



I FONDI COMUNI NEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL 2010

Alessandro Rota, Luisa Giuliano

Quaderno di ricerca
1 / 2012



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**I FONDI COMUNI NEL PORTAFOGLIO
DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL 2010**

Alessandro Rota, Luisa Giuliano
Ufficio Studi*

* Si ringraziano le società associate che fornendo i propri dati hanno reso possibile questo lavoro.

Indice

1 - Introduzione	5
2 - La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori	11
2.1 Caratteristiche principali	11
2.2 Rappresentatività	12
2.3 Statistiche descrittive	13
2.3.1 Serie storiche (statistiche univariate)	13
2.3.2 Statistiche bivariate (2010)	18
2.3.3 Durata dell'investimento	20
3 - Struttura e dinamica della domanda	23
3.1 La quota della ricchezza delle famiglie investita in fondi (<i>share</i>)	23
3.2 <i>Participation</i> e <i>conditional share</i>	24
3.3 Il contributo della ricchezza	26
3.4 Il ruolo dell'età	28
3.5 La distribuzione geografica	31
3.6 Analisi multivariata	32
4 - Le scelte allocative	35
4.1 L'investimento in un fondo azionario	35
4.2 L'investimento in un fondo di liquidità o obbligazionario	36
4.3 L'investimento in due o più fondi	37
4.4 <i>L'asset allocation</i> dei portafogli di fondi	37
5 - Conclusioni	41
Appendice I - L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie e i Conti Finanziari	45
Appendice II - Ulteriori tavole statistiche	49
Bibliografia	79

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampa: Officina d'arte grafica Lucini - www.lucinisrl.com

Stampato nel mese di marzo 2012 a Milano

Questo volume è stampato su carta ecologica Fedrigoni Freelifa,
certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

1

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi quindici anni il mercato italiano dei fondi comuni ha attraversato tre fasi evolutive caratterizzate, nell'ordine, dallo sviluppo dell'industria nazionale (1995-1999), dalla progressiva sostituzione tra prodotti italiani ed esteri in un contesto di relativa stabilità patrimoniale (2000-2007) e infine dai negativi riflessi della crisi finanziaria manifestatasi a partire dalla seconda metà del 2007 (Figura 1).

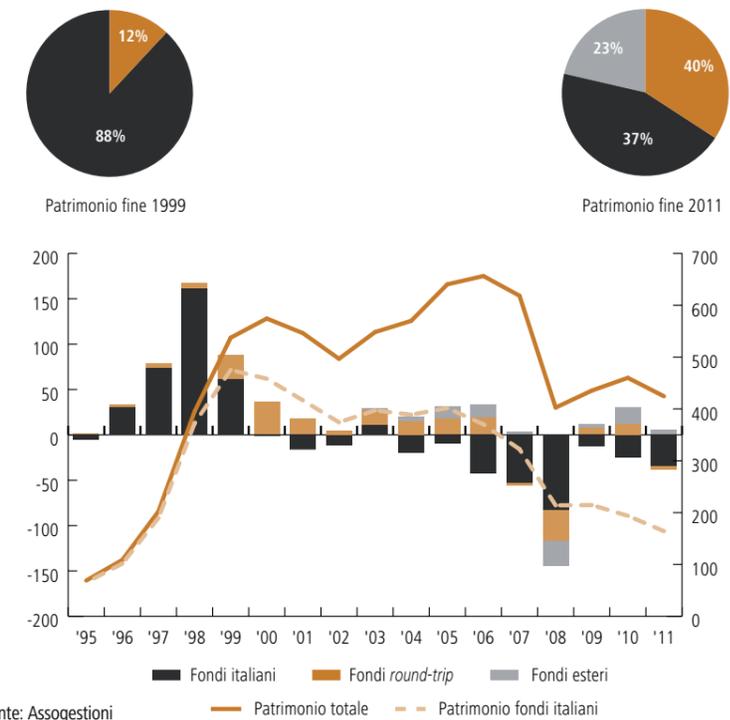


Figura 1
Raccolta netta (sx) e patrimonio promosso (dx) dei fondi suddivisi per domicilio.
Dati in miliardi di euro.

Nella prima fase i prodotti di gestione collettiva hanno beneficiato del calo generalizzato dei tassi d'interesse che ha preceduto l'ingresso del nostro Paese nell'euro. La conseguente ampia disponibilità di risparmio, in uscita dai titoli di stato e alla ricerca di nuove opportunità d'investimento, ha favorito l'espansione dell'attività di gestione, soprattutto per opera del sistema bancario.

Tale crescita ha potuto inoltre trarre beneficio da alcuni importanti eventi che hanno caratterizzato la storia dell'economia italiana di allora, come la progressiva apertura ai mercati finanziari internazionali e le grandi privatizzazioni delle imprese pubbliche. Tutto ciò si è tradotto in una raccolta di risparmio che nel periodo 1995-1999 si è attestata a 360 miliardi di euro e che ha portato il patrimonio dei fondi a crescere da 70 a 540 miliardi, l'88% del quale rappresentato da prodotti italiani.

Nella fase successiva, cominciata nella seconda metà del 2000 con il repentino sgonfiarsi della bolla speculativa della *new economy*, si è verificato un primo ridimensionamento dei flussi, che ha determinato una relativa stabilizzazione del patrimonio in un intervallo compreso tra i 500 e i 650 miliardi,

all'interno del quale ha oscillato principalmente per effetto dell'andamento altalenante dei mercati finanziari (in calo fino al 2002, successivamente in crescita fino alla prima metà del 2007).

Nel periodo compreso tra il 2000 e il 2007 la raccolta complessiva di nuovo risparmio è stata pari a 21 miliardi. Un valore positivo che, tuttavia, nasconde al suo interno un fenomeno di ricomposizione tipologica cominciato nel 2001 e che, con poche eccezioni, è in atto da allora: da un lato i fondi domestici subiscono deflussi di risparmio, dall'altro lato i prodotti istituiti in altri Paesi (Lussemburgo in testa) da intermediari appartenenti a gruppi italiani (fondi *round-trip*) o esteri fanno registrare valori positivi di raccolta. Ciò ha portato il livello di penetrazione dei prodotti esteri nel nostro mercato, alla fine del 2007, a valori intorno al 50% dell'offerta complessiva.

Con la crisi finanziaria il mercato ha subito un importante ridimensionamento, a causa della negativa combinazione dei deflussi e dell'andamento avverso delle quotazioni. Le fuoriuscite hanno raggiunto il picco storico nel 2008 (-140 miliardi) e la raccolta dei tre anni successivi non ha mostrato segni di recupero (-28 miliardi nel triennio 2009-2011), mentre è proseguita la ricomposizione a favore dei fondi esteri, seppure con minore intensità. Un complesso di fattori che ha portato il patrimonio complessivo ad attestarsi attorno ai 400 miliardi a fine 2011, meno del 40% dei quali rappresentato da prodotti italiani.

La lunga parabola descritta dal mercato italiano dei fondi comuni, e in particolare dai prodotti istituiti nel nostro Paese, trova riscontro anche nelle statistiche sulla composizione del portafoglio finanziario delle famiglie italiane pubblicate dalla Banca d'Italia nell'ambito dei Conti Finanziari. Secondo l'Istituto la quota investita in prodotti di gestione collettiva è cresciuta fino a raggiungere il massimo storico nel 1999, per poi ridimensionarsi progressivamente e attestarsi nel 2010 poco sopra il 6% (Tavola 1¹).

	Fondi comuni					Fondi pensione e assicurazioni vita	Obbligazioni
	1995	1999	2000	2005	2010	2010	2010
Italia	3,9	17,2	16,0	10,7	6,6	17,4	19,8
di cui domestici	3,5	16,4	14,3	8,7	4,1		
Francia	13,8	11,4	11,1	9,5	7,5	34,1	1,6
Germania	7,4	10,5	11,6	12,3	9,2	33,0	5,4
Regno Unito	3,7	4,9	4,9	4,0	3,3	52,2	0,8
USA	8,0	10,8	11,0	10,8	12,2	29,9	9,0

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, OECD.

1 4,1% il peso dei fondi domestici. Tali dati devono essere utilizzati con una certa dose di cautela, perché tendono a sottostimare il peso crescente dei prodotti di diritto estero descritto sopra.

Da un confronto internazionale emerge che la pronunciata dinamica di lungo termine del peso dei fondi nel portafoglio delle famiglie costituisce una peculiarità del mercato italiano, che non trova riscontro in altri Paesi come Francia, Germania, Regno Unito e USA.

A tale proposito, al di là di una naturale variabilità tra i livelli medi evidenziati da questa statistica per le diverse economie considerate, ciò che il confronto consente di evidenziare chiaramente è il ruolo di supplenza, per certi aspetti anomalo, svolto dalle SGR nel nostro mercato finanziario. In un contesto di debolezza dei tradizionali investitori istituzionali di lungo termine (fondi pensione e compagnie di assicurazione), i fondi comuni hanno infatti rappresentato, per lungo tempo, la sola possibile alternativa di mercato all'intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario.

Ora che tale ruolo si è ridimensionato per effetto della contrazione degli ultimi anni, e considerando anche la persistenza di un elevato tasso di partecipazione diretta delle famiglie al mercato obbligazionario, la fondamentale questione dello sviluppo degli investitori istituzionali si pone in maniera ancora più urgente. Infatti, è dal loro peso che dipende, in gran parte, il grado di maturità dell'industria della gestione del risparmio (Tavola 2).

	2009		2008		2007	
	Mld €	% PIL				
Italia	658	43	36	50		
Francia	2.816	148	131	152		
Germania	1.460	61	53	62		
Regno Unito	3.783	241	209	241		
Europa	12.366	97	81	102		

Fonte: EFAMA.

Le difficoltà incontrate dal mercato italiano dei fondi comuni hanno dato vita, nel corso degli ultimi anni, a un ampio e vivace dibattito in ordine alle relative cause e alle soluzioni più opportune².

Per quanto riguarda l'indagine delle cause, il dibattito si è prevalentemente concentrato sull'offerta. In particolare sono stati approfonditi i temi della produzione (*performance* dei prodotti e ruolo dei costi di gestione e distribuzione), della struttura e dei servizi della rete distributiva (grado di apertura dell'architettura, qualità della consulenza, modelli di remunerazione), della regolamentazione (effetti delle difformità in materia di trasparenza informativa, regole di offerta e fiscalità relative a prodotti concorrenti) e infine

2 Si vedano ad esempio (Banca d'Italia, 2008), (De Rossi, F. M. e al, 2008), (Messori, 2008) e (Rota, 2007).

Tavola 1
Quota parte delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi comuni, fondi pensione e assicurazioni vita e obbligazioni. Confronto internazionale con Francia, Germania, Regno Unito e USA.

Tavola 2
Industria del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio). Patrimonio gestito da società residenti (in miliardi di euro e in percentuale del PIL).

quello del rapporto tra la funzione di intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario e quella svolta dalle società di gestione. Per contro, minori risorse sono state indirizzate allo studio del fenomeno dal lato della domanda, in particolare da quello del risparmiatore *retail*.

In questo contesto il presente lavoro, che arriva alla sua seconda edizione dopo il rinnovo dei contenuti e della veste editoriale realizzati nel 2010, intende fornire un contributo alla comprensione della struttura della domanda attraverso la caratterizzazione delle decisioni delle famiglie riguardo l'investimento in fondi. In particolare, vengono studiate le relazioni di dipendenza di queste scelte da variabili come la ricchezza, l'età, il grado d'istruzione, il livello di consulenza ricevuto e altre ancora. Il lavoro si basa sui risultati di un'analisi della banca dati Assogestioni sulle caratteristiche dei sottoscrittori, opportunamente integrata con informazioni provenienti da fonti pubblicamente disponibili circa la composizione della ricchezza delle famiglie italiane³ e le caratteristiche generali della popolazione (ISTAT).

Nella **Sezione 2** vengono presentate e commentate alcune statistiche relative alla banca dati sui sottoscrittori, sia per l'intero periodo 2002 - 2010 (campione ristretto) sia per il solo 2010 (campione aperto). La **Sezione 3** è invece dedicata a un'approfondita analisi della struttura della domanda e della sua dinamica; in particolare la quota della ricchezza delle famiglie complessivamente investita in fondi (*share*) viene scomposta nelle sue componenti basilari (*participation* e *conditional share*) e di queste viene studiata la dipendenza dalla ricchezza, dall'età e dall'area geografica di residenza del sottoscrittore. La **Sezione 4** presenta un approfondimento attraverso modelli multivariati (*probit*) della decisione di investire in fondi appartenenti a determinate macrocategorie e di quella di acquistare più prodotti (portafoglio di fondi), e si conclude con un'analisi basata su tecniche di *clustering* dell'*asset allocation* di chi fa questa seconda scelta. Le conclusioni presentate nella **Sezione 5**, infine, contengono una sintesi dei principali risultati ottenuti. Il lavoro termina con una nota metodologica sul trattamento dei dati di fonte Banca d'Italia (**Appendice I**) e una serie completa di tavole statistiche bivariate relative al 2010 (**Appendice II**).

³ Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, d'ora innanzi anche IBF; si veda (Banca d'Italia, 2012). Disponibile su <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait>.

2

LA BANCA DATI SULLE CARATTERISTICHE DEI SOTTOSCRITTORI

2.1 Caratteristiche principali

La banca dati Assogestioni sui sottoscrittori (BDS) contiene informazioni anagrafiche e di portafoglio relative agli investitori individuali (persone fisiche) residenti nel nostro Paese che detengono quote di fondi aperti di diritto italiano e, in parte, di diritto estero. Tali informazioni sono state raccolte con cadenza annuale a partire dal 2002, presso un campione rappresentativo di società di gestione operanti sul mercato italiano.

Per ciascun investitore sono disponibili età, sesso e provincia di residenza, insieme a informazioni di dettaglio sul canale di vendita e sulla composizione dell'investimento *diretto* in fondi⁴. In particolare vengono rilevati gli importi investiti in ciascun fondo, con separata evidenza di quanto sottoscritto tramite piani di accumulo (c.d. Pac) ovvero tramite versamento in un'unica soluzione (Pic). Per un limitato sottoinsieme di sottoscrittori sono inoltre disponibili informazioni sulla professione (8% del campione) e il titolo di studio conseguito (5%). Tutte le informazioni sono riferite alla situazione alla fine di ciascun anno.

La maggioranza delle società di gestione partecipanti all'indagine è italiana; quelle appartenenti ad altra giurisdizione (lussemburghese) sono riconducibili a intermediari italiani e collocano la maggior parte dei propri fondi nel nostro Paese (*round-trip*).

Nel corso degli anni, il numero e la composizione delle società censite nella banca dati si sono modificati, sia per effetto della decisione di alcuni operatori di prendere parte oppure interrompere la partecipazione alla rilevazione, sia a causa di operazioni societarie (fusioni) accompagnate in molti casi da una ristrutturazione della gamma prodotti. La **Tavola 3** fornisce una visione di insieme del numero di operatori presenti, tempo per tempo, nella banca dati, raggruppati in base all'anno di prima rilevazione.

Le informazioni sui sottoscrittori sono state raccolte in forma anonima, di conseguenza non è possibile rilevare l'eventuale presenza di individui che investono in fondi promossi da due o più società di gestione partecipanti all'indagine. Tuttavia, in linea con il dato prevalente a livello di mercato, la maggior parte delle società considerate nel corso del periodo di rilevazione presentava un modello di distribuzione caratterizzato da un elevato grado di integrazione verticale⁵; ciò induce a ritenere che gli effetti dell'impossibilità di riconoscere i sottoscrittori che intrattengono rapporti con una molteplicità di società di gestione siano tutto sommato trascurabili.

