1.3%	33.3%	60.0%
OBBLIGAZIONARI	110	32.1%	45.289.2	38.6%	57.3%	70.2%
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	16	4.7%	10.265.1	8.7%	69.6%	93.3%
OBBL. EUR GOV MEDIO/LUNGO T.	33	9.6%	26.354.4	22.4%	39.8%	64.4%
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	7	2.0%	2.575.7	2.2%	63.6%	97.8%
OBBL. EURO HIGH YIELD	3	0.9%	529.3	0.5%	75.0%	69.1%
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	3	0.9%	259.4	0.2%	50.0%	68.6%
OBBL. DOL GOV MEDIO/LUNGO T.	10	2.9%	838.2	0.7%	66.7%	59.5%
OBBL. INT.LI GOV.	15	4.4%	1.360.0	1.2%	75.0%	36.1%
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	2	0.6%	79.6	0.1%	100.0%	100.0%
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	6	1.7%	873.1	0.7%	66.7%	88.2%
OBBL. YEN	7	2.0%	408.4	0.3%	87.5%	98.6%
OBBL. PAESI EMERGENTI	8	2.3%	1.746.2	1.5%	72.7%	82.1%
FONDI DI LIQUIDITA'	13	3.8%	10.800.2	9.2%	65.0%	92.9%
FONDI DI LIQUIDITA' AREA						
EURO	13	3.8%	10.800.2	9.2%	65.0%	92.9%
TOTALE	343	100.0%	117.474	100.0%	66.0%	79.3%

Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 25

Composizione del campione per categoria – fondi esteri

Categoria	Fondi		Patrimonio mln di euro	Rappresentatività rispetto ad Assogestioni		
	Nro	%		%	Nro fondi	Patrimonio
AZIONARI	172	57.1%	8.441	42.5%	27.4%	25.2%
AZ. ITALIA	4	1.3%	80.0	0.4%	44.4%	4.6%
AZ. AREA EURO	22	7.3%	1.241.1	6.3%	4.9%	26.8%
AZ. EUROPA	56	18.6%	4.107.8	20.7%	46.3%	46.2%
AZ. AMERICA	19	6.3%	1.117.0	5.6%	19.4%	26.5%
AZ. PACIFICO	9	3.0%	528.6	2.7%	10.7%	12.0%
AZ. PAESI EMERGENTI	11	3.7%	520.0	2.6%	14.9%	11.2%
AZ. INTERNAZIONALI	19	6.3%	276.7	1.4%	21.6%	10.3%
AZ. ENERGIA E M.P.	6	2.0%	332.1	1.7%	28.6%	59.0%
AZ. BENI CONSUMO	4	1.3%	6.1	0.0%	23.5%	3.2%
AZ. SALUTE	6	2.0%	55.1	0.3%	28.6%	15.4%
AZ. FINANZA	5	1.7%	50.9	0.3%	41.7%	19.8%
AZ. INFORMATICA	4	1.3%	46.3	0.2%	22.2%	26.8%
AZ. SERV. TELECOM.	5	1.7%	22.4	0.1%	45.5%	11.3%
AZ. SERV. PUBBL. UT.	2	0.7%	56.6	0.3%	50.0%	9.7%
BILANCIATI	26	8.6%	1.367	6.9%	30.6%	35.6%
BILANCIATI AZIONARI	7	2.3%	24.2	0.1%	35.0%	10.7%
BILANCIATI	12	4.0%	898.2	4.5%	25.0%	29.4%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	7	2.3%	445.1	2.2%	41.2%	79.4%
OBBLIGAZIONARI	87	28.9%	6.902	34.8%	40.8%	47.0%
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	9	3.0%	822.4	4.1%	60.0%	6.9%
OB EURO GOV. MEDIO/LUNGO T	35	11.6%	3.682.6	18.6%	63.6%	64.2%
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	8	2.7%	509.7	2.6%	34.8%	52.5%
OBBL. EURO HIGH YIELD	9	3.0%	528.4	2.7%	60.0%	62.2%
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	1	0.3%	9.0	0.0%	16.7%	17.4%
OBBL. INT.LI GOV.	14	4.7%	939.8	4.7%	40.0%	41.7%
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	2	0.7%	28.3	0.1%	40.0%	41.2%
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	3	1.0%	40.0	0.2%	27.3%	12.8%
OBBL. PAESI EMERGENTI	6	2.0%	341.6	1.7%	12.5%	24.8%
FONDI DI LIQUIDITA'	16	5.3%	3.139	15.8%	36.4%	41.2%
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	16	5.3%	3.139.2	15.8%	36.4%	41.2%
TOTALE	301	100.0%	19.849	100.0%	31.1%	33.3%

Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 26
Benchmark-categorie

Categoria Assogestioni	Peso dell'indice	Indice
AZ. ITALIA	100	MSCI ITALY
AZ. AREA EURO	100	MSCI EMU
AZ. EUROPA	100	MSCI EUROPE
AZ. AMERICA	100	MSCI US
AZ. PACIFICO	100	MSCI PACIFIC
AZ. PAESI EMERGENTI	100	MSCI EMF
AZ. INTERNAZIONALI	100	MSCI WORLD
AZ. ENERGIA E M.P.	100	MSCI WORLD/ENERGY
AZ. BENI CONSUMO	100	MSCI WORLD/CONSUMER STAPLES
AZ. SALUTE	100	MSCI WORLD/HEALTH CARE
AZ. FINANZA	100	MSCI WORLD/FINANCIALS
AZ. INFORMATICA	100	MSCI WORLD/INFORMATION TECH
AZ. SERV. TELECOM.	100	MSCI WORLD/TELECOM SERVICES
AZ. SERV. PUBBL. UT.	100	MSCI WORLD/UTILITIES
BILANCIATI AZIONARI	30	JPM EMU TR
BILANCIATI AZIONARI	70	MSCI WORLD
BILANCIATI	50	JPM EMU TR
BILANCIATI	50	MSCI WORLD
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	65	JPM EMU TR
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	35	MSCI WORLD
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	100	ML EMU DIRECT GOVERNMENTS 1-3 YR
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	100	ML EMU DIRECT GOVERNMENTS 3+ YR
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	100	ML EMU CORPORATE
OBBL. EURO HIGH YIELD	100	ML EURO HY CONSTRAINED
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	100	ML US TREASURY NOTES&BONDS 0-1 YR
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	100	ML US TREASURY 3-5 YR
OBBL. INT.LI GOV.	100	JPM GBI GLOBAL TR USD
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	100	LB CORPORATE INVESTMENT GRADE
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	100	LB PAN EURO HIGH YIELD EURO MV
OBBL. YEN	100	JPM GBI JAPAN TR USD
OBBL. PAESI EMERGENTI	100	JPM EMBI GLOBAL DIVERSIFIED
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	100	ML EURO GOVERNMENTS BILL

Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 27

Performance dei FCI (italiani, roundtrip, esteri)

	# fondi	Italiani 682	Roundtrip 343	Esteri 301
CAPM				
indipendenza fra i fondi				
	alfa	-.0012012 (0.001)	-.0015402 (0.001)	-8.62e-06 (0.967)
	beta	.907701 (0.001)	.9240891 (0.001)	.9328185 (0.001)
	R ²	0.8150	0.7563	0.6864
random effect				
	alfa	-.0011977 (0.001)	-.0015402 (0.001)	.0000367 (0.843)
	beta	.9076055 (0.001)	.9240891 (0.001)	.932645 (0.001)
	R ²	0.8150	0.7563	0.6864
Modello TMJ				
indipendenza fra i fondi				
	alfa	-.0015411 (0.001)	-.001516 (0.001)	.0000824 (0.712)
	beta	.9124867 (0.001)	.9236223 (0.001)	.9311053 (0.001)
	gamma	.2153315 (0.002)	-.0145909 (0.853)	-.0555896 (0.442)
	R ²	0.8154	0.7563	0.6865
random effect				
	alfa	-.0015491 (0.001)	-.001516 (0.001)	.0001449 (0.459)
	beta	.9126025 (0.001)	.9236223 (0.001)	.9305551 (0.001)
	gamma	.2236258 (0.001)	-.0145909 (0.669)	-.0684418 (0.104)
	R ²	0.8154	0.7563	0.6865
Modello HM				
indipendenza fra i fondi				
	alfa	-.0014631 (0.001)	-.0011558 (0.001)	.0002978 (0.203)
	beta	.9188978 (0.001)	.9077346 (0.001)	.9196283 (0.001)
	gamma	.0204594 (0.058)	-.028255 (0.037)	-.0229534 (0.107)
	R ²	0.8150	0.7564	0.6865
random effect				
	alfa	-.0014852 (0.001)	-.0011558 (0.001)	.000424 (0.074)
	beta	.9199474 (0.001)	.9077346 (0.001)	.9157833 (0.001)
	gamma	.0225107 (0.001)	-.028255 (0.002)	-.0293604 (0.010)
	R ²	0.8150	0.7564	0.6865

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 28

Performance dei FCI di diritto italiano

	# fondi	CAPM			Treynor, Mazuy e Jensen				Henrisksson e Merton			
		alfa	beta	R ²	alfa	beta	gamma	R ²	alfa	Beta	gamma	R ²
Italiani	682	-0.0012 (0.001)	0.908 (0.001)	0.8150	-.0015(0.001)	.9124 (0.001)	.215 (0.002)	0.8154	-.0014 (0.001)	.9188 (0.001)	.0204 (0.058)	0.8150
Azionari	328	-0.0014 (0.001)	0.924 (0.001)	0.8434	-.001 (0.001)	.9271 (0.001)	.1524 (0.007)	0.8436	-.0020 (0.001)	.940 (0.001)	.0306 (0.024)	0.8435
Bilanciati	113	-0.0014 (0.001)	1.029 (0.001)	0.6389	-.001 (0.001)	1.025 (0.001)	-.341 (0.168)	0.6390	-.0012 (0.001)	1.01 (0.001)	-.0278 (0.238)	0.6390
Obbligazionari	208	-0.0006 (0.001)	0.603 (0.001)	0.6347	-.001 (0.001)	.6391 (0.001)	.962 (0.002)	0.6541	-.0014 (0.001)	.684 (0.001)	.1500 (0.001)	0.6407
Liquidità	33	-0.0002 (0.001)	0.141 (0.001)	0.0092	-.001 (0.001)	.1425 (0.001)	10.026 (0.483)	0.0094	-.0002 (0.001)	.2703 (0.001)	.2543 (0.002)	0.0143
Az. Italia	54	0.0005 (0.052)	0.997 (0.001)	0.8675	-.001 (0.001)	.996 (0.001)	.428 (0.001)	0.8691	-.0020 (0.001)	1.054 (0.001)	.1167 (0.001)	0.8687
Az. Area Euro	20	-0.0018 (0.021)	0.908 (0.001)	0.8828	-.002 (0.013)	.921 (0.001)	.335 (0.039)	0.8839	-.0041 (0.013)	.973 (0.001)	.110 (0.032)	0.8840
Az. Europa	53	-0.0020 (0.001)	0.956 (0.001)	0.8410	-.002 (0.001)	.968 (0.004)	.3660 (0.001)	0.8416	-.0037 (0.001)	1.010 (0.001)	.091 (0.005)	0.8417
Az. America	43	-0.0025 (0.001)	0.881 (0.001)	0.8365	-.002 (0.001)	.883 (0.001)	.090 (0.285)	0.8366	-.0027 (0.001)	.887 (0.001)	.011 (0.479)	0.8366
Az. Pacifico	37	-0.0010 (0.015)	0.877 (0.001)	0.7694	.0001 (0.604)	.873 (0.001)	-.465 (0.007)	0.7708	-.0010 (0.268)	.825 (0.001)	-.099 (0.010)	0.7703
Bilanciati	57	-0.0012 (0.001)	1.084 (0.001)	0.6630	-.001 (0.002)	1.081 (0.001)	-.356 (0.278)	0.6630	-.0009 (0.012)	1.067 (0.001)	-.031 (0.352)	0.6630
Bilanciati Obbligazionari	38	-0.0013 (0.001)	0.767 (0.001)	0.4272	-.001 (0.001)	.767 (0.001)	.468 (0.524)	0.4272	-.0014 (0.001)	.776 (0.001)	.018 (0.726)	0.4272
Obb. Euro Gov. Breve Termine	58	-0.0005 (0.001)	0.591 (0.001)	0.4346	-.0001 (0.001)	.607 (0.001)	-17.01 (0.001)	0.4426	-.0002 (0.001)	.510 (0.001)	-.192 (0.001)	0.4387
Obb. Euro Gov. Medio lungo Termine	56	-0.0008 (0.001)	0.597 (0.001)	0.7539	-.0011 (0.001)	.596 (0.001)	2.354 (0.001)	0.7559	.6481 (0.001)	.104 (0.001)	-.001 (0.001)	0.7557