⁴ La modalità di investimento complementare (*indiretta*) è quella effettuata nel contesto del servizio di gestione di portafoglio (gestione individuale) ovvero per il tramite di un fondo di fondi (gestione collettiva).

⁵ Si veda (Beltratti, 2007).

Tutti i fondi comuni presenti nel campione sono aperti; per tali si intendono i fondi così classificati nell'ambito della Mappa del Risparmio Gestito pubblicata trimestralmente da Assogestioni. In quest'ambito i fondi vengono ripartiti in tre grandi categorie (aperti, riservati ed *hedge*) sulla base della facoltà e del livello di deroga ai divieti e ai limiti di frazionamento e di contenimento del rischio stabiliti dalla disciplina dei fondi armonizzati. A tale facoltà fa riscontro un progressivo restringimento delle categorie di investitori che possono accedere al fondo. La presente indagine, pertanto, risulta circoscritta ai fondi della prima specie.

Anno d'ingresso	Anno d'indagine								
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
2002	20	17	24	27	30	30	34	36	43
2003	3	3	3	3	5	6	6	6	
2004	1	1	1	1	1	2	3		
2005	-	-	-	-	1	1			
2006	1	1	1	1	1				
2007	1	1	2	2					
2008	1	1	2						
2009	1	1							
2010	-								
Totale	28	25	33	34	38	39	43	42	43

Fonte: BDS.

Tavola 3
Società di gestione presenti nella BDS. Numero per anno d'indagine e di primo ingresso nella rilevazione.

2.2 Rappresentatività

Fatta eccezione per gli anni 2002 e 2007, il patrimonio complessivo dei fondi italiani presenti nella banca dati rappresenta una quota vicina al 90% del dato riferito all'intero mercato (fondi aperti della medesima giurisdizione). Il coefficiente relativo ai fondi *round-trip* si colloca di norma intorno al 30%. Le quote di rappresentatività calcolate sulla base del numero di fondi segnalano un modesto sovrappeso dei fondi a patrimonio più elevato, soprattutto per quanto attiene ai fondi di diritto estero (**Tavola 4**).

Il peso dell'investimento da parte degli investitori individuali si attesta per gli anni più recenti intorno all'80-90% per i fondi italiani e tra il 40 e il 50% per quelli esteri. Il primo indicatore non si discosta dalle stime basate sui Conti Finanziari⁶ e consente di affermare che la maggior parte dei prodotti di diritto italiano è collocata direttamente presso le famiglie. Il dato riferito ai prodotti *round-trip*, pur essendo meno rappresentativo in quanto calcolato su un campione limitato di società di gestione, rivela una presenza importante di clienti istituzionali (nel caso specifico si tratta per la maggior parte di gestioni patrimoniali).

⁶ Sulla base dei dati pubblicati dalla Banca d'Italia, le famiglie detengono più del 90% delle quote di fondi comuni emessi da residenti (settembre 2011).

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
a. Patrimonio dei fondi della BDS									
Italiani	168,2	176,5	181,6	181,2	306,6	345,6	344,7	350,0	280,1
Round-trip	39,8	14,0	26,1	35,2	39,0	39,4	35,1	31,6	21,3
b. Patrimonio dell'intero mercato (fondi aperti)									
Italiani	182,9	201,8	195,7	290,1	338,7	376,2	370,7	386,6	366,8
Round-trip	151,5	136,1	118,5	175,2	185,7	170,2	138,6	119,0	97,9
c. Rappresentatività per patrimonio (a/b)									
Italiani	92,0	87,5	92,8	62,4	90,5	91,9	93,0	90,5	76,4
Round-trip	26,3	10,3	22,0	20,1	21,0	23,2	25,3	26,5	21,8
d. Numero di fondi presenti nella BDS									
Italiani	528	514	621	591	780	817	891	885	877
Round-trip	211	142	225	218	211	208	180	176	67
e. Rappresentatività per numero di fondi									
Italiani	78,2	73,7	81,0	63,2	80,9	81,4	80,2	75,8	73,5
Round-trip	10,5	8,2	12,8	13,6	14,4	15,9	15,1	14,8	6,2
f. Patrimonio della BDS detenuto da persone fisiche									
Italiani	149,8	157,1	161,0	144,2	245,9	271,8	267,8	260,1	184,8
Round-trip	22,3	5,6	12,3	15,2	16,6	16,8	16,3	14,5	9,8
g. Quota detenuta dalle persone fisiche (f/a)									
Italiani	89,1	89,0	88,7	79,6	80,2	78,7	77,7	74,3	66,0
Round-trip	56,0	40,0	47,3	43,2	42,5	42,5	46,5	46,1	46,1

Fonte: BDS, Assogestioni.

Le **Tavole 5 e 6**, riportano, per ciascun anno di rilevazione, alcune statistiche univariate riguardanti la distribuzione del numero di sottoscrittori e del patrimonio detenuto per sesso, fasce d'età, area geografica di residenza, macrocategoria, numero di prodotti detenuti e modalità di sottoscrizione.

Per consentire un corretto confronto intertemporale le tavole si riferiscono a un campione ristretto definito escludendo le società che, anche per effetto di fusioni, sono entrate nell'indagine in un anno successivo all'inizio della loro operatività. In questo modo si è inteso evitare che il *gap* temporale tra l'inizio dell'operatività e la partecipazione all'indagine determinasse una distorsione dei dati di sistema (campione chiuso rispetto a società già esistenti), ma al tempo stesso si è inteso consentire alle società di nuova istituzione (e ai loro clienti) di essere considerati nel computo generale (campione aperto a società di nuova istituzione).

La ripartizione dei sottoscrittori tra **uomini** e **donne** mostra un lento calo della proporzione dei primi a favore delle seconde, con un *gap* sceso di sette punti (dal 20 al 13%) nell'arco di 8 anni. Analogo il calo misurato in termini di patrimonio (-7%).

Tavola 4
Patrimonio complessivo (in miliardi di euro), indicatori di rappresentatività (in percentuale) e numero di fondi.

2.3 Statistiche descrittive

2.3.1 Serie storiche (statistiche univariate)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
TOTALE	1.317	100	1.362	1.385	1.551	1.607	1.647	1.645	1.716	1.659
Sesso										
Uomo	744	56,5	56,9	57,1	57,5	58,1	58,4	59,0	59,4	60,1
Donna	573	43,5	43,1	42,9	42,5	41,9	41,6	41,0	40,6	39,9
Età										
< 26	24	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,9	3,1
26 - 35	114	8,6	9,4	10,0	10,7	11,4	12,2	13,1	14,3	15,2
36 - 45	246	18,7	19,6	20,1	20,6	21,0	21,3	21,3	21,4	21,5
46 - 55	294	22,3	21,9	21,6	21,3	20,9	20,6	20,4	20,5	20,6
56 - 65	269	20,5	20,1	19,9	19,9	19,9	19,8	19,9	19,5	19,1
66 - 75	216	16,4	16,1	15,8	15,5	15,2	14,9	14,5	13,8	13,5
> 75	154	11,7	11,1	10,6	9,9	9,3	8,8	8,4	7,6	7,1
Età media	55		55	54	54	53	53	52	52	51
Area geografica										
Nord-Ovest	340	25,8	25,9	26,6	26,4	27,1	27,3	27,6	27,5	30,4
Nord-Est	425	32,3	32,5	32,8	32,9	32,6	32,5	32,3	31,7	31,5
Centro	243	18,4	18,0	17,8	17,8	17,7	17,7	17,9	18,2	18,3
Sud	186	14,1	14,0	13,6	13,9	14,0	14,2	14,0	14,5	12,6
Isole	123	9,3	9,6	9,2	9,0	8,7	8,3	8,1	8,0	7,1
Macrocategoria prevalente										
Azionari	155	11,8	17,3	18,5	19,8	20,5	20,6	22,3	23,0	26,4
Bilanciati	69	5,3	7,5	9,0	10,6	11,3	11,4	11,2	10,5	12,7
Flessibili	341	25,9	16,1	14,5	11,8	5,8	1,8	1,1	0,5	0,5
Obbligaz.	396	30,1	26,7	26,1	27,3	33,4	37,9	35,1	28,7	31,1
Liquidità	200	15,2	20,5	20,0	15,8	13,5	13,3	14,5	21,0	12,3
Nessuna	155	11,8	11,8	11,9	14,7	15,4	14,8	15,7	16,3	17,0
Numero di fondi										
1	946	71,8	71,4	70,8	66,7	64,4	64,4	62,7	62,1	58,3
2	214	16,2	15,8	16,0	17,1	17,2	17,2	16,9	17,3	18,6
3	78	5,9	6,3	6,6	7,8	8,0	8,0	8,2	8,7	10,2
4 - 6	66	5,0	5,4	5,6	7,1	8,2	7,7	8,0	8,6	10,6
7 - 10	11	0,9	0,9	0,9	1,2	2,0	2,1	3,2	2,4	2,1
Oltre 10	2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	1,1	0,9	0,2
N. medio fondi	1,5		1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9
Modalità sottoscrizione										
Pic	1.047	79,6	80,9	83,2	84,9	86,3	87,2	87,3	86,0	85,2
Pac	172	13,0	12,2	10,9	9,5	8,7	8,1	8,0	8,2	8,4
Pic/Pac	98	7,4	6,9	5,9	5,5	5,0	4,7	4,6	5,8	6,5

Fonte: BDS.

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
TOTALE	32.121	100	34.641	53.654	67.831	74.475	78.951	74.721	73.429	40.497
Sesso										
Uomo	19.134	59,6	60,0	59,6	61,2	62,0	62,5	63,1	63,4	63,0
Donna	12.987	40,4	40,0	40,4	38,8	38,0	37,5	36,9	36,6	37,0
Età										
< 26	217	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	1,0	1,1
26 - 35	1.317	4,1	4,6	5,0	5,3	5,8	6,2	6,6	7,4	8,1
36 - 45	4.207	13,1	14,0	14,5	15,3	15,8	16,1	16,0	16,4	16,6
46 - 55	6.591	20,5	20,5	20,1	20,3	20,3	20,0	20,1	20,6	20,8
56 - 65	7.355	22,9	22,9	22,5	22,7	22,9	23,3	23,7	23,7	23,3
66 - 75	6.652	20,7	20,4	20,2	20,1	20,0	19,9	19,7	19,1	19,1
> 75	5.781	18,0	17,0	16,8	15,4	14,4	13,6	13,1	11,9	11,0
Area geografica										
Nord-Ovest	7.906	24,6	24,5	24,9	25,4	27,3	28,1	29,0	29,2	31,8
Nord-Est	11.253	35,0	34,8	35,5	36,6	35,1	34,0	32,8	31,4	31,0
Centro	5.581	17,4	17,2	17,1	16,6	16,6	16,8	17,3	18,0	17,9
Sud	4.560	14,2	14,2	13,7	13,4	13,4	13,7	13,7	14,4	13,0
Isole	2.820	8,8	9,3	8,9	8,0	7,6	7,4	7,2	7,1	6,3
Macrocategoria										
Azionari	3.811	11,9	13,0	11,7	19,4	22,0	20,5	20,1	19,2	21,4
Bilanciati	2.341	7,3	8,2	9,7	13,6	17,4	17,9	17,1	17,1	19,7
Flessibili	7.872	24,5	19,0	17,0	14,6	6,8	3,9	2,1	0,5	0,4
Obbligaz.	11.331	35,3	28,9	28,0	29,0	36,1	41,8	42,2	32,2	41,7
Liquidità	6.766	21,1	30,9	33,5	23,5	17,7	15,9	18,7	31,1	16,7
Numero di fondi										
1	16.317	50,8	53,7	54,9	45,1	41,2	41,9	42,0	42,9	40,4
2	6.423	20,0	18,6	18,2	19,0	18,2	18,2	17,0	17,0	18,5
3	3.337	10,4	9,9	9,9	11,9	11,7	11,2	10,4	10,7	12,5
4 - 6	4.313	13,4	12,9	12,6	17,2	18,7	17,3	15,7	16,4	20,0
7 - 10	1.378	4,3	4,0	3,6	5,5	8,4	8,5	11,2	8,8	7,3
Oltre 10	353	1,1	0,9	0,8	1,2	1,8	2,8	3,7	4,1	1,2
Modalità sottoscrizione										
Pic	28.036	87,3	89,4	91,9	91,8	92,1	92,7	93,1	91,7	91,2
Pac	957	3,0	2,5	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,9
Pic/Pac	3.128	9,7	8,1	6,1	6,3	5,9	5,3	5,0	6,5	6,9

Fonte: BDS.

Tavola 5

Numero di sottoscrittori per anno (migliaia) e distribuzione per sesso, età, area geografica di residenza, macrocategoria d'investimento prevalente, numero di fondi detenuti e modalità di sottoscrizione.

Per ogni anno è riportata la quota percentuale del raggruppamento rispetto al totale e per il 2010 anche l'ammontare assoluto.

Una macrocategoria è definita prevalente se almeno il 70% del portafoglio del sottoscrittore è investito in fondi a essa appartenenti.

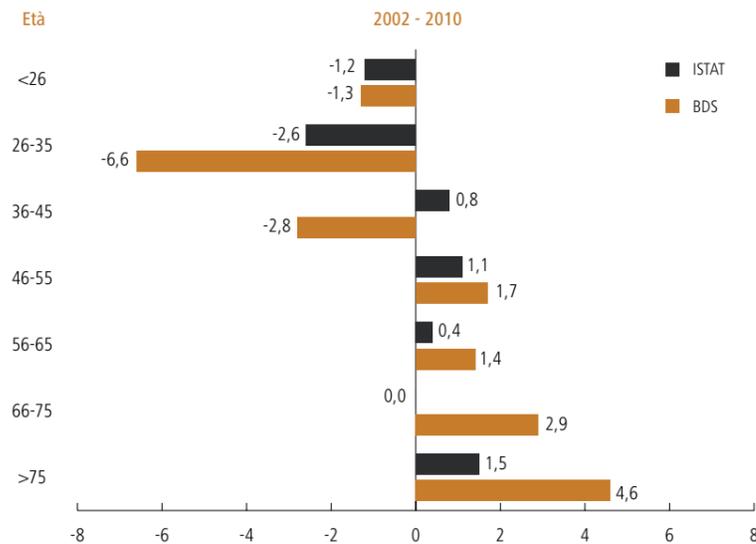
Tavola 6

Patrimonio totale per anno (milioni di euro) e distribuzione per sesso, età, area geografica di residenza, macrocategoria d'investimento, numero di fondi detenuti e modalità di sottoscrizione.

Per ogni anno è riportata la quota percentuale del raggruppamento rispetto al totale.

Per il 2010 è riportato anche l'ammontare di patrimonio per ogni raggruppamento.

La dinamica della distribuzione degli investitori per **classi di età** mostra come nel periodo considerato il peso degli individui più giovani è calato a favore di quelli più anziani. Ciò è chiaramente indicativo di un insufficiente ricambio generazionale della clientela e di un suo generale invecchiamento (l'età media sale da 51 a 55 anni). Inoltre dal confronto con i dati ISTAT si evince che tale fenomeno risulta più accentuato rispetto a quello che caratterizza la popolazione italiana nel suo complesso (**Tavola 7**).



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT e BDS.

Per quanto attiene alla ripartizione per **area geografica** dei sottoscrittori e degli importi da questi sottoscritti, si osserva una sostanziale stabilità su tutto il periodo storico considerato: il 60% circa dei sottoscrittori sono residenti nelle regioni del Nord e detengono un'analoga percentuale della ricchezza complessivamente investita in fondi. Ciò implica che l'importo medio detenuto per sottoscrittore risulta distribuito in maniera abbastanza omogenea tra le diverse zone del Paese.

I dati relativi alla ripartizione dei sottoscrittori per **macrocategoria** prevalente rivelano una costante riduzione della quota di investitori orientati ai fondi specializzati in azioni, cui fa da contraltare una maggiore diffusione dei prodotti di *asset allocation* (flessibili). L'analisi del patrimonio investito fa emergere un andamento del peso delle macrocategorie che risente dell'effetto combinato dell'andamento dei mercati sottostanti e della raccolta.

Per quanto riguarda il **numero di fondi** detenuti, nel lungo periodo si osserva una lenta e costante crescita del numero di sottoscrittori che concentrano il proprio investimento in un solo prodotto (+13%); per converso diminuiscono coloro che detengono più di tre fondi (-12%). Il confronto con la distribuzione per importo investito evidenzia che chi investe somme più elevate sceglie di farlo

diversificando in misura maggiore rispetto ai sottoscrittori di importi più modesti.

La distribuzione per **modalità di sottoscrizione** indica un interesse crescente dei risparmiatori medio-piccoli per i piani di accumulo (il 20% dei sottoscrittori ha almeno un PAC, +6% in 8 anni), nonostante gli importi sottoscritti tramite questa modalità rimangano, nel loro complesso, piuttosto modesti (13% circa del patrimonio).

La **Tavola 8** riporta alcune statistiche riguardanti la distribuzione del patrimonio tra i sottoscrittori. Si riscontra l'elevata concentrazione del patrimonio nei quantili più alti: il primo 10% di individui per importo investito detiene più della metà del patrimonio complessivo, concentrazione rilevata anche dalla differenza particolarmente accentuata tra gli importi dell'investimento medio (24.400€) e mediano (10.000€). Il livello di concentrazione del patrimonio investito, misurato con l'indice di Gini, risulta di poco superiore a quello relativo alla ricchezza complessiva netta della popolazione italiana, rilevato nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF).

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Investimento medio	24.398	25.434	22.898	26.347	27.698	28.498	27.439	26.178	24.417
Investimento mediano	9.976	10.110	9.097	10.312	10.702	11.113	10.580	10.229	10.077
Media interquartilica									
I	1.480	1.517	1.361	1.667	1.798	1.836	1.694	1.652	1.639
II	6.371	6.455	5.694	6.847	7.221	7.474	7.017	6.749	6.520
III	15.831	16.285	14.550	16.821	17.750	18.391	17.559	16.779	16.042
IV	73.911	77.480	69.986	80.054	84.021	86.289	83.487	79.531	73.467
% Patrimonio per quartile									
I	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,7
II	6,5	6,3	6,2	6,5	6,5	6,6	6,4	6,4	6,7
III	16,2	16,0	15,9	16,0	16,0	16,1	16,0	16,0	16,4
IV	75,7	76,2	76,4	76,0	75,8	75,7	76,1	76,0	75,2
% Patrimonio per decile									
I	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
II	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
III	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
IV	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,3
V	3,4	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,5
VI	4,7	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8	4,7	4,7	4,9
VII	7,0	6,9	6,7	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,0
VIII	10,3	10,2	10,1	10,0	10,0	10,1	10,1	10,0	10,2
IX	17,0	17,0	16,8	16,6	16,6	16,6	16,7	16,6	16,6
X	53,0	53,5	54,0	53,8	53,7	53,5	53,8	53,8	53,0
Gini	0,67	0,68	0,68	0,68	0,67	0,67	0,68	0,68	0,67
Per memoria:									
Gini - ricchezza netta (IBF)	0,62		0,61		0,62		0,60		0,62

Fonte: BDS, IBF.

Tavola 8
Investimento medio, mediano, quartili d'investimento (valore medio) e concentrazione del patrimonio per quartili e decili. Indici di concentrazione di Gini.

2.3.2 Statistiche bivariate (2010)

La **Tavola 9a** riporta i risultati di un'analisi bivariata del campione costituito da tutti i sottoscrittori rilevati nel 2010 (campione aperto comprendente 28 società); le caratteristiche analizzate in precedenza, insieme all'informazione relativa al canale di vendita⁷, sono state incrociate con la distribuzione dei sottoscrittori per decili di patrimonio investito.

Tale modalità di rappresentazione consente di apprezzare eventuali asimmetrie nella distribuzione della caratteristica considerata al variare della ricchezza detenuta in fondi, *al netto dell'eterogeneità che accomuna tutti i decili di patrimonio investito*. Ad esempio, come visto più sopra per il campione ristretto, anche quello aperto presenta una leggera **prevalenza degli uomini sulle donne** (56%); tuttavia, *al netto di tale differenza*, le distribuzioni dei due sessi per decili di patrimonio sono molto simili, tranne che per i valori estremi (1° e 10° decile) in cui si rileva una leggera prevalenza degli uomini.

All'aumentare dell'**età** i sottoscrittori si concentrano maggiormente nei decili di patrimonio più elevato. In particolare circa due terzi degli ultrasessantacinquenni investono importi superiori al patrimonio mediano. Tale evidenza empirica è in linea con quella relativa alla distribuzione della ricchezza finanziaria netta della popolazione italiana, desumibile dall'indagine sui bilanci delle famiglie (IBF).

Tenuto conto della diversa presenza di investitori in fondi nelle cinque **aree** in cui è stato suddiviso il Paese, la distribuzione del patrimonio risulta leggermente sbilanciata a favore delle regioni del Nord-Ovest (53% degli individui sopra il dato mediano).

La distribuzione per **macrocategoria prevalente** evidenzia che al crescere dei decili di patrimonio aumenta la diversificazione tra le *asset class* del portafoglio fondi (il 53% dei portafogli in cui non prevale nessuna macrocategoria è posseduto da sottoscrittori appartenenti ai decili dall'8° al 10°). Tuttavia a tale regola fanno eccezione i portafogli in cui prevalgono i prodotti obbligazionari e di liquidità, che risultano abbastanza equamente distribuiti lungo tutti i decili.

I due terzi degli investitori **detengono un solo fondo** e la maggioranza di essi è concentrata nei primi 5 decili di patrimonio investito. Nei decili successivi si concentrano invece i sottoscrittori che detengono una molteplicità di fondi.

⁷ Rete di promotori e banca. Il canale diretto (0,1% dei sottoscrittori nel 2010) è stato assimilato alla rete. A causa della scarsa variabilità intra-societaria di tale caratteristica essa è stata omessa nelle statistiche univariate presentate più sopra.

	# Sott.	%	Decili di investimento (€)									
			da 0 a 953	953 a 2.967	2.967 a 5.128	5.128 a 7.972	7.972 a 11.163	11.163 a 16.392	16.392 a 23.869	23.869 a 36.460	36.460 a 64.828	Oltre 64.828
TOTALE	6.029	100	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Sesso												
Uomo	3.402	56,4	10,8	9,9	9,7	9,6	9,7	9,8	9,8	9,9	10,2	10,6
Donna	2.627	43,6	9,0	10,1	10,4	10,5	10,4	10,3	10,2	10,1	9,8	9,2
Età												
<26	120	2,0	23,9	21,9	15,1	11,5	8,8	6,7	4,6	3,4	2,3	1,8
26 - 35	531	8,8	18,8	17,2	13,8	11,7	9,8	8,7	7,1	5,9	4,4	2,6
36 - 45	1.145	19,0	14,2	13,6	12,2	11,2	9,8	9,5	8,6	7,9	7,2	5,8
46 - 55	1.261	20,9	10,8	10,6	10,5	10,3	9,9	9,9	9,7	9,6	9,5	9,3
56 - 65	1.159	19,2	7,6	8,1	9,0	9,4	10,1	10,3	10,8	11,1	11,5	12,1
66 - 75	993	16,5	5,4	6,5	8,3	9,3	10,6	10,9	11,5	12,0	12,4	13,2
> 75	819	13,6	4,1	4,6	6,4	8,2	9,9	10,8	12,1	13,3	14,5	16,1
Area geografica												
Nord-Ovest	2.392	39,7	9,0	9,2	9,2	9,7	9,7	10,1	10,3	10,6	10,8	11,3
Nord-Est	1.501	24,9	9,4	10,2	10,6	10,6	10,7	10,4	10,1	9,9	9,4	8,7
Centro	1.008	16,7	10,9	10,6	10,9	10,2	9,8	9,7	9,5	9,3	9,3	9,7
Sud	774	12,8	12,0	10,7	10,1	9,7	9,7	9,4	9,5	9,6	9,8	9,6
Isole	354	5,9	12,3	11,3	10,2	9,9	9,9	9,6	9,6	9,6	9,3	8,2
Macrocategoria prevalente												
Azionari	1.031	17,1	11,6	16,3	15,7	13,4	9,5	9,4	7,7	6,3	5,4	4,8
Bilanciati	250	4,1	10,4	12,7	11,8	11,9	9,8	9,7	8,7	8,2	8,2	8,7
Flessibili	1.074	17,8	12,7	11,9	12,7	10,8	11,7	9,3	8,9	8,4	7,6	6,1
Obbligaz.	1.920	31,8	11,1	8,4	8,3	9,2	9,8	10,3	10,7	10,9	10,8	10,5
Liquidità	955	15,8	9,1	8,8	8,7	9,9	11,2	10,5	10,8	10,7	10,6	9,8
Nessuna	798	13,2	2,6	3,8	4,3	6,0	7,6	10,6	12,2	14,5	17,0	21,4
Numero di fondi												
1	3.999	66,3	13,6	12,9	12,3	11,4	11,0	9,5	8,9	8,0	7,0	5,4
2	1.030	17,1	4,0	6,3	7,6	9,6	10,1	12,6	12,7	13,0	12,8	11,3
3	431	7,2	1,8	3,1	4,5	6,7	7,7	11,8	13,4	15,6	17,4	18,0
4 - 6	400	6,6	1,2	1,7	2,4	3,7	4,8	8,0	11,2	15,4	21,3	30,3
7 - 10	115	1,9	1,6	1,4	1,8	2,8	3,5	5,7	8,0	12,0	19,9	43,3
Oltre 10	54	0,9	1,5	1,7	1,8	2,8	3,8	6,2	8,5	11,9	18,6	43,2
Modalità sottoscrizione												
Pic	4.370	72,5	5,5	7,3	9,6	10,0	11,0	10,7	11,1	11,3	11,5	11,7
Pac	1.130	18,8	30,9	22,6	13,1	10,3	6,3	5,9	4,2	3,1	2,2	1,4
Pic/Pac	529	8,8	2,1	5,1	6,4	9,3	9,4	12,7	13,0	13,7	14,2	14,0
Canale di vendita												
Rete promotori	1.025	17,0	9,6	7,4	8,1	8,7	9,5	10,3	10,6	11,1	11,7	12,9
Banca	5.004	83,0	10,1	10,5	10,4	10,3	10,1	9,9	9,9	9,8	9,6	9,4

Fonte: BDS.

Tavola 9a

Anno 2010. Distribuzione per decili di patrimonio investito incrociato con sesso, età, area geografica di residenza, macrocategoria d'investimento prevalente, numero di fondi detenuti, modalità di sottoscrizione e canale di vendita.

Per ogni raggruppamento è riportato il numero di sottoscrittori (migliaia), la quota del raggruppamento sul totale e la quota del decile sul totale per caratteristica (in percentuale).

decili (fino a 5.000€ di patrimonio circa); chi ricorre a tale modalità di sottoscrizione detiene fondi per importi complessivamente modesti rispetto alla media della popolazione censita. La maggior parte dei sottoscrittori (83%) ha investito attraverso il canale bancario, la rimanente proporzione si è invece affidata alle reti di promotori. La distribuzione degli investitori per decili risulta leggermente sbilanciata a favore della rete per i portafogli superiori all'investimento mediano.

Le informazioni circa la **professione** e il **titolo di studio** non sono disponibili su tutto il campione, pertanto le relative statistiche si riferiscono a due sole società di gestione. Nella **Tavola 9b** vengono incrociate le caratteristiche su professione e titolo di studio con la distribuzione per decili di patrimonio. Ne risulta che l'investitore prevalente è impiegato (25%) o pensionato (20%) e ha conseguito un diploma di scuola media superiore (45%). Più del 15% dei dirigenti, degli imprenditori e dei pensionati investe in fondi importi superiori a 65.000€ (ultimo decile).

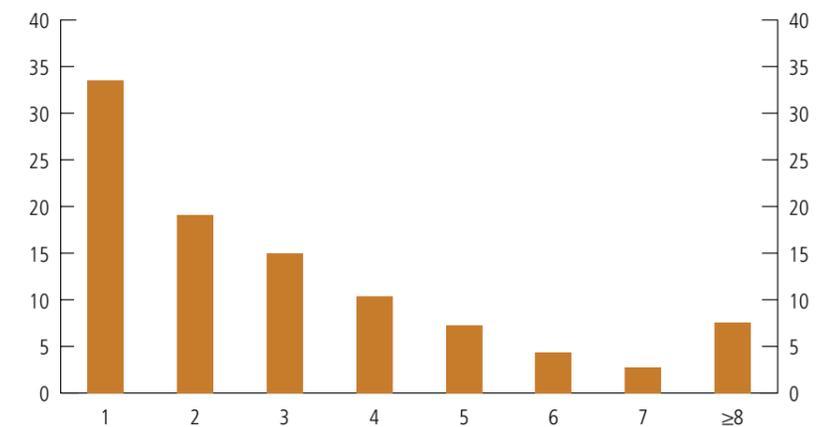
	# Sott.	%	Decili di investimento (€)									
			da 0 a 484	484 a 3.243	3.243 a 5.683	5.683 a 8.994	8.994 a 12.467	12.467 a 17.625	17.625 a 24.827	24.827 a 37.204	37.204 a 64.511	Oltre 64.511
TOTALE	349	100	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Professione												
Dirigente	8	2,4	7,3	7,6	6,9	7,7	8,0	9,8	10,4	11,6	13,1	17,7
Quadro	7	2,1	4,7	7,8	8,7	9,2	10,7	10,8	11,4	12,5	13,0	11,2
Impiegato/a	88	25,2	9,0	11,8	11,8	11,5	11,1	10,8	10,1	9,5	8,2	6,1
Insegnante	2	0,7	19,8	11,0	11,4	10,6	9,1	8,6	9,2	8,7	6,0	5,6
Operaio/a	41	11,8	10,5	13,7	13,1	12,6	11,3	10,6	9,7	8,5	6,6	3,4
Imprenditore	26	7,6	7,0	8,4	7,9	8,2	8,6	9,3	9,6	10,7	12,3	18,0
Commerciante	19	5,3	10,5	9,9	8,9	9,3	9,3	9,5	9,7	10,1	11,0	11,8
Libero prof.	41	11,6	10,3	9,9	9,2	9,2	9,3	9,8	9,7	10,2	10,9	11,6
Agricoltore	1	0,2	21,1	11,0	12,3	8,6	8,5	7,6	7,5	8,6	7,4	7,4
Pensionato/a	70	20,1	5,8	6,1	7,6	8,3	9,9	10,1	11,3	12,2	13,7	15,1
Disoccupato/a	2	0,6	6,8	12,6	12,2	11,2	11,2	9,4	8,9	10,1	9,6	7,9
Non disponibile	43	12,3	20,5	11,0	10,3	10,0	8,9	8,6	8,4	7,6	7,4	7,3
Titolo di studio												
Nessun titolo	1	0,2	9,1	6,3	8,3	9,7	9,8	10,2	10,7	11,2	10,5	14,1
Media inferiore	78	22,3	7,4	10,2	10,7	10,5	10,7	10,4	10,5	10,4	10,2	9,0
Media superiore	155	44,6	7,2	10,6	10,6	10,6	10,3	10,5	10,3	10,2	9,9	9,8
Laurea	59	17,0	5,9	8,5	9,2	9,1	9,7	9,8	10,2	10,9	11,9	14,9
Non disponibile	56	16,0	25,8	9,6	8,3	8,6	8,4	8,3	8,4	8,1	7,9	6,7

Fonte: BDS.

stimare il periodo medio di detenzione di uno specifico fondo. Questa statistica è indicativa del fenomeno del *turnover* dei sottoscrittori cui, in media, i fondi presenti nel campione sono sottoposti.