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 29

Performance dei FCI roundtrip

	# fondi	CAPM			Treynor, Mazuy e Jensen				Henrisksson e Merton			
		alfa	beta	R ²	alfa	beta	gamma	R ²	alfa	Beta	gamma	R ²
Roundtrip	343	-0.0015 (0.001)	.924 (0.001)	0.7563	-0.0015(0.001)	.923 (0.001)	-.014 (0.853)	0.7563	-0.0011 (0.001)	.907 (0.001)	-.028 (0.037)	0.7564
Azionari	199	-0.0014 (0.001)	.935 (0.001)	0.7788	-0.0015 (0.001)	.936 (0.001)	.028 (0.744)	0.7788	-0.0009 (0.023)	.919 (0.001)	-.026 (0.142)	0.7788
Bilanciati	21	-0.0026 (0.001)	.934 (0.001)	0.7662	-0.0020 (0.001)	.914 (0.001)	-1.477 (0.072)	0.7680	-0.0015 (0.014)	.850 (0.001)	-.142 (0.029)	0.7679
Obbligazionari	110	-0.0014 (0.001)	.776 (0.001)	0.5036	-0.00126 (0.001)	.770 (0.001)	-.491 (0.030)	0.5046	-0.0010 (0.001)	.744 (0.001)	-.060 (0.082)	0.5040
Liquidità	13	-0.0004 (0.001)	.228 (0.002)	0.0051	-0.0005 (0.001)	.233 (0.002)	17.68 (0.484)	0.0052	-0.0005 (0.001)	.357 (0.006)	.258 (0.182)	0.0063
Az. Italia	20	-0.0014 (0.001)	.971 (0.001)	0.8620	-0.00214 (0.001)	.976 (0.001)	.262 (0.096)	0.8626	-0.0024 (0.001)	.999 (0.001)	.050 (0.195)	0.8623
Az. Area Euro	13	-.002 (0.047)	.906 (0.001)	0.8594	-0.00205 (0.149)	.904 (0.001)	-.031 (0.837)	0.8594	-0.0018 (0.243)	.896 (0.001)	-.015 (0.661)	0.8594
Az. Europa	30	-0.0003 (0.549)	.938 (0.001)	0.7502	-0.00011 (0.844)	.935 (0.001)	-1.06 (0.407)	0.7503	.0004 (0.552)	.911 (0.001)	-.044 (0.154)	0.7504
Az. America	20	-0.0017 (0.011)	.938 (0.001)	0.8608	-0.0028 (0.001)	.955 (0.001)	.487 (0.001)	0.8620	-0.0027 (0.001)	.976 (0.001)	.062 (0.005)	0.8611
Az. Pacifico	24	-0.0017 (0.020)	.958 (0.001)	0.7046	-0.00008 (0.944)	.956 (0.001)	-.602 (0.066)	0.7062	-.0008 (0.587)	0.71(0.001)	-.129 (0.052)	0.7059
Bilanciati	13	-0.0028 (0.001)	.978 (0.001)	0.7672	-0.00204 (0.016)	.957 (0.001)	-1.778(0.168)	0.7691	-.001 (0.085)	.882 (0.001)	-.163 (0.065)	0.7691
Bilanciati Obbligazionari	6	-0.0016 (0.040)	.570 (0.002)	0.5669	-0.00168 (0.112)	.571 (0.002)	.288 (0.877)	0.5669	-0.0016 (0.182)	.573 (0.007)	.004 (0.967)	0.5669
Obb.Euro Gov. Breve Termine	16	-0.0007 (0.001)	.556 (0.001)	0.3482	-0.0007 (0.001)	.562 (0.001)	-4.93 (0.562)	0.3487	-0.0006 (0.001)	.531 (0.001)	-.060 (0.528)	0.3485
Obb. Euro Gov. Medio lungo Termine	33	-0.0011 (0.001)	.723 (0.001)	0.6828	-0.0014 (0.001)	.721 (0.001)	2.185 (0.001)	0.6838	-0.0014 (0.001)	.761 (0.001)	.079 (0.001)	0.6834

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 30

Performance dei FCI roundtrip

	# fondi	CAPM			Treynor, Mazuy e Jensen				Henrisksson e Merton			
		alfa	beta	R ²	alfa	beta	gamma	R ²	alfa	Beta	gamma	R ²
Esteri	301	-0.0001(0.917)	.932 (0.001)	0.6864	.001 (0.712)	.931 (0.001)	-.055 (0.442)	0.6865	.001 (0.203)	.919 (0.001)	-.022 (0.107)	0.6865
Azionari	172	.0004 (0.155)	.955 (0.001)	0.6950	.001 (0.105)	.952 (0.001)	-.065 (0.409)	0.6950	.001 (0.010)	.930 (0.001)	-.043 (0.023)	0.6952
Bilanciati	26	-.001 (0.001)	.952 (0.001)	0.7723	-.001 (0.720)	.928 (0.001)	-1.99 (0.001)	0.7773	.001 (0.010)	.833 (0.001)	-.214 (0.001)	0.7761
Obbligazionari	87	-.0001 (0.920)	.580 (0.001)	0.5285	.001 (0.535)	.570 (0.001)	-.407 (0.058)	0.5303	.001 (0.757)	.570 (0.001)	-.0169 (0.781)	0.5286
Liquidità	16	-.0001 (0.174)	.129 (0.036)	0.0046	-.001 (0.090)	.138 (0.028)	97.55 (0.008)	0.0159	-.001 (0.010)	.477 (0.001)	.694 (0.001)	0.0271
Az. Italia	4	-.0003 (0.660)	.993 (0.001)	0.8652	-.002 (0.024)	.990 (0.001)	.466 (0.079)	0.8672	-.003 (0.060)	1.054 (0.001)	.125 (0.144)	0.8666
Az. Area Euro	22	.0001 (0.929)	.912 (0.001)	0.8299	.0001 (0.896)	.912 (0.001)	-.017 (0.904)	0.8299	.001 (0.824)	.906 (0.001)	-.011 (0.816)	0.8299
Az. Europa	56	-.0003 (0.608)	.990 (0.001)	0.6814	.0002 (0.779)	.981 (0.001)	-.279 (0.030)	0.6817	.001 (0.422)	.952 (0.001)	-.065 (0.016)	0.6817
Az. America	19	.0001 (0.970)	.900 (0.001)	0.5984	.0001 (0.906)	.898 (0.001)	-.052 (0.845)	0.5984	.002 (0.191)	.825 (0.001)	-.125 (0.090)	0.5997
Az. Pacifico	9	.003 (0.127)	.983 (0.001)	0.5838	.006 (0.055)	.978 (0.001)	-1.279 (0.001)	0.5897	.008 (0.033)	.838 (0.001)	-.284 (0.054)	0.5889
Bilanciati	12	-.0007 (0.044)	.892 (0.001)	0.7649	.0001 (0.635)	.878 (0.001)	-1.817 (0.001)	0.7676	.001 (0.032)	.793 (0.001)	-.183 (0.001)	0.7678
Bilanciati Obbligazionari	7	-.0009 (0.001)	.627 (0.001)	0.6533	-.0004 (0.222)	.626 (0.001)	-1.781 (0.331)	0.6554	-.001 (0.974)	.559 (0.002)	-.137 (0.233)	0.6559
Obb. Euro Gov. Breve Termine	9	-.0004 (0.009)	.367 (0.065)	0.1194	-.0005 (0.001)	.357 (0.070)	13.331 (0.110)	0.1231	-.001 (0.003)	.399 (0.062)	.073 (0.268)	0.1199
Obb. Euro Gov. Medio lungo Termine	35	-.0004 (0.001)	.738 (0.001)	0.7692	-.001 (0.001)	.737 (0.001)	2.200 (0.001)	0.7703	-.001 (0.001)	.776 (0.001)	.078 (0.001)	0.7698

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 31

Commissioni medie dei fondi comuni italiani

	Azionari	Bilanciati		Liquidità	Obbligazionari	Totale
			TER_CG			
2004	1.83	1.65		0.54	1.04	1.48
2005	1.85	1.57		0.55	1.00	1.45
2006	1.86	1.56		0.55	1.01	1.46
			TER_CI			
2004	0.24	0.12		0.00	0.04	0.15
2005	0.43	0.21		0.00	0.06	0.25
2006	0.25	0.09		0.00	0.02	0.14
			TER_BD			
2004	0.13	0.12		0.09	0.11	0.12
2005	0.14	0.12		0.08	0.10	0.12
2006	0.14	0.11		0.08	0.10	0.12
			TER_Altro			
2004	0.08	0.03		0.01	0.02	0.05
2005	0.06	0.04		0.01	0.02	0.04
2006	0.07	0.05		0.01	0.03	0.05
			TER Complessivo			
1996	2.18	1.79		0.82	1.35	1.77
1997	2.30	2.02		1.02	1.33	1.87
1998	2.27	1.98		0.87	1.27	1.82
1999	2.44	1.93		0.80	1.19	1.86
2000	2.41	1.95		0.69	1.20	1.84
2001	2.17	1.71		0.68	1.21	1.71
2002	2.23	1.79		0.65	1.19	1.74
2003	2.52	2.04		0.63	1.22	1.92
2004	2.32	1.88		0.64	1.20	1.79
2005	2.48	1.93		0.65	1.19	1.87
2006	2.31	1.81		0.64	1.16	1.77
			TER retrocesso alla rete distributiva*			
1996	1.53	1.39		0.63	1.04	1.29
1997	1.61	1.48		0.61	0.97	1.33
1998	1.60	1.47		0.58	0.94	1.30
1999	1.72	1.44		0.55	0.89	1.34
2000	1.68	1.42		0.48	0.89	1.30
2001	1.50	1.24		0.47	0.89	1.20
2002	1.55	1.30		0.44	0.87	1.23
2003	1.70	1.45		0.42	0.89	1.33
2004	1.57	1.32		0.43	0.87	1.24
2005	1.70	1.34		0.44	0.86	1.30
2006	1.58	1.25		0.43	0.84	1.23

Nota: Le informazioni si riferiscono al campione di 552 fondi operativi al 31.12.2006 associati ad Assogestioni, esclusi i fondi di fondi e i fondi per cui non sono disponibili due anni di dati. *E' stato ipotizzato che per tutti gli anni la percentuale di retrocessione sia pari a quella del 2006. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar

Tavola 32

Analisi delle performance dei FCI al lordo delle commissioni (2004-2006)

	# fondi	CAPM		R ²
		alfa	beta	
Italiani Ren net	568	-.0012725 (0.001)	.8802884 (0.001)	0.8195
Ren net+ter_com	568	.0002149 (0.030)	.8842421 (0.001)	0.8208
Ren net+ter_ret	568	-.000237 (0.017)	0.8827 (0.001)	0.8203
Azionari Ren net	284	-.0019441 (0.001)	.9172528 (0.001)	0.8340
Ren net+ter_com	284	.0000322 (0.866)	.9163073 (0.001)	0.8336
Ren net+ter_ret	284	-.0005906 (0.002)	.9165403 (0.001)	0.8336
Bilanciati Ren net	58	-.0015667 (0.001)	.9383875 (0.001)	0.7225
Ren net+ter_com	58	-.0000136 (0.954)	.9390129 (0.001)	0.7220
Ren net+ter_ret	58	-.0004848 (0.040)	.9387869 (0.001)	0.7226
Obbligaz Ren net	195	-.0008027 (0.001)	.6577318 (0.001)	0.7322
Ren net+ter_com	195	.000188 (0.007)	.6582931 (0.001)	0.7323
Ren net+ter_ret	195	-.0000825 (0.225)	.6580706 (0.001)	0.7322
Liquidità Ren net	31	-.0005423 (0.001)	1.27401 (0.001)	0.0533
Ren net+ter_com	31	-2.34e-06 (0.950)	1.262513 (0.001)	0.0607
Ren net+ter_ret	31	-.0001781 (0.001)	1.267682 (0.001)	0.0588