Il tempo medio di detenzione di uno specifico fondo si colloca intorno ai tre anni. L'analisi svolta per macrocategoria non evidenzia particolari differenze; i fondi azionari, in media, vengono detenuti solamente qualche mese in più dei fondi di liquidità.

La distribuzione dei diversi fondi sulla base della statistica in questione risulta sbilanciata sul breve termine: un terzo dei fondi viene detenuto per un anno al massimo, mentre meno del 15% viene detenuto per più di sei anni (Figura 2).



Fonte: BDS.

Figura 2
Distribuzione del tempo di detenzione in anni. Valori in percentuale.

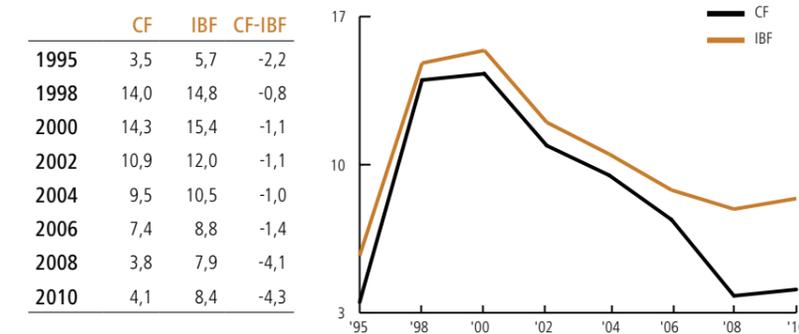
2.3.3 Durata dell'investimento

Le informazioni presenti nella BDS relative alla composizione, alla fine di ciascun anno, del portafoglio fondi dei singoli sottoscrittori, consentono di

3

STRUTTURA E DINAMICA DELLA DOMANDA

Nella **Tavola 10** vengono messe a confronto due diverse stime della quota della ricchezza finanziaria delle famiglie investita in fondi di diritto italiano (d'ora innanzi denominata *share*); la prima è basata sui Conti Finanziari (CF), la seconda sui dati campionari relativi alla già citata indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF)⁸.



Fonte: elaborazioni su dati CF, IBF.

3.1 La quota della ricchezza delle famiglie investita in fondi (*share*)

Tavola 10
Share CF e IBF
a confronto. Valori in percentuale.

Come anticipato nell'introduzione, i dati di contabilità nazionale evidenziano una crescita sostenuta dell'indicatore fino al 1999, periodo a partire dal quale inizia a manifestarsi un *trend* negativo che si fa particolarmente accentuato nel 2008, per poi stabilizzarsi intorno al 4%.

La *share* calcolata sui dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie mostra un andamento di segno analogo; tuttavia, i valori risultano costantemente superiori a quelli basati sui Conti Finanziari. Nel 2008, anno in cui i deflussi dai fondi hanno raggiunto il massimo storico, tale differenza si amplia fino a superare il 4%.

A tale proposito, può essere utile ricercare una spiegazione di questo differente andamento nella diversa definizione di "famiglia tipo" che le due fonti utilizzate tendono a rappresentare. In particolare la fonte IBF si propone di fornire stime rappresentative del portafoglio della famiglia *mediana* rispetto alla distribuzione della ricchezza, mentre i Conti Finanziari misurano il valore aggregato della ricchezza finanziaria del settore, e quindi le informazioni sono ascrivibili alla famiglia con ricchezza *media*.

Dal momento che, come noto, la distribuzione della ricchezza tra la popolazione risulta particolarmente concentrata, il suo valore medio è ampiamente superiore al dato mediano; di conseguenza nelle stime macro il peso delle famiglie più abbienti è maggiore che nei dati di fonte campionaria. Pertanto l'accentuazione dello scostamento tra le due *share*, registrato a partire dal

⁸ La focalizzazione sui soli fondi domestici è coerente con la composizione della BDS che, come illustrato nella Sezione 2.2, vede la netta prevalenza di tali prodotti (80% in termini di patrimonio).

2008, potrebbe essere indice della circostanza che le scelte d'investimento delle famiglie più ricche si sono via via differenziate rispetto a quelle della famiglia mediana.

In altri termini, l'evidenza empirica qui presentata suggerirebbe che le famiglie più agiate (ricchezza media) hanno ridotto la propria *share* a tassi più elevati rispetto a quanto hanno fatto le famiglie meno facoltose (ricchezza mediana), e quindi che gli elevati deflussi registrati nel corso degli ultimi anni sarebbero da attribuire principalmente al fatto che le prime hanno ridotto, in maniera più che proporzionale rispetto all'intera popolazione, la propria quota di ricchezza investita in fondi.

Lo studio della proporzione della ricchezza finanziaria investita in fondi (*share*) viene approfondito attraverso una scomposizione analitica, che ne mette in evidenza la dipendenza da due fondamentali decisioni prese da ogni risparmiatore.

La prima scelta riguarda l'investimento in fondi *tout court*, in conseguenza della quale è possibile definire e stimare il cosiddetto "rapporto di partecipazione", ovvero la quota della popolazione che possiede fondi (d'ora innanzi *participation*). La seconda decisione, condizionata alla prima, attiene invece alla fissazione della quota parte del proprio *stock* di risparmio finanziario che s'intende allocare al prodotto considerato (*conditional share*)⁹.

La letteratura empirica in materia di portafogli delle famiglie mostra che questi due indicatori hanno dinamiche proprie e sono caratterizzate da relazioni peculiari con gli indicatori di ricchezza, età ed educazione, cui la teoria attribuisce un ruolo significativo nella spiegazione delle scelte individuali di portafoglio. La distinzione tra i due indicatori assume inoltre un evidente interesse di carattere commerciale. Sono diversi, infatti, gli approcci, le leve strategiche e gli sforzi che gli operatori di mercato devono mettere in campo per acquisire un nuovo cliente-risparmiatore, piuttosto che per indurre un cliente già acquisito ad aumentare la sua quota di fondi comuni.

Nel caso in esame, la disponibilità di dati microeconomici nell'IBF consente di esprimere la *share* della famiglia mediana come il prodotto tra la *participation*, la *conditional share* e il rapporto tra la ricchezza finanziaria media

9 Si veda (Guiso e Jappelli, 2002).

di coloro che detengono fondi e quella dell'intera popolazione (w)¹⁰. Nella **Tavola 11** vengono rappresentati i valori assunti da questi tre indicatori nel corso dei diversi anni considerati.

	Share	Part	CShare	w	ΔShare	Contributi alla ΔShare		
						Part	CShare	w
1995	5,7	4,9	27,2	4,3				
1998	14,8	11,1	38,1	3,5	9,6	9,9	1,5	-1,3
2000	15,4	13,3	34,2	3,4				
2000	15,4	13,3	34,2	3,4				
2002	12,0	12,1	35,0	2,8				
2004	10,5	9,3	33,7	3,3	-6,9	-7,0	-1,8	2,1
2006	8,8	8,6	29,4	3,5				
2008	7,9	7,2	27,1	4,0				
2010	8,4	7,3	30,2	3,8				

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Tavola 11
Le determinanti della *share*.
Valori in percentuale.

Nella fase espansiva del mercato (1995-2000) la *participation* cresce di quasi tre volte (dal 5% a poco più del 13%) e la *conditional share* aumenta di circa un quarto. Il dato relativo alla ricchezza media dei partecipanti in proporzione a quella dell'intera popolazione (w) segnala un fenomeno che si potrebbe definire di "democratizzazione" dei fondi: le famiglie che entrano nel mercato dei fondi per la prima volta sono meno ricche rispetto a quelle già presenti.

L'analisi dei contributi relativi evidenzia che la crescita di quasi dieci punti della *share* è spiegata per la maggior parte dall'aumento della quota di popolazione che possiede fondi (+9,9%), seguito dall'aumento della porzione di ricchezza in essi investita (+1,5%), mentre, per evidenti motivi, la diminuzione del coefficiente di ricchezza w fornisce un contributo negativo (-1,3%).

Come nella fase espansiva del mercato, anche in quella recessiva la variazione di *share* (-7% nel periodo 2000-2010) è spiegata in gran parte dalla variazione (negativa) della *participation*, e in misura minore dalla dinamica della *conditional share*; la modifica della distribuzione della ricchezza relativa ha invece un effetto di sostegno della *share*.

L'evidenza empirica appena presentata dimostra la centralità del ruolo giocato dall'ingresso/uscita di clienti dal mercato dei fondi nella determinazione della dinamica della *share*. Sotto il profilo quantitativo, l'importanza di

10 La *share* α può essere riscritta come $\alpha = Pw_p\alpha_p$, dove P indica la *participation*, w_p è il rapporto tra la ricchezza finanziaria media di coloro che detengono fondi e quella dell'intera popolazione e α_p è la *conditional share*. La variazione della *share* è perciò approssimabile con la seguente espressione: $\Delta\alpha = (w_p\alpha_p)\Delta P + (w_pP)\Delta\alpha_p + (\alpha_pP)\Delta w_p$.

tale ruolo è nettamente superiore a quello della *conditional share*, ovvero della quota di ricchezza mediamente investita in fondi calcolata sulla sola popolazione che possiede tali prodotti.

3.3 Il contributo della ricchezza

I valori di *participation* indicati nella **Tavola 12** evidenziano una relazione crescente con il livello di ricchezza netta complessiva (dati IBF). Tra le famiglie appartenenti al primo quartile l'investimento in fondi è quasi del tutto assente; passando ai quartili successivi esso si diffonde progressivamente, fino a superare il 15% tra la popolazione più agiata (95% percentile). Alla luce della centralità della *participation* nella determinazione della *share* di sistema evidenziata più sopra, appare evidente il ruolo che le famiglie con maggiore dotazione patrimoniale giocano nella determinazione delle dinamiche - tanto di sviluppo quanto di recessione - del mercato dei fondi.

A tale proposito è utile osservare che il segno e l'intensità della relazione tra ricchezza e *participation* sono analoghi a quelli rilevati in letteratura con riferimento alla decisione di investire in strumenti finanziari "rischiosi" (Guiso e Jappelli, 2002). Sotto questo profilo, l'evidenza empirica fornisce un supporto alla tesi secondo la quale il prodotto fondo, diversamente da altre semplici alternative di allocazione della ricchezza finanziaria (come il conto corrente), tende a essere associato a una certa capacità di risparmio, tanto nella pratica di collocamento quanto nella decisione di acquisto; capacità che, per evidenti motivi, non si rintraccia nei segmenti meno abbienti della popolazione, che - per altrettanto evidenti motivi di economicità - difficilmente vengono fatti oggetto di specifiche iniziative di promozione da parte delle società di gestione o dei collocatori.

Diversamente dalla *participation*, il dato relativo alla *conditional share* è indipendente dalla ripartizione per quartili. Pertanto, nonostante la probabilità di investire in fondi si modifichi in maniera sostanziale al variare della ricchezza, le famiglie che posseggono questi prodotti (abbienti o meno che siano) vi investono una porzione della propria ricchezza pari al 30% circa. Anche questo fenomeno è analogo a quello descritto nella letteratura sugli investimenti rischiosi richiamata più sopra.

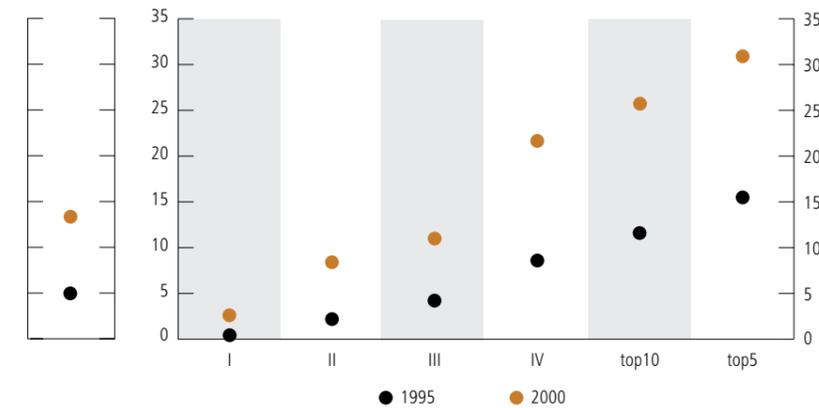
	Quartili					
	I	II	III	IV	Top 10	Top 5
Share	1,5	3,7	5,1	10,2	11,4	11,9
Participation	0,9	3,7	6,1	12,1	15,0	16,1
Conditional share	32,5	33,3	31,2	30,0	29,6	29,1

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Tavola 12
Share, participation e conditional share IBF.
Medie interquartiliche e top 10 - top 5.
Anno di riferimento 2010.
Valori in percentuale.

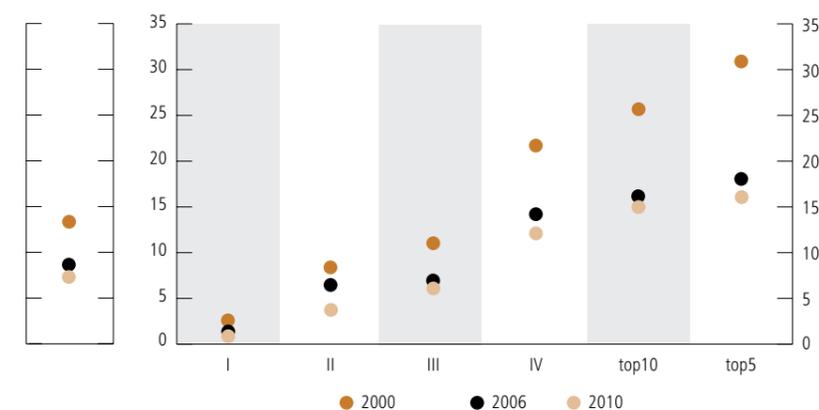
Nelle **Figure 3 e 4** vengono rappresentate le dinamiche della *participation* per quantili di ricchezza, nelle distinte fasi di crescita (1995-2000) e contrazione (2000-2010) del dato di sistema. Nella prima fase si osserva un generale incremento dell'incidenza della scelta di investire in fondi, che tuttavia non altera in maniera significativa la concentrazione della distribuzione della *participation* per livelli di ricchezza. Pur nei limiti di un'indagine campionaria, l'evidenza empirica sembra quindi suggerire che il fenomeno di "democratizzazione" dei fondi, cui si è fatto cenno in precedenza, è stato con ogni probabilità il risultato indiretto di un forte incremento della diffusione del prodotto tra le classi più abbienti, ma non ha assunto dimensioni tali da modificare nel senso di una maggiore uniformità la distribuzione della *participation* per livelli di ricchezza.

Nella fase di contrazione si assiste alla sostanziale uscita dal mercato dei fondi delle famiglie appartenenti al primo quartile e a un pronunciato calo di *participation* che accomuna tutti gli altri quartili.



Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Figura 3
Participation per livelli di ricchezza. 1995 e 2000 a confronto. Media generale a sx e medie interquartiliche e top 10 - top 5 a dx. Valori in percentuale.



Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Figura 4
Participation per livelli di ricchezza. 2000, 2006 e 2010 a confronto. Media generale a sx e medie interquartiliche e top 10 - top 5 a dx. Valori in percentuale.

La combinazione di questo dato con l'osservazione della dinamica della *conditional share* consente di specificare meglio quanto affermato in precedenza, circa il ruolo ricoperto dalle famiglie più abbienti nella riduzione della *share* di sistema, cui si è assistito a partire dal 2000 e in particolare nel periodo 2006-2008. Negli ultimi dieci anni questi risparmiatori hanno ridotto la loro *share* a tassi più elevati rispetto alle famiglie meno facoltose, principalmente in conseguenza dell'uscita di molti di loro dal mercato (nel quartile più elevato la *participation* scende dal 22% del 2000 al 14% del 2006, per poi chiudere a 12% nel 2010) e, in minor misura, a causa della riduzione della quota del proprio patrimonio investita in fondi (nel medesimo quartile la *conditional share* scende dal 34% del 2000 al 30% nel 2010).