	# fondi	Trey nor, Mazuy e Jensen			R ²
		alfa	beta	gamma	
Italiani Ren net	568	-.0009658 (0.001)	.891256 (0.001)	-.6774247 (0.001)	0.8209
Ren net+ter_com	568	.0004613 (0.001)	.893051 (0.001)	-.5440862 (0.001)	0.8217
Ren net+ter_ret	568	.000026 (0.842)	.8921845 (0.001)	-.5808127 (0.001)	0.8214
Azionari Ren net	284	-.0012825 (0.001)	.9301981 (0.001)	-.8518955 (0.001)	0.8363
Ren net+ter_com	284	.0006683 (0.013)	.9287562 (0.001)	-.819232 (0.001)	0.8357
Ren net+ter_ret	284	.0000467 (0.862)	.9290114 (0.001)	-.8206925 (0.001)	0.8357
Bilanciati Ren net	58	-.0012903 (0.001)	.9590987 (0.001)	-2.381318 (0.001)	0.7244
Ren net+ter_com	58	.000243 (0.376)	.9582379 (0.001)	-2.210429 (0.001)	0.7237
Ren net+ter_ret	58	-.0002209 (0.414)	.9585666 (0.001)	-2.274217 (0.001)	0.7243
Obbligazionari Ren net	195	-.00082 (0.001)	.6575771 (0.001)	.0898685 (0.749)	0.7322
Ren net+ter_com	195	.0001361 (0.149)	.6578285 (0.001)	.2697881 (0.341)	0.7324
Ren net+ter_ret	195	-.0001264 (0.179)	.6576779 (0.001)	.2280315 (0.424)	0.7323
Liquidità Ren net	31	-.0012881 (0.001)	7.490996 (0.001)	-12048.05 (0.001)	0.0904
Ren net+ter_com	31	-.0007447 (0.001)	7.450677 (0.001)	11992.19 (0.001)	0.1033

Henrisksson e Merton					
	# fondi	alfa	beta	gamma	R ²
Italiani Ren net	568	-.0007049 (0.001)	.851687 (0.001)	-.076236 (0.001)	0.8202
Ren net+ter_com	568	.0005441 (0.001)	.8676529 (0.001)	.0442181 (0.001)	0.8210
Ren net+ter_ret	568	.0001647 (0.257)	.8625399 (0.001)	-.0539522 (0.001)	0.8207
Azionari Ren net	284	-.0004812 (0.167)	.8643996 (0.001)	-.133932 (0.001)	0.8358
Ren net+ter_com	284	.0014331 (0.001)	.8656907 (0.001)	-.1282642 (0.001)	0.8352
Ren net+ter_ret	284	.0008156 (0.021)	.8657339 (0.001)	-.1287453 (0.001)	0.8353
Bilanciati Ren net	58	-.0010371 (0.005)	.8941224 (0.001)	-.1240043 (0.005)	0.7237
Ren net+ter_com	58	.0004777 (0.181)	.8979523 (0.001)	-.1150272 (0.009)	0.7230
Ren net+ter_ret	58	.0000216 (0.951)	.8964564 (0.001)	-.1185847 (0.007)	0.7237
Obbligazionari Ren net	195	-.0009551 (0.001)	.6732657 (0.001)	.0313133 (0.076)	0.7324
Ren net+ter_com	195	-.0000699 (0.507)	.6845756 (0.001)	.0529805 (0.003)	0.7329
Ren net+ter_ret	195	-.0003143 (0.004)	.6816933 (0.001)	.047619 (0.008)	0.7327
Liquidità Ren net	31	-.0005423 (0.001)	1.27401 (0.001)	(dropped)	0.0533
Ren net+ter_com	31	-2.34e-06 (0.950)	1.262513 (0.001)	(dropped)	0.0607
Ren net+ter_ret	31	-.0001781 (0.001)	1.267682 (0.001)	(dropped)	0.0588

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi

Tavola 33

Analisi delle performance dei FCI al lordo delle commissioni (1997-2006)