3.4 Il ruolo dell'età

Il ruolo dell'età nella determinazione della *participation* è stato analizzato attraverso un confronto tra la distribuzione dei sottoscrittori per classi d'età determinata sulla base della BDS e quella della popolazione italiana. La differenza tra le due distribuzioni fornisce una misura relativa di quanto i sottoscrittori sono più o meno rappresentati in ciascuna classe d'età, rispetto al dato medio di *participation* ricavato da IBF (7,3% nel 2010).

I risultati di questo esercizio riferiti all'ultimo anno di rilevazione sono riportati nella **Tavola 13**, nella quale si evidenzia un andamento "a gobba" del profilo di partecipazione al mercato. L'1% circa degli individui con meno di 30 anni investe in fondi, valore che sale al 6,5% (età 30-40 anni) e poi al 10% (40-50 anni), per attestarsi infine sopra l'11% fino agli 80 anni, età oltre la quale il valore tende a ridursi. Per quanto riguarda la ripartizione per sesso, si nota una leggera prevalenza del dato relativo alle donne di età compresa tra i 30 e i 40 anni, tendenza che si inverte nelle età successive.

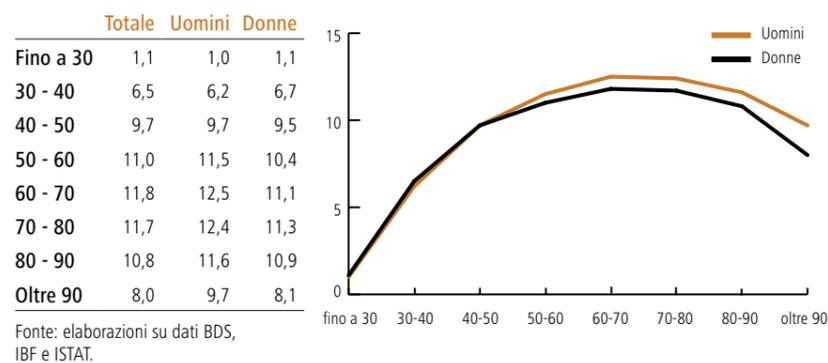


Tavola 13
Participation per classi di età e sesso al 2010. Valori in percentuale. Campione aperto.

La forma a parabola della relazione età-*participation* dei fondi è analoga a quella individuata dalla letteratura in tema di investimenti rischiosi delle famiglie. In quella sede si suggerisce che la parte crescente può essere spiegata dalla presenza di una serie di ostacoli all'ingresso nel mercato da parte dei più giovani: costi fissi d'ingresso, investimento minimo, requisiti informativi (conoscenza/esperienza), limiti alla possibilità di indebitarsi (Guiso e Jappelli, 2002).

Nel caso dei fondi si ritiene che i costi di natura meramente monetaria, come l'investimento minimo o le commissioni d'ingresso, non rappresentino un ostacolo di particolare rilevanza alla *participation*. Infatti, è noto che nella generalità dei fondi tali costi sono in media inferiori a quelli che un investitore *retail* dovrebbe sostenere qualora intendesse acquistare direttamente un portafoglio di titoli avente una composizione e un livello di diversificazione paragonabili.

Il modesto livello di *participation* da parte degli individui più giovani, invece, potrebbe essere spiegato dalla necessità di investire del tempo per acquisire quel minimo livello di competenza e consapevolezza che sembrerebbe associato alla decisione di investire in fondi. Investimento di tempo che potrebbe non essere economicamente conveniente per una fascia di popolazione che per via dell'età non ha ancora accumulato risparmi.

Per quanto attiene alla fascia d'età più avanzata, la teoria del ciclo vitale potrebbe contribuire a spiegare la leggera riduzione della *participation* che si verifica a partire dai 70 anni. Per una parte della popolazione la fase di decumulo, infatti, potrebbe arrivare a interessare l'intero investimento in fondi, determinandone la definitiva uscita dal mercato.

Nella **Figura 5** viene rappresentata la dinamica della distribuzione della *participation* per classi d'età nel corso del periodo che va dal 2002 al 2010, attraverso cinque punti di rilevazione, uno per ciascun anno di sovrapposizione tra i dati BDS e quelli IBF (anni pari). Per tenere conto di eventuali effetti coorte, i sottoscrittori sono stati assegnati a 12 gruppi (coorti) ciascuna di ampiezza pari a 5 anni, sulla base dell'anno di nascita (ad esempio la coorte n.12 è rappresentata dagli individui nati tra il 1978 e il 1982). Applicando la metodologia illustrata in precedenza, sono stati quindi calcolati i livelli di *participation* per ciascuna coorte in corrispondenza dei cinque anni considerati.

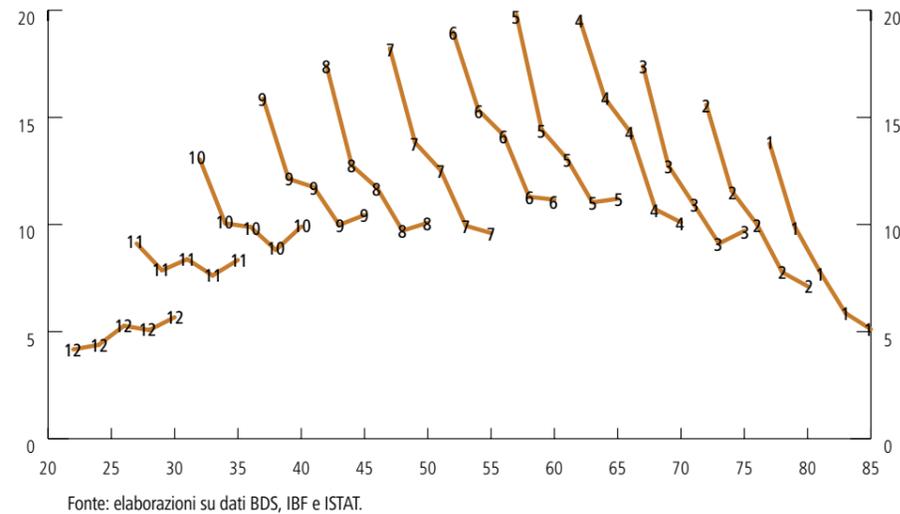


Figura 5
Participation per coorti di 5 anni. Rilevazione negli anni 2002, 2004, 2006, 2008 e 2010. Valori in percentuale.

E' interessante notare che la diminuzione generalizzata della *participation*, che si è verificata fino al 2008, si è espressa attraverso un marcato calo tanto nelle coorti più anziane quanto in quelle centrali. Tuttavia, mentre la riduzione delle prime può essere almeno in parte giustificata sulla base delle considerazioni ispirate all'approccio del ciclo vitale fatte in precedenza (decumulo fino all'esaurimento dell'investimento in fondi), il netto calo di *participation* delle coorti centrali segnala un'importante perdita di investitori nella massima fase di accumulo. Individui che, con ogni probabilità, hanno deciso di indirizzare il proprio risparmio verso altre forme d'investimento.

Per quanto riguarda le coorti più giovani, al di là dei livelli relativamente modesti di cui si è già discusso in precedenza, la buona tenuta del dato di *participation* (che tra il 2008 e il 2010 ha mostrato una leggera ripresa) potrebbe essere spiegata dall'effetto congiunto delle implicazioni della teoria del ciclo vitale (crescita della propensione all'accumulo nelle fasi iniziali della propria vita lavorativa attiva) e del più elevato livello medio di istruzione.

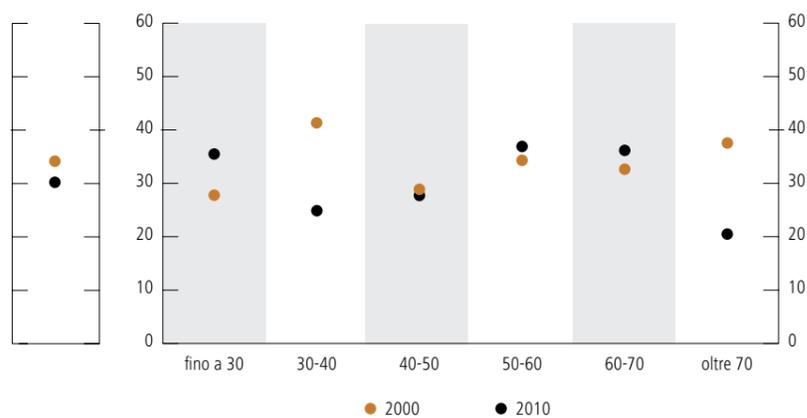
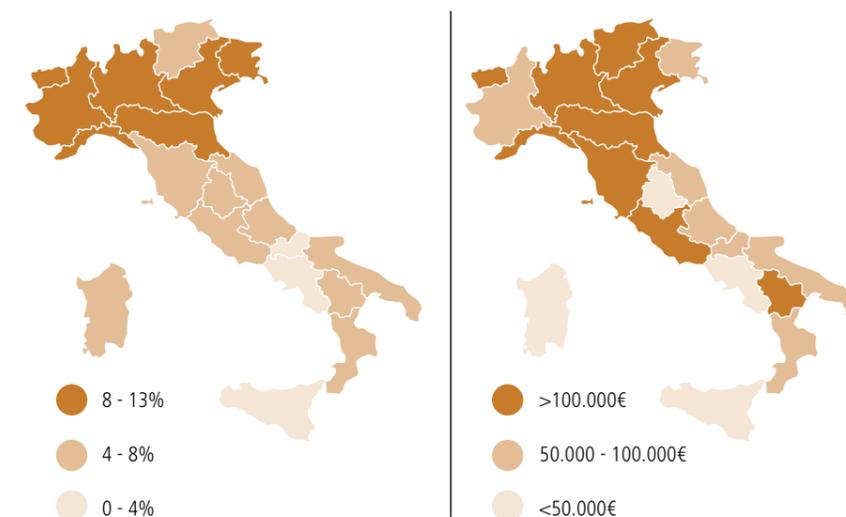


Figura 6
Conditional share IBF dei fondi per classi di età. 2000 e 2010 a confronto. Media generale a sx. Valori in percentuale.

La *conditional share* calcolata sulla base dei dati IBF non mostra variazioni di rilievo al crescere dell'età (**Figura 6**). Anche questo dato empirico è in linea con la letteratura in materia d'investimento in strumenti rischiosi richiamata più sopra. Tra il 2000 e il 2010 la distribuzione della *conditional share* per classi di età esibisce un generale spostamento verso il basso.

La metodologia presentata nella sezione precedente è stata utilizzata per stimare la distribuzione per regioni della *participation*. Il risultato di questo esercizio mostra che l'investimento in fondi è maggiormente diffuso tra la popolazione residente nel Nord del Paese e che la sua popolarità scende a mano a mano che ci si sposta verso Sud (**Figura 7**).



3.5 La distribuzione geografica

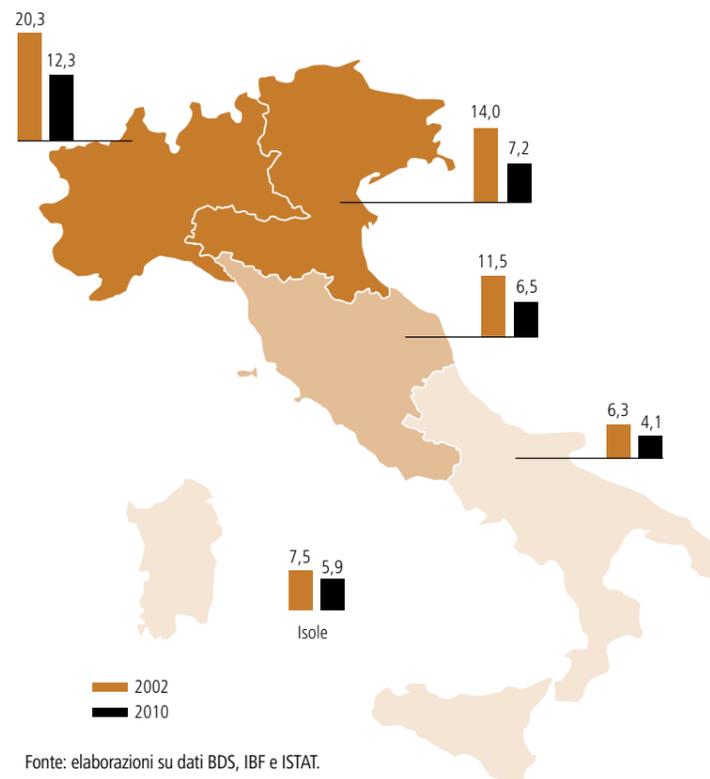
Figura 7
Anno 2010. Livelli di *participation* (a sx) e di ricchezza netta pro-capite (a dx) per regione.

Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

Il confronto con la distribuzione geografica della ricchezza netta pro-capite (dati IBF) suggerisce che la distribuzione della *participation* sul territorio nazionale può essere spiegata, almeno in parte, dalla difformità della ripartizione della ricchezza, che a sua volta, come visto più sopra, è un'importante variabile esplicativa della scelta di investire in fondi.

Per quanto attiene all'evoluzione nel tempo della distribuzione geografica della *participation*, si osserva che la generale diminuzione avvenuta tra il primo e l'ultimo anno della rilevazione ha riguardato tutte le aree geografiche in maniera sostanzialmente uniforme (**Figura 8**).

Figura 8
Confronto per area geografica
tra le *participation* al 2002
e al 2010. Campione ristretto.
Valori in percentuale.



3.6 Analisi multivariata

Nelle sezioni precedenti gli effetti della ricchezza, dell'età e del luogo di residenza sulla *participation* sono stati indagati separatamente. In questa sezione si presentano i risultati di un esercizio econometrico effettuato sui dati IBF, con il quale si è inteso studiare tali effetti secondo un approccio multivariato, in grado di tenere conto in modo opportuno delle relazioni tra le diverse variabili esplicative considerate.

La decisione di entrare nel mercato dei fondi è stata analizzata con un modello di selezione *probit*, in cui la probabilità di detenere almeno un fondo ricopre il ruolo di variabile dipendente. Questo indicatore è stato regredito sulle variabili analizzate in precedenza (ricchezza, età e luogo di residenza) e su altre variabili che catturano alcune caratteristiche socio-economiche degli individui presenti nel campione (sesso, stato civile, numero di figli, livello d'istruzione, condizione professionale).

I risultati presentati nella **Tavola 14** evidenziano che tutti i regressori sono statisticamente significativi, con l'unica eccezione del numero di figli. I segni relativi al primo insieme di variabili sono coerenti con l'evidenza dell'analisi univariata: il possesso di una ricchezza elevata (appartenenza al quartile superiore) e la residenza nel Nord hanno un effetto positivo sulla probabilità di detenere fondi. I coefficienti relativi all'età e al suo quadrato indicano la presenza di un profilo "a gobba".

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-4,0322***	
Ricchezza elevata	0,4326***	4,8319
Età	0,0656***	0,7324
Età ²	-0,5468***	-6,1080
Nord	0,3319***	3,7075
Maschio	0,1513***	3,7075
Sposato	0,1156*	1,2916
Numero figli	-0,0297	-0,3323
Istruzione elevata	0,5948***	6,6438
Dirigente/Quadro	0,2725***	3,0436
Lavoratore autonomo	0,1414**	1,579
% predizioni corrette		63,3

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Tavola 14
Anno 2010. Analisi *probit*
delle determinanti della *participation*.
Il numero di asterischi è riferito
al livello di significatività
del parametro dove tre, due
e un asterisco indicano
rispettivamente significatività
statistica all'1, 5 e 10%.

Gli effetti marginali indicati nell'ultima colonna rappresentano una stima della variazione della probabilità di partecipare al mercato, in conseguenza di un aumento infinitesimo del regressore cui si riferiscono, a parità di altre condizioni (Greene, 2003).

La ricchezza e il possesso di un livello d'istruzione elevato (laurea) hanno un impatto elevato sull'innalzamento del livello di *participation* (+4,8% e +6,6% rispettivamente).

Tra gli altri regressori presi in considerazione la residenza al Nord e lo svolgimento di un lavoro autonomo o in posizione di responsabilità hanno un buon potere esplicativo della *participation* (segno positivo ed effetto marginale compreso tra l'1,5% e il 4% circa). Dal momento che la ricchezza è già presente tra i regressori, tale risultato implica che la relazione tra le variabili indicate e la decisione di investire in fondi possiede una componente autonoma e distinta da quella che agisce per via indiretta (istruzione e professionalità elevate spiegano una ricchezza elevata, la quale a sua volta spiega la *participation*).

Ricoprire incarichi di responsabilità nell'ambito di un rapporto di lavoro subordinato (dirigente o quadro) ha un effetto sulla probabilità di investire in fondi doppio rispetto a quello dell'esercizio di un'attività autonoma. Tale differenza di magnitudine potrebbe essere motivata dal fatto che chi si trova nella seconda condizione è esposto a un rischio di variabilità del rendimento del proprio capitale umano (*c.d. background risk*) più elevato rispetto a chi svolge un lavoro dipendente. Ciò determinerebbe una riduzione della propensione a investire in strumenti rischiosi, in questo caso in fondi (Heaton e Lucas, 2000).

4

LE SCELTE ALLOCATIVE

Nella presente sezione il problema della scelta di come distribuire l'investimento in fondi tra i diversi prodotti disponibili sul mercato viene studiato attraverso una serie di analisi dei dati presenti nella BDS, con l'obiettivo di individuare quali variabili spiegano la scelta d'investire in fondi appartenenti a una determinata macrocategoria (**Sezioni 4.1 e 4.2**), le determinanti della scelta d'investire in un solo fondo piuttosto che in un portafoglio composto da due o più fondi (**Sezione 4.3**), e infine le diverse soluzioni in termini di *asset allocation* intorno alle quali tendono a raggrupparsi le scelte di chi investe in un mix di fondi (**Sezione 4.4**).

Nella **Tavola 15** vengono presentate le stime di un modello *probit* su dati 2010, in cui la variabile dipendente è la probabilità che il sottoscrittore possieda (almeno) un fondo azionario e le variabili esplicative sono il patrimonio complessivamente investito, una *dummy* che indica la sottoscrizione tramite un promotore finanziario, un'altra che segnala se questa è avvenuta nel contesto di un piano di accumulo (PAC), una *proxy* della familiarità con il prodotto fondo (numero di anni trascorsi dal primo investimento), l'età e il sesso del sottoscrittore, e infine la sua residenza in una delle regioni del Nord. Tutti i regressori risultano statisticamente significativi.

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,7825***	
PatInv/1000	0,0013***	0,0438
Promotore	0,3194***	10,7859
Pac	0,3132***	10,5782
FamFondo	0,0482***	1,6275
Età	-0,0063***	-0,2121
Uomo	0,1949***	6,5819
Nord	0,0342***	1,1544
% predizioni corrette		53,6

Fonte: BDS.

Tra i sottoscrittori che si affidano alle reti di promotori finanziari risulta più elevata la probabilità di possedere almeno un fondo azionario (+10%). Tale evidenza empirica fornisce supporto all'interpretazione secondo la quale il livello di consulenza e la qualità del rapporto con il cliente, che le reti sono in grado di assicurare, consentono la creazione delle opportune premesse alla base della scelta (anche) di prodotti rischiosi.

La sottoscrizione di piani di accumulo ha un effetto altrettanto importante (+10%). Ciò conferma la diffusione della prassi che vede la proposta di

4.1 L'investimento in un fondo azionario

Tavola 15
Anno 2010. Analisi *probit* delle determinanti della *participation* in fondi azionari. Il numero di asterischi è riferito al livello di significatività del parametro, dove tre, due e un asterisco indicano rispettivamente una significatività statistica all'1, 5 e 10%.

piani di accumulo associata all'investimento in prodotti caratterizzati da un rischio medio/alto: il 50% di coloro che sottoscrivono un PAC lo fanno in relazione a un fondo azionario o flessibile (cfr. Tavola B3 in Appendice II).

La familiarità con i fondi, il sesso maschile e la residenza al Nord aumentano la probabilità di detenere un prodotto azionario, per valori compresi tra l'1% e il 6%. Per contro, l'importo investito e l'età non esercitano effetti di particolare rilievo su tale scelta.

Il modello della sezione precedente è stato applicato anche allo studio della probabilità che il sottoscrittore possieda (almeno) un fondo di liquidità o un fondo obbligazionario (Tavola 16).

Variabili	Liquidità		Obbligazionari	
	Coefficiente	Effetto marginale	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,5416***		-0,2805***	
PatInv/1000	0,0007***	0,0198	0,0024***	0,0947
Promotore	-0,4464***	-12,5797	-0,1252***	-4,9424
Pac	-0,4527***	-12,7593	-0,3072***	-12,1309
FamFondo	-0,0065***	-0,1843	-0,0003***	-0,0107
Età	-0,0007***	-0,0203	0,0027***	0,1086
Uomo	-0,0309***	-0,8713	-0,1152***	-4,5479
Nord	-0,0876***	-2,4697	0,0932***	3,6808
% predizioni corrette	39,5		49,5	

Fonte: BDS.

L'affidamento alla consulenza di un promotore rende meno probabile la detenzione di un fondo di liquidità (-12%). Questo risultato è speculare rispetto a quello ottenuto in relazione al possesso di un prodotto azionario, e contribuisce a rafforzare l'interpretazione secondo la quale alla base della decisione di acquistare prodotti rischiosi ci sia, in media, un adeguato livello di consulenza.

Anche il risultato relativo al PAC è speculare a quello ottenuto più sopra, a conferma dello scarso ricorso a questa modalità di sottoscrizione nell'ambito dei fondi di liquidità. Analogamente a quanto rilevato nella sezione precedente, patrimonio investito ed età non sembrano avere particolari effetti sulla probabilità di detenere prodotti obbligazionari.

Per quanto riguarda i fondi obbligazionari è degno di nota il robusto effetto negativo associato all'investitore di sesso maschile (-4,5%). Inoltre, anche in questo caso si registra un dato negativo in relazione alla presenza di un promotore o del piano di accumulo.

4.2 L'investimento in un fondo di liquidità o obbligazionario

Tavola 16
Anno 2010. Analisi *probit* delle determinanti della *participation* in fondi di liquidità e obbligazionari. Il numero di asterischi è riferito al livello di significatività del parametro, dove tre, due e un asterisco indicano rispettivamente una significatività statistica all'1, 5 e 10%.

Alla fine del 2010 circa un terzo del totale dei sottoscrittori censiti nella BDS, pari a poco meno di 2 milioni di individui, ripartiva il proprio investimento tra due o più fondi (portafoglio di fondi). La possibilità che le variabili esplicative considerate nelle sezioni precedenti possano influire anche su tale decisione è stata indagata attraverso un modello *probit*, le cui stime vengono presentate nella Tavola 17.

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,9147***	
PatInv/1000	0,0057***	0,2070
Promotore	0,3391***	12,3011
FamFondo	0,0376***	1,3647
Età	-0,0025***	-0,0910
Uomo	0,0567***	2,0554
Nord	0,2357***	8,5504
% predizioni corrette	54,1	

Fonte: BDS.

L'effetto marginale di maggior entità (+12%) è associato alla variabile *dummy* che segnala la sottoscrizione tramite un promotore finanziario. Ciò indica che la consulenza delle reti tende a esprimersi, in media, attraverso l'implementazione di portafogli di fondi con una frequenza superiore rispetto al canale bancario.

Sia pure in misura minore, anche la residenza nel Nord, il sesso maschile e una certa esperienza del prodotto aumentano la probabilità di investire in due o più fondi. Per contro il debole effetto negativo dell'età potrebbe essere indicativo di una "semplificazione" del portafoglio, in conseguenza del raggiungimento della fase di decumulo prevista dalla teoria del ciclo vitale. Sotto questo profilo tale effetto è analogo (e andrebbe sommato) a quello di riduzione della *participation* rilevato più sopra (Sezione 3.4).

L'*asset allocation* dei portafogli di fondi in essere alla fine del 2010 è stata analizzata restringendo il campo ai soli portafogli contenenti prodotti di almeno due diverse macrocategorie¹¹, e applicando ai relativi pesi un algoritmo di *clustering* di tipo *k-means* (MacQueen, 1967).

Il numero dei *cluster* (6) è stato scelto sulla base di una valutazione della significatività dei risultati generati da soluzioni alternative (da 7 fino a 10

¹¹ Si tratta dei portafogli di 1,4 milioni di sottoscrittori circa, pari al 71% di coloro che possiedono due o più fondi.

4.3 L'investimento in due o più fondi

Tavola 17
Anno 2010. Analisi *probit* delle determinanti della *participation* in due o più fondi. Il numero di asterischi è riferito al livello di significatività del parametro, dove tre, due e un asterisco indicano rispettivamente una significatività statistica all'1, 5 e 10%.

4.4 L'asset allocation dei portafogli di fondi

gruppi), e tenendo conto dell'opportunità di fornire un'agevole rappresentazione del fenomeno indagato.

Con tale metodologia statistica è stato possibile identificare un insieme di portafogli rappresentativi (centroidi), negli intorno dei quali possono essere raggruppate le scelte effettuate dai diversi sottoscrittori sulla base di un criterio di similarità (minimizzazione della distanza euclidea tra i pesi dei relativi portafogli). I risultati di questo esercizio sono rappresentati nella **Tavola 18**.

Tavola 18
Anno 2010. Cluster analysis delle scelte di asset allocation. Per ciascun cluster è riportato il numero di portafogli e la ripartizione per macrocategoria del centroide.

	%	# ptf.	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Liquidità	Flessibili
I	26,8	386.416	5,5	5,8	75,8	4,9	8,0
II	26,8	257.843	9,5	2,4	16,4	3,7	68,0
III	16,0	231.306	74,1	5,5	6,1	3,8	10,5
IV	14,3	205.750	7,8	2,6	15,0	68,3	6,2
V	12,7	183.613	42,2	3,7	49,6	1,4	3,1
VI	12,3	178.021	16,0	61,0	16,5	2,1	4,3

Fonte: BDS.

L'insieme di portafogli "similari" più diffuso (*cluster I*, 27% dei casi) si colloca nell'intorno di un centroide caratterizzato da una chiara dominanza della componente obbligazionaria (>75%). I successivi tre *cluster* in ordine di numerosità sono dominati, rispettivamente, dalle macrocategorie flessibile, azionaria e di liquidità. Il *cluster V* è contraddistinto da una composizione mista (40% azionario e 50% obbligazionario, il resto nelle altre categorie) ed è rappresentativo del 13% dei portafogli.

5

CONCLUSIONI

Caratteristiche
dei sottoscrittori

Nel periodo 2002-2010 il profilo anagrafico dei sottoscrittori di fondi comuni è stato caratterizzato dalla tendenza a un lento riequilibrio tra i sessi (oggi le donne rappresentano il 43% dei sottoscrittori), cui si è accompagnato un generale invecchiamento a un tasso superiore rispetto a quello della popolazione italiana, indicativo di un insufficiente ricambio generazionale (l'età media è passata da 51 a 55 anni).

La ripartizione per area geografica di residenza risulta sostanzialmente stabile nel tempo: il 60% circa dei sottoscrittori è residente nelle regioni del Nord e detiene un'analogia percentuale della ricchezza complessivamente investita in fondi.

La distribuzione del patrimonio tra i sottoscrittori di fondi mostra un'elevata concentrazione, simile a quella della ricchezza totale delle famiglie italiane: il primo 10% di individui per importo investito detiene più della metà del patrimonio complessivo, e l'investimento medio (24.400€) è quasi due volte e mezzo il valore mediano (10.000€). Al crescere dell'età i sottoscrittori si concentrano maggiormente nei decili di patrimonio più elevato: due terzi degli ultra sessantacinquenni investono importi superiori alla mediana.

L'investimento in un'unica soluzione risulta la modalità di sottoscrizione prevalente (72% dei sottoscrittori nel 2010). Il tempo medio di detenzione di un fondo si colloca intorno ai 3 anni, e non si evidenziano grosse differenze tra le diverse macrocategorie; solo il 15% dei fondi viene detenuto per periodi superiori ai 6 anni.

La quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane investita in fondi comuni italiani (*share*) è cresciuta a tassi particolarmente elevati durante il periodo 1995-1999, fino a toccare il massimo storico (16% circa); successivamente è entrata in una fase di prolungato calo, che si è fatto via via più accentuato e che l'ha portata a raggiungere valori vicini al 4% tra il 2008 e il 2010.

La dinamica della *share* è risultata essere principalmente determinata dalla variazione della quota di popolazione che possiede fondi (*participation*), e solo in via secondaria da modifiche della relativa *conditional share* (*share* calcolata sui soli sottoscrittori). In particolare, nella fase espansiva del mercato il contributo della *participation* alla variazione della *share* è stato pari a +10%, contro il +1,5% della *conditional share*; un andamento speculare ha caratterizzato la fase recessiva (-7% contro -1,8%).

Struttura
e dinamica
della domanda

La relazione tra *participation* e ricchezza è crescente. Tale risultato è analogo a quello riscontrato nell'ambito della letteratura sulla scelta di investire in strumenti rischiosi, e fornisce un supporto alla tesi secondo la quale i fondi tendono a essere associati a un certo livello di risparmio. Esso consente inoltre di ipotizzare che la riduzione di *share* verificatasi a partire dal 2000 - e soprattutto nel periodo 2006-2008 - sia principalmente da attribuire alle famiglie più abbienti, in particolare a quelle che hanno scelto di uscire completamente dal mercato dei fondi (significativa riduzione della *participation*), e in misura minore a quelle che hanno disinvestito solo parzialmente (effetti relativamente modesti della contrazione della *conditional share*).

La relazione tra *participation* ed età mostra un caratteristico andamento "a gobba". Sotto il profilo dinamico, l'analisi per coorti ha messo in evidenza che la generale diminuzione della *participation*, verificatasi fino al 2008, risulta concentrata in particolare sulle coorti più anziane e su quelle centrali. Tuttavia, mentre la riduzione delle prime può essere spiegata dalla teoria del ciclo vitale, il netto calo di *participation* delle coorti centrali segnala un'importante e anomala perdita di investitori nella massima fase di accumulo. Tra il 2008 e il 2010 una leggera ripresa della *participation* ha interessato in particolar modo le coorti più giovani, cioè quelle dotate di minori volumi di risparmio cumulato.

L'analisi multivariata ha evidenziato che la *participation* è positivamente influenzata anche da altri fattori quali un livello d'istruzione elevato, lo svolgimento di un lavoro autonomo o in posizione di responsabilità, la residenza nel Nord del Paese. Per quanto attiene alle variabili professionali, ricoprire incarichi di responsabilità nell'ambito di un rapporto di lavoro subordinato (dirigente o quadro) ha un effetto sulla probabilità di investire in fondi doppio rispetto a quello dell'esercizio di un'attività autonoma; ciò potrebbe essere motivato dal fatto che chi si trova nella seconda condizione è esposto a un *background risk* più elevato rispetto a chi svolge un lavoro dipendente.