		CAPM			
	# fondi	alfa	beta		R ²
Italiani Ren net	568	-.0011944 (0.001)	.9105481 (0.001)		0.8138
Ren net+ter_com	568	.0003196 (0.001)	.9095637 (0.001)		0.8136
Azionari Ren net	284	-.00147 (0.001)	.9277058 (0.001)		0.8413
Ren net+ter_com	284	.0004882 (0.005)	.9262804 (0.001)		0.8410
Bilanciati Ren net	58	-.001035 (0.001)	1.017161 (0.001)		0.5789
Ren net+ter_com	58	.0005451 (0.074)	1.016354 (0.001)		0.5787
Obbligazionari Ren net	195	-.0007276 (0.001)	.6243943 (0.001)		0.6516
Ren net+ter_com	195	.0002795 (0.002)	.6243453 (0.001)		0.6515
Liquidità Ren net	31	-.0001791 (0.001)	.13734(0.001)		0.0091
Ren net+ter_com	31	.0003777 (0.001)	.1322377 (0.001)		0.0089
		Treydor, Mazuy e Jensen			
	# fondi	alfa	beta	gamma	R ²
Italiani Ren net	568	-.001535 (0.001)	.9150136 (0.001)	.2082705 (0.003)	0.8143
Ren net+ter_com	568	-.000082 (0.511)	.9148294 (0.001)	.2455936 (0.001)	0.8142
Azionari Ren net	284	-.0019614 (0.001)	.9313404 (0.001)	.1653538 (0.004)	0.8415
Ren net+ter_com	284	1.52e-06 (0.994)	.9298797 (0.001)	.163745 (0.005)	0.8412
Bilanciati Ren net	58	-.0009286 (0.001)	1.015592 (0.001)	-.2153654 (0.474)	0.5789
Ren net+ter_com	58	.0006238 (0.033)	1.015193 (0.001)	-.1593506 (0.588)	0.5787
Obbligazionari Ren net	195	-.0010378 (0.001)	.6550138 (0.001)	.9086054 (0.009)	0.6671
Ren net+ter_com	195	-.0000366 (0.764)	.6555427 (0.001)	.925754 (0.007)	0.6676
Liquidità Ren net	31	-.0001821 (0.001)	.1384942 (0.001)	9.949728 (0.494)	0.0093
Ren net+ter_com	31	.0003704 (0.001)	.135066 (0.001)	24.38047 (0.102)	0.0102
		Henriksson e Merton			
	# fondi	alfa	beta	gamma	R ²
Italiani Ren net	568	-.001483 (0.001)	.9225723 (0.001)	.0221356 (0.052)	0.8139
Ren net+ter_com	568	-.0001869 (0.181)	.9306736 (0.001)	.0388616 (0.001)	0.8138
Azionari Ren net	284	-.0021862 (0.001)	.9467872 (0.001)	.0346859 (0.015)	0.8414
Ren net+ter_com	284	-.0002214 (0.467)	.9451856 (0.001)	.0343655 (0.016)	0.8411
Bilanciati Ren net	58	-.0009006 (0.004)	1.008965 (0.001)	-.0154077 (0.616)	0.5789
Ren net+ter_com	58	.0006231 (0.047)	1.011598 (0.001)	-.0089415 (0.772)	0.5787
Obbligazionari Ren net	195	-.0014718 (0.001)	.6967516 (0.001)	.1362091 (0.002)	0.6562
Ren net+ter_com	195	-.0005371 (0.013)	.7037399 (0.001)	.1494564 (0.001)	0.6571
Liquidità Ren net	31	-.0002239 (0.001)	.2646212 (0.001)	.2517659 (0.003)	0.0144
Ren net+ter_com	31	.0003188 (0.001)	.2995118 (0.001)	.3308728 (0.001)	0.0185

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Tra parentesi sono riportati i p-value dei coefficienti. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Tavola 34

Determinanti della performance dei FCI

	Modello A parametro	Modello B p-value	Modello C parametro	p-value	parametro	p-value
Campione completo						
Intercetta	-.0003224	0.278	.0007333	0.015	.0008316	0.006
ter_comp	.0066578	0.088				
ter_no_ci			-.0117057	0.000		
ter_bd					-217834	0.105
ter_cg					-.011058	0.001
ter_ci .					0206036	0.000
ter_altro					-.0516478	0.003
patmedio	9.15e-08	0.473	2.22e-08	0.860	3.11e-08	0.805
rnmedia	-.0000104	0.298	-.0000113	0.251	-.0000134	0.177
età	-.000054	0.012	-.0000491	0.019	-.0000486	0.017
catbi	-.0012797	0.008	.0003577	0.387	.0001438	0.730
catob	-.000349	0.060	.0003426	0.032	.0002899	0.059
cataz	-.0018374	0.000	.0004023	0.363	-.0000467	0.910
R ²	0.0459		0.0474		0.1233	
F-test	6.26	0.0000	7.37	0.0000	8.15	0.0000
# fondi	552		552		552	
Fondi Azionari						
intercetta	-.0022087	0.023	.0024469	0.033	.0018455	0.079
ter_comp	.009947	0.045				
ter_no_ci			-.0161431	0.006		
ter_bd					-.0337332	0.009
ter_cg					-.0128176	0.032
ter_ci					.0211511	0.001
ter_altro					-.0594769	0.006
patmedio	-2.70e-07	0.708	-5.87e-07	0.413	-5.63e-07	0.404
rnmedia	-.0000615	0.210	-.0000558	0.263	-.0000638	0.152
età	-.0000968	0.045	-.0000824	0.082	-.0000882	0.053
R ²	0.0475		0.0407		0.1332	
F-test	2.99	0.0192	4.23	0.0024	4.82	0.0000
# fondi	273		273		273	