Tra i sottoscrittori che si affidano alle reti di promotori finanziari risulta nettamente più elevata la probabilità di possedere almeno un fondo azionario (+10% rispetto ai risparmiatori che si rivolgono agli sportelli bancari). Tale evidenza empirica fornisce supporto all'interpretazione secondo la quale il livello di consulenza e la qualità del rapporto con il cliente, che le reti sono in grado di assicurare, consentono la creazione delle opportune premesse alla base della scelta (anche) di prodotti rischiosi. Per contro, l'affidamento alla

consulenza di un promotore finanziario rende meno probabile la detenzione di un fondo di liquidità.

Alla fine del 2010 circa un terzo dei sottoscrittori ripartiva il proprio investimento tra due o più fondi (portafoglio di fondi). La consulenza delle reti tende a esprimersi, in media, attraverso l'implementazione di portafogli di fondi con una frequenza superiore rispetto al canale bancario. Sia pure in misura minore, anche la residenza nel Nord, il sesso maschile e una certa esperienza del prodotto aumentano la probabilità di investire in due o più fondi. Per contro, il debole effetto negativo dell'età potrebbe essere indicativo di una "semplificazione" del portafoglio, in conseguenza del raggiungimento della fase di decumulo prevista dalla teoria del ciclo vitale.

L'analisi *cluster* dell'*asset allocation* dei portafogli di fondi rivela che il raggruppamento più rappresentativo (27%) si colloca nell'intorno di un centroide caratterizzato da una chiara dominanza della componente obbligazionaria (>75%). I successivi tre *cluster* in ordine di numerosità sono dominati, rispettivamente, dalle macrocategorie flessibile, azionaria e di liquidità. Il *cluster* a composizione mista azioni-obbligazioni è rappresentativo del 13% dei portafogli.

Le scelte allocative

APPENDICE I

L'INDAGINE DELLA BANCA D'ITALIA SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE E I CONTI FINANZIARI

Fin dagli anni '60 la Banca d'Italia conduce regolarmente un'indagine *campionaria* avente l'obiettivo di fornire un quadro approfondito della situazione economica e della ricchezza delle famiglie italiane, nonché delle relazioni tra le caratteristiche economiche e quelle socio-demografiche dei nuclei e della loro evoluzione nel tempo. A partire dal 1998 l'indagine è stata svolta con cadenza biennale e ha interessato un campione di circa 8.000 famiglie, per un totale di 24.000 individui residenti in circa 300 comuni italiani¹².

Se si circoscrive l'ambito d'interesse all'ammontare e alla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie, indicatori aggregati a livello nazionale sono disponibili nei Conti Finanziari (CF) compilati a cura della Banca d'Italia.

Dal momento che per alcune analisi contenute nel presente lavoro ci si è avvalsi di informazioni provenienti da entrambe le fonti, al fine di assicurare la massima confrontabilità tra le basi dati si è ritenuto opportuno intervenire sulle seguenti variabili di IBF¹³:

- biglietti e monete;
- TFR, assicurazioni e fondi pensione;
- gestioni patrimoniali;
- prestiti alle cooperative.

La somma di biglietti e monete (contante) detenuta da ciascuna famiglia non è direttamente confrontabile con l'ammontare totale indicato nei CF, pertanto ad ogni unità campionaria è stata assegnata una quota media di contante in modo che il rapporto tra la somma di tutte le quote e il totale degli strumenti finanziari IBF rispecchi la proporzione ricavabile dai CF.

Lo stesso approccio è stato seguito per stimare l'ammontare totale investito in prodotti assicurativi vita e fondi pensione (incluso il TFR), ripartito successivamente tra le famiglie che hanno dichiarato nel questionario IBF di possedere tali strumenti.

¹² Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF); si veda (Banca d'Italia, 2012). Disponibile su <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait>.

¹³ Per un raffronto dettagliato tra IBF e i CF si veda (Bonci, Marchese e Neri, 2005) e (Banca d'Italia, 2012).

Le gestioni patrimoniali, disponibili come aggregato separato, sono state attribuite agli strumenti oggetto d'investimento in base alle statistiche di portafoglio messe a disposizione dalla Banca d'Italia¹⁴.

Infine, i prestiti alle cooperative sono stati esclusi dagli strumenti detenuti dalle famiglie in quanto non presenti nei CF.

14 Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*, XXII (3), Tavola TDEE0300.

APPENDICE II

ULTERIORI TAVOLE STATISTICHE

In questa appendice sono riportate, per l'anno 2010, ulteriori statistiche bivariate riguardanti la distribuzione del patrimonio detenuto e del numero di sottoscrittori per sesso, fascia d'età, macrocategoria, area geografica di residenza, numero di fondi detenuti e modalità di sottoscrizione (SET I), professione e titolo di studio (SET II). Le statistiche riferite al SET II sono limitate a due sole società di gestione, e dal momento che entrambe queste società distribuiscono quasi esclusivamente tramite rete di promotori, la tavola che incrocia il SET II con il canale di vendita è stata omessa per scarsa significatività.

In ogni tavola una data caratteristica anagrafica (intestazione di colonna) viene incrociata con quelle rimanenti del set di riferimento a formare dei raggruppamenti (intestazioni di riga). In particolare, le tavole con la distribuzione del patrimonio riportano gli importi in milioni di euro (colonna "Pat"), la quota del raggruppamento sul totale (colonna "%") e la quota percentuale della caratteristica sul totale per raggruppamento (le altre colonne). Nelle tavole con la distribuzione per numero di sottoscrittori, invece, sono riportati il numero di sottoscrittori in migliaia (colonna "# Sott"), la quota del raggruppamento sul totale (colonna "%") e la quota percentuale della caratteristica sul totale per raggruppamento (le altre colonne).

Nelle tavole riportanti le distribuzioni per numero di sottoscrittori l'appartenenza a una determinata macrocategoria è definita in base a una soglia di prevalenza. Una macrocategoria è definita prevalente se almeno il 70% del portafoglio è investito in essa; qualora tale soglia non venga raggiunta, il sottoscrittore viene assegnato al raggruppamento "Nessuna".

Tutte le statistiche sono estratte dalla Banca Dati dei Sottoscrittori (BDS) e si riferiscono alla situazione a fine 2010.

**Elenco delle
tavole statistiche
sul patrimonio**

Tavola	A1	Sesso - SET I	»	B8	Sesso - SET II
»	A2	Età - SET I	»	B9	Età - SET II
»	A3	Macrocategoria - SET I	»	B10	Macrocategoria - SET II
»	A4	Area geografica - SET I	»	B11	Area geografica - SET II
»	A5	Numero di fondi - SET I	»	B12	Numero di fondi - SET II
»	A6	Modalità di sottoscrizione - SET I	»	B13	Modalità di sottoscrizione - SET II
»	A7	Canale di vendita - SET I			
»	A8	Sesso - SET II			
»	A9	Età - SET II			
»	A10	Macrocategoria - SET II			
»	A11	Area geografica - SET II			
»	A12	Numero di fondi - SET II			
»	A13	Modalità di sottoscrizione - SET II			

**Elenco delle tavole
statistiche sul numero
di sottoscrittori**

Tavola	B1	Sesso - SET I
»	B2	Età - SET I
»	B3	Macrocategoria - SET I
»	B4	Area geografica - SET I
»	B5	Numero di fondi - SET I
»	B6	Modalità di sottoscrizione - SET I
»	B7	Canale di vendita - SET I

A1 - Sesso SET I

	Pat.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE PAT	172.107	100	58,9	41,1
Età				
< 26	1.117	0,6	57,6	42,4
26 - 35	6.623	3,8	56,9	43,1
36 - 45	21.957	12,8	59,0	41,0
46 - 55	33.692	19,6	61,8	38,2
56 - 65	38.167	22,2	62,4	37,6
66 - 75	35.898	20,9	60,7	39,3
> 75	34.652	20,1	50,6	49,4
Macrocategoria				
Azionari	27.856	16,2	68,3	31,7
Bilanciati	13.316	7,7	61,4	38,6
Flessibili	28.758	16,7	58,8	41,2
Obbligaz.	70.537	41,0	55,5	44,5
Liquidità	31.641	18,4	56,9	43,1
Area geografica				
Nord-Ovest	75.440	43,8	57,4	42,6
Nord-Est	38.697	22,5	59,4	40,6
Centro	28.167	16,4	59,9	40,1
Sud	8.738	5,1	59,1	40,9
Isole	21.065	12,2	61,6	38,4
Numero fondi				
1	74.566	43,3	56,2	43,8
2	33.059	19,2	57,8	42,2
3	19.421	11,3	59,9	40,1
4 - 6	27.388	15,9	62,9	37,1
7 - 10	11.639	6,8	64,3	35,7
Oltre 10	6.034	3,5	65,4	34,6
Modalità di sottoscrizione				
Pic	143.750	83,5	57,9	42,1
Pac	8.719	5,1	64,6	35,4
Pic/Pac	19.638	11,4	63,2	36,8
Canale di vendita				
Rete promotori	36.115	21,0	63,8	36,2
Banca	135.992	79,0	57,5	42,5

A2 - Età SET I

	Pat.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE PAT	172.107	100	0,6	3,8	12,8	19,6	22,2	20,9	20,1
Sesso									
Uomo	101.305	58,9	0,6	3,7	12,8	20,5	23,5	21,5	17,3
Donna	70.802	41,1	0,7	4,0	12,7	18,2	20,3	19,9	24,2
Macrocategoria									
Azionari	27.856	16,2	0,5	4,0	15,1	22,9	23,7	20,2	13,6
Bilanciati	13.316	7,7	0,5	3,2	11,6	20,0	22,9	22,1	19,7
Flessibili	28.758	16,7	0,7	3,9	12,4	19,3	22,2	21,2	20,3
Obbligaz.	70.537	41,0	0,6	3,5	11,7	18,5	21,6	21,3	22,8
Liquidità	31.641	18,4	0,8	4,7	13,9	19,2	21,8	19,6	19,9
Area geografica									
Nord-Ovest	75.440	43,8	0,6	3,4	11,5	18,1	21,7	21,9	22,8
Nord-Est	38.697	22,5	0,7	4,0	13,2	19,7	22,0	20,7	19,7
Centro	28.167	16,4	0,6	3,7	13,0	20,2	22,5	21,2	18,8
Sud	8.738	5,1	0,8	5,1	15,8	23,1	23,2	17,4	14,5
Isole	21.065	12,2	0,7	4,4	13,4	21,3	23,8	19,3	17,1
Numero fondi									
1	74.566	43,3	0,9	4,5	12,9	18,7	21,7	20,3	20,9
2	33.059	19,2	0,6	3,9	12,7	19,3	21,8	20,8	21,0
3	19.421	11,3	0,5	3,6	12,8	20,0	22,1	21,0	20,1
4 - 6	27.388	15,9	0,4	2,9	12,6	20,7	23,2	21,5	18,6
7 - 10	11.639	6,8	0,4	2,5	12,3	21,2	23,2	22,2	18,1
Oltre 10	6.034	3,5	0,4	2,6	12,4	22,0	24,2	21,7	16,7
Modalità di sottoscrizione									
Pic	143.750	83,5	0,5	3,1	11,5	18,7	22,4	21,8	22,0
Pac	8.719	5,1	2,2	11,2	22,6	24,2	19,3	13,3	7,3
Pic/Pac	19.638	11,4	0,7	6,0	17,9	23,8	22,1	17,7	11,9
Canale di vendita									
Rete promotori	36.115	21,0	0,6	4,2	14,2	21,3	23,2	20,7	15,9
Banca	135.992	79,0	0,6	3,8	12,4	19,1	21,9	20,9	21,3

A3 - Macrocategoria SET I

	Pat.	%	Macrocategoria				
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità
TOTALE PAT	172.107	100	16,2	7,7	16,7	41,0	18,4
Sesso							
Uomo	101.305	58,9	18,8	8,1	16,7	38,7	17,8
Donna	70.802	41,1	12,5	7,3	16,7	44,3	19,3
Età							
< 26	1.117	0,6	12,7	6,3	17,1	40,9	22,9
26 - 35	6.623	3,8	16,7	6,4	17,0	37,3	22,6
36 - 45	21.957	12,8	19,1	7,0	16,3	37,5	20,1
46 - 55	33.692	19,6	19,0	7,9	16,4	38,6	18,1
56 - 65	38.167	22,2	17,3	8,0	16,7	40,0	18,1
66 - 75	35.898	20,9	15,7	8,2	17,0	41,8	17,3
> 75	34.652	20,1	11,0	7,6	16,9	46,4	18,2
Area geografica							
Nord-Ovest	75.440	43,8	16,8	9,4	14,8	41,9	17,1
Nord-Est	38.697	22,5	16,9	6,8	20,8	40,9	14,6
Centro	28.167	16,4	18,4	7,4	16,9	38,9	18,5
Sud	8.738	5,1	11,2	5,1	15,8	39,6	28,3
Isole	21.065	12,2	12,2	5,1	16,9	43,0	22,7
Numero fondi							
1	74.566	43,3	7,2	4,3	16,5	43,7	28,4
2	33.059	19,2	14,1	7,7	19,5	42,5	16,1
3	19.421	11,3	21,9	10,2	18,2	38,4	11,3
4 - 6	27.388	15,9	28,7	11,7	15,9	35,5	8,2
7 - 10	11.639	6,8	31,7	13,4	13,0	36,9	4,9
Oltre 10	6.034	3,5	33,6	14,1	9,8	40,4	2,1
Modalità di sottoscrizione							
Pic	143.750	83,5	13,3	7,4	16,5	42,8	19,9
Pac	8.719	5,1	37,7	11,4	14,9	26,3	9,7
Pic/Pac	19.638	11,4	27,8	8,3	18,7	34,3	10,9
Canale di vendita							
Rete promotori	36.115	21,0	25,8	14,1	22,0	31,8	6,3
Banca	135.992	79,0	13,6	6,0	15,3	43,4	21,6

A4 - Area geografica SET I

	Pat.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE PAT	172.107	100	43,8	22,5	16,4	12,2	5,1
Sesso							
Uomo	101.305	58,9	42,7	22,7	16,7	12,8	5,1
Donna	70.802	41,1	45,4	22,2	16,0	11,4	5,0
Età							
< 26	1.117	0,6	40,9	23,8	15,0	14,7	5,6
26 - 35	6.623	3,8	38,5	23,6	15,8	16,3	5,8
36 - 45	21.957	12,8	39,6	23,2	16,7	15,2	5,3
46 - 55	33.692	19,6	40,5	22,7	16,9	14,5	5,5
56 - 65	38.167	22,2	42,9	22,3	16,6	12,8	5,4
66 - 75	35.898	20,9	46,1	22,3	16,7	10,2	4,7
> 75	34.652	20,1	49,6	22,0	15,3	8,8	4,3
Macrocategoria							
Azionari	27.856	16,2	45,6	23,5	18,6	8,5	3,8
Bilanciati	13.316	7,7	53,2	19,8	15,7	8,0	3,4
Flessibili	28.758	16,7	38,8	27,9	16,5	11,6	5,1
Obbligaz.	70.537	41,0	44,8	22,5	15,5	11,8	5,3
Liquidità	31.641	18,4	40,7	17,8	16,4	18,8	6,3
Numero fondi							
1	74.566	43,3	38,2	21,3	17,3	16,4	6,8
2	33.059	19,2	46,2	22,4	15,4	11,2	4,7
3	19.421	11,3	48,8	23,5	14,8	9,0	3,9
4 - 6	27.388	15,9	49,6	24,0	15,4	7,9	3,2
7 - 10	11.639	6,8	49,4	23,7	16,9	7,0	2,9
Oltre 10	6.034	3,5	47,3	24,6	19,0	6,3	2,9
Modalità di sottoscrizione							
Pic	143.750	83,5	44,0	21,7	16,1	13,0	5,3
Pac	8.719	5,1	43,0	23,9	19,3	9,2	4,6
Pic/Pac	19.638	11,4	43,3	27,8	16,7	8,4	3,9
Canale di vendita							
Rete promotori	36.115	21,0	37,1	22,5	24,4	10,4	5,6
Banca	135.992	79,0	45,6	22,5	14,2	12,7	4,9