Fondi Bilanciati						
intercetta	-0.0022087	0.023	.0013275	0.282	.0007487	0.594
ter_comp	.009947	0.045				
ter_no_ci			-.01621	0.015		
ter_bd					.0600895	0.592
ter_cg					-.0146233	0.134
ter_ci					-.0204851	0.328
ter_altro					-.0141243	0.745
patmedio	-2.70e-07	0.708	1.63e-07	0.644	3.57e-08	0.927
rnmedia	-.0000615	0.210	-4.09e-06	0.884	2.85e-06	0.924
età	-.0000968	0.045	-.0000242	0.594	-.0000284	0.514
R ²	0.0802		0.0593		0.0874	
F-test	1.88	0.1276	1.69	0.1661	0.94	0.4806
# fondi	57		57		57	
Fondi Obbligazionari						
intercetta	-0.0007405	0.00033	-.0004188	0.103	-.0004843	0.078
ter_comp	.0042861	0.00379				
ter_no_ci			.0010694	0.741		
ter_bd					.0416225	0.102
ter_cg					-.0019018	0.512
ter_ci					.0239896	0.053
ter_altro					-.0586665	0.001
patmedio	3.82e-08	6.18e-08	1.09e-08	0.850	-1.15e-08	0.848
rnmedia	-1.62e-06	7.43e-06	-1.90e-06	0.777	-1.70e-06	0.780
età	-.0000263	0.0001	-.0000252	0.022	-.0000227	0.029
R ²	0.0365		0.0218		0.1277	
F-test	1.52	0.0365	1.63	0.1677	3.17	0.1277
# fondi	191		191		191	
Fondi di liquidità						
intercetta	-0.0002634	0.048	-.0002692	0.041	-.0005394	0.002
ter_comp	-0.0077	0.003				
ter_no_ci			-.0075497	0.003		
ter_bd					.0435365	0.034
ter_cg					-.0086179	0.002
ter_ci					-.0696313	0.018
ter_altro					-.0126727	0.231
patmedio	6.91e-09	0.831	7.25e-09	0.824	-1.59e-08	0.583
rnmedia	1.73e-06	0.549	1.68e-06	0.561	2.99e-06	0.262
età	8.10e-06	0.433	7.39e-06	0.482	7.37e-06	0.477
R ²	0.1755		0.1643		0.3939	
F-test	2.79	0.0440	2.72	0.0484	.	.
# fondi	31		31		31	

Nota : stime OLS corrette per l'eteroschedasticità dell'errore tramite la metodologia di White. Elaborazioni su dati Assogestioni e Morningstar.

Bibliografia

- Banca d'Italia (2007) Relazione annuale sul 2006.
- Bartirolo L., De Bonis R., Generale A. e Longhi I. (2006) Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo.
- Barucci E. (2003) Financial markets theory, Springer and Verlag.
- Blake D. e Timmermann A. (1998) Mutual fund performance: evidence from UK. *European Economic Review*, 2: 57-77.
- Cesari R., Grande G., Panetta F. (2007) La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori. Banca d'Italia.
- Cesari R. e Panetta F. (1998) Style fees and performance of Italian equity funds. *Temi di discussione nr.325*.
- Cesari R. e Panetta F. (2002) The performance of Italian equity funds. *Journal of Banking and Finance*, 26: 99-126.
- De Bonis R. (2006) Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004.
- Edelen R. e Warner J. (2001) Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns. *Journal of Financial Economics*, 59: 195-220.
- EFAMA (2006) Trends in European investment funds, 4th edition.
- Elton E., Gruber M. e Blake C. (1996) Survivorship bias and mutual fund performance. *Review of Financial Studies*.
- FESE, Share ownership structure in Europe (2004).
- Gualtieri P. (2006) I fondi comuni di investimento in Italia.
- Guiso L e Jappelli T. (2000) Household portfolios in Italy. Mimeo.
- Guiso L. e Zingales L. (2007) Why Italians do not invest in the equity market?
- Henrikson R. e Merton R. (1981) On market timing and investment performance. II: statistical procedures for evaluating forecasting skills. *Journal of Business* 54, 521-533.
- Ippolito (1989) Efficiency with costly information: a study of mutual fund performance, 1965-1984. *Quarterly Journal of Economics*, 104, 1-23.
- Jappelli T., Julliard C., Pagano M. (2001) La diversificazione del portafoglio delle famiglie italiane in *L'indagine annuale (2001) sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* a cura di A. Beltratti, Centro Einaudi.
- Jensen (1968) The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23: 389-416
- Mediobanca (2007) Indagine sui fondi e sicav italiani.
- Sirri E. e Tufano P. (1998) Costly search and mutual fund flows. *Journal of Finance* 53: 1589-1622.
- Treynor J. E Mazuy K. (1966) Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, 44: 131-136.