A5 - Numero fondi SET I

	Pat.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
TOTALE PAT	172.107	100	43,3	19,2	11,3	15,9	6,8	3,5
Sesso								
Uomo	101.305	58,9	41,4	18,9	11,5	17,0	7,4	3,9
Donna	70.802	41,1	46,1	19,7	11,0	14,3	5,9	3,0
Età								
< 26	1.117	0,6	59,1	17,3	8,2	9,2	4,2	2,1
26 - 35	6.623	3,8	51,2	19,3	10,5	12,2	4,5	2,4
36 - 45	21.957	12,8	43,9	19,2	11,3	15,7	6,5	3,4
46 - 55	33.692	19,6	41,5	18,9	11,5	16,8	7,3	3,9
56 - 65	38.167	22,2	42,3	18,9	11,3	16,6	7,1	3,8
66 - 75	35.898	20,9	42,2	19,1	11,4	16,4	7,2	3,6
> 75	34.652	20,1	45,0	20,0	11,2	14,7	6,1	2,9
Area geografica								
Nord-Ovest	75.440	43,8	37,8	20,2	12,6	18,0	7,6	3,8
Nord-Est	38.697	22,5	41,0	19,2	11,8	17,0	7,1	3,8
Centro	28.167	16,4	45,7	18,1	10,2	14,9	7,0	4,1
Sud	8.738	5,1	58,2	17,6	8,3	10,2	3,9	1,8
Isole	21.065	12,2	57,6	17,9	8,6	10,0	3,9	2,0
Macrocategoria								
Azionari	27.856	16,2	19,2	16,8	15,3	28,2	13,3	7,3
Bilanciati	13.316	7,7	23,9	19,2	14,8	24,0	11,7	6,4
Flessibili	28.758	16,7	42,8	22,4	12,3	15,2	5,3	2,1
Obbligaz.	70.537	41,0	46,2	19,9	10,6	13,8	6,1	3,5
Liquidità	31.641	18,4	66,9	16,8	6,9	7,1	1,8	0,4
Modalità di sottoscrizione								
Pic	143.750	83,5	48,2	19,3	10,6	14,1	5,4	2,4
Pac	8.719	5,1	46,4	12,8	8,3	12,0	9,4	11,2
Pic/Pac	19.638	11,4	6,1	21,2	17,4	31,1	15,6	8,5
Canale di vendita								
Rete promotori	36.115	21,0	29,9	13,5	9,9	19,5	14,2	13,1
Banca	135.992	79,0	46,9	20,7	11,7	15,0	4,8	1,0

A6 - Modalità di sottoscrizione SET I

	Pat.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE PAT	172.107	100	83,5	5,1	11,4
Sesso					
Uomo	101.305	58,9	82,2	5,6	12,2
Donna	70.802	41,1	85,4	4,4	10,2
Età					
< 26	1.117	0,6	70,1	17,5	12,5
26 - 35	6.623	3,8	67,6	14,7	17,7
36 - 45	21.957	12,8	75,0	9,0	16,0
46 - 55	33.692	19,6	79,9	6,3	13,8
56 - 65	38.167	22,2	84,2	4,4	11,4
66 - 75	35.898	20,9	87,1	3,2	9,7
> 75	34.652	20,1	91,4	1,8	6,8
Area geografica					
Nord-Ovest	75.440	43,8	83,8	5,0	11,3
Nord-Est	38.697	22,5	80,5	5,4	14,1
Centro	28.167	16,4	82,4	6,0	11,6
Sud	8.738	5,1	88,4	3,8	7,8
Isole	21.065	12,2	86,8	4,6	8,7
Macrocategoria					
Azionari	27.856	16,2	68,6	11,8	19,6
Bilanciati	13.316	7,7	80,3	7,5	12,2
Flessibili	28.758	16,7	82,7	4,5	12,8
Obbligaz.	70.537	41,0	87,2	3,2	9,6
Liquidità	31.641	18,4	90,6	2,7	6,8
Numero fondi					
1	74.566	43,3	93,0	5,4	1,6
2	33.059	19,2	84,0	3,4	12,6
3	19.421	11,3	78,6	3,7	17,6
4 - 6	27.388	15,9	73,9	3,8	22,3
7 - 10	11.639	6,8	66,7	7,0	26,2
Oltre 10	6.034	3,5	56,3	16,2	27,6
Canale di vendita					
Rete promotori	36.115	21,0	74,1	12,4	13,5
Banca	135.992	79,0	86,0	3,1	10,9

A7 - Canale di vendita SET I

	Pat.	%	Canale di vendita	
			Rete promotori	Banca
TOTALE PAT	172.107	100	21,0	79,0
Sesso				
Uomo	101.305	58,9	22,7	77,3
Donna	70.802	41,1	18,5	81,5
Età				
< 26	1.117	0,6	20,9	79,1
26 - 35	6.623	3,8	22,8	77,2
36 - 45	21.957	12,8	23,3	76,7
46 - 55	33.692	19,6	22,8	77,2
56 - 65	38.167	22,2	21,9	78,1
66 - 75	35.898	20,9	20,8	79,2
> 75	34.652	20,1	16,5	83,5
Area geografica				
Nord-Ovest	75.440	43,8	17,8	82,2
Nord-Est	38.697	22,5	21,0	79,0
Centro	28.167	16,4	31,3	68,7
Sud	8.738	5,1	17,8	82,2
Isole	21.065	12,2	23,0	77,0
Macrocategoria				
Azionari	27.856	16,2	33,4	66,6
Bilanciati	13.316	7,7	38,4	61,6
Flessibili	28.758	16,7	27,6	72,4
Obbligaz.	70.537	41,0	16,3	83,7
Liquidità	31.641	18,4	7,2	92,8
Numero fondi				
1	74.566	43,3	14,5	85,5
2	33.059	19,2	14,7	85,3
3	19.421	11,3	18,4	81,6
4 - 6	27.388	15,9	25,7	74,3
7 - 10	11.639	6,8	43,9	56,1
Oltre 10	6.034	3,5	78,4	21,6
Modalità di sottoscrizione				
Pic	143.750	83,5	18,6	81,4
Pac	8.719	5,1	51,2	48,8
Pic/Pac	19.638	11,4	24,8	75,2

A8 - Sesso SET II

	Pat.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE PAT	10.101	100	67,6	32,4
Professione				
Dirigente	378	3,7	81,6	18,4
Quadro	224	2,2	75,2	24,8
Impiegato/a	1.843	18,2	62,2	37,8
Insegnante	44	0,4	34,8	65,2
Operaio/a	654	6,5	78,9	21,1
Imprenditore	1.327	13,1	84,1	15,9
Commerciante	575	5,7	74,6	25,4
Libero prof.	1.317	13,0	84,5	15,5
Agricoltore	17	0,2	86,5	13,5
Pensionato/a	2.679	26,5	63,3	36,7
Disoccupato/a	50	0,5	58,4	41,6
Non disponibile	994	9,8	28,0	72,0
Titolo di studio				
Nessun titolo	28	0,3	57,0	43,0
Media inferiore	2.069	20,5	70,2	29,8
Media superiore	4.505	44,6	66,7	33,3
Laurea	2.377	23,5	70,4	29,6
Non disponibile	1.121	11,1	60,8	39,2

A9 - Età SET II

	Pat.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE PAT	10.101	100	0,9	6,3	19,1	23,7	21,8	17,8	10,4
Professione									
Dirigente	378	3,7	0,1	2,6	20,5	38,7	27,9	9,3	0,9
Quadro	224	2,2	0,1	6,9	33,1	40,8	17,9	1,0	0,1
Impiegato/a	1.843	18,2	1,0	13,6	32,9	33,7	15,7	2,7	0,5
Insegnante	44	0,4	0,0	2,8	15,4	29,9	36,1	12,4	3,5
Operaio/a	654	6,5	2,4	15,4	35,1	34,0	11,1	1,7	0,2
Imprenditore	1.327	13,1	0,2	4,6	23,8	30,6	22,7	14,4	3,7
Commerciante	575	5,7	0,4	6,3	25,4	31,3	23,3	11,5	1,9
Libero prof.	1.317	13,0	0,3	6,8	23,5	33,3	23,6	10,1	2,4
Agricoltore	17	0,2	0,2	2,6	15,1	22,1	28,3	21,8	9,9
Pensionato/a	2.679	26,5	0,0	0,1	0,2	1,0	25,4	41,3	32,0
Disoccupato/a	50	0,5	7,8	20,4	26,0	27,1	13,7	4,8	0,2
Non disponibile	994	9,8	3,9	5,9	14,9	23,5	24,0	19,5	8,4
Titolo di studio									
Nessun titolo	28	0,3	9,4	2,2	14,0	14,0	7,4	34,8	18,0
Media inferiore	2.069	20,5	0,8	3,9	17,7	23,3	23,7	19,9	10,7
Media superiore	4.505	44,6	1,3	8,4	23,2	26,7	19,8	13,9	6,7
Laurea	2.377	23,5	0,3	7,1	19,6	25,2	24,0	15,2	8,7
Non disponibile	1.121	11,1	0,1	0,7	4,9	9,4	21,9	34,9	28,1

A10 - Macrocategoria SET II

	Pat.	%	Macrocategoria				
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità
TOTALE PAT	10.101	100	45,4	3,1	29,6	19,9	2,0
Professione							
Dirigente	378	3,7	47,7	2,8	29,5	17,9	2,1
Quadro	224	2,2	50,4	1,4	29,5	17,0	1,7
Impiegato/a	1.843	18,2	49,3	1,9	28,8	17,9	2,1
Insegnante	44	0,4	49,5	3,4	26,3	18,4	2,4
Operaio/a	654	6,5	49,5	1,8	28,2	18,1	2,4
Imprenditore	1.327	13,1	48,1	3,2	29,8	16,7	2,1
Commerciante	575	5,7	51,2	2,9	27,9	16,2	1,9
Libero prof.	1.317	13,0	49,9	3,0	28,0	17,2	1,9
Agricoltore	17	0,2	55,5	3,1	26,1	13,7	1,6
Pensionato/a	2.679	26,5	37,5	4,1	31,4	25,0	1,9
Disoccupato/a	50	0,5	42,3	2,9	29,2	23,5	2,1
Non disponibile	994	9,8	41,5	4,0	30,0	22,4	2,1
Titolo di studio							
Nessun titolo	28	0,3	23,5	5,2	29,1	40,2	2,1
Media inferiore	2.069	20,5	45,7	3,2	28,5	20,5	2,1
Media superiore	4.505	44,6	47,1	3,0	29,0	18,9	2,0
Laurea	2.377	23,5	44,9	2,8	30,9	19,5	2,0
Non disponibile	1.121	11,1	39,6	4,1	31,0	23,1	2,2

A11 - Area geografica SET II

	Pat.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE PAT	10.101	100	34	30	23	7	6
Professione							
Dirigente	378	3,7	38,4	21,7	26,5	7,1	6,3
Quadro	224	2,2	35,1	26,6	25,0	6,9	6,3
Impiegato/a	1.843	18,2	30,9	30,2	23,1	7,9	7,8
Insegnante	44	0,4	22,4	26,0	25,3	14,3	11,9
Operaio/a	654	6,5	31,0	40,2	20,1	4,8	3,9
Imprenditore	1.327	13,1	32,8	35,2	21,4	6,6	4,1
Commerciante	575	5,7	31,0	28,4	24,3	8,9	7,4
Libero prof.	1.317	13,0	32,2	27,7	22,9	9,7	7,5
Agricoltore	17	0,2	24,8	41,0	17,6	11,2	5,4
Pensionato/a	2.679	26,5	37,8	28,3	22,1	5,5	6,2
Disoccupato/a	50	0,5	29,3	20,5	27,4	9,3	13,6
Non disponibile	994	9,8	32,9	28,6	25,0	6,7	6,8
Titolo di studio							
Nessun Titolo	28	0,3	29,1	17,2	46,3	3,1	4,2
Media Inferiore	2.069	20,5	35,5	34,4	19,9	4,8	5,4
Media Superiore	4.505	44,6	34,6	30,5	22,4	6,9	5,6
Laurea	2.377	23,5	30,2	23,2	26,4	10,7	9,5
Non disponibile	1.121	11,1	34,0	34,3	22,3	4,2	5,2

A12 - Numero fondi SET II

	Pat.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
TOTALE PAT	10.101	100	23,4	15,1	13,1	24,0	14,2	10,2
Professione								
Dirigente	378	3,7	18,1	13,4	11,4	25,4	16,4	15,2
Quadro	224	2,2	20,1	13,2	14,6	28,2	15,1	8,9
Impiegato/a	1.843	18,2	24,7	15,9	14,8	24,4	13,3	7,0
Insegnante	44	0,4	28,8	17,0	16,1	19,4	12,7	6,0
Operaio/a	654	6,5	27,3	17,5	15,7	24,3	11,1	4,1
Imprenditore	1.327	13,1	18,5	13,1	10,8	23,7	17,8	16,1
Commerciante	575	5,7	21,6	14,3	13,1	24,2	16,3	10,6
Libero prof.	1.317	13,0	20,5	13,7	12,3	25,7	14,7	13,1
Agricoltore	17	0,2	27,6	12,2	12,0	22,1	17,5	8,6
Pensionato/a	2.679	26,5	25,2	15,9	12,8	23,0	13,6	9,6
Disoccupato/a	50	0,5	24,5	17,6	14,2	23,0	10,8	9,9
Non disponibile	994	9,8	27,3	15,9	13,6	22,4	11,9	8,9
Titolo di studio								
Nessun titolo	28	0,3	24,5	42,8	8,0	16,2	6,2	2,2
Media inferiore	2.069	20,5	24,8	15,6	13,7	23,7	13,6	8,6
Media superiore	4.505	44,6	22,5	14,9	13,7	24,3	14,6	10,0
Laurea	2.377	23,5	20,7	13,6	11,9	24,5	15,4	13,8
Non disponibile	1.121	11,1	30,0	17,4	12,2	22,2	11,3	6,8

A13 - Modalità di sottoscrizione SET II

	Pat.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE PAT	10.101	100	53,0	14,8	32,2
Professione					
Dirigente	378	3,7	47,1	13,4	39,4
Quadro	224	2,2	43,5	17,6	38,9
Impiegato/a	1.843	18,2	45,7	20,8	33,5
Insegnante	44	0,4	48,7	23,2	28,2
Operaio/a	654	6,5	44,7	23,1	32,2
Imprenditore	1.327	13,1	52,1	12,5	35,4
Commerciante	575	5,7	48,6	16,8	34,6
Libero prof.	1.317	13,0	47,0	17,4	35,5
Agricoltore	17	0,2	59,5	17,5	23,0
Pensionato/a	2.679	26,5	63,4	8,2	28,4
Disoccupato/a	50	0,5	59,2	13,6	27,2
Non disponibile	994	9,8	60,2	13,6	26,1
Titolo di studio					
Nessun titolo	28	0,3	78,6	7,4	13,9
Media inferiore	2.069	20,5	53,8	14,8	31,4
Media superiore	4.505	44,6	51,3	15,8	32,9
Laurea	2.377	23,5	51,0	13,8	35,2
Non disponibile	1.121	11,1	62,3	12,8	24,8

B1 - Sesso SET I

	# Sott.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE SOTT	6.029	100	56,4	43,6
Età				
< 26	120	2,0	58,1	41,9
26 - 35	531	8,8	56,2	43,8
36 - 45	1.145	19,0	57,8	42,2
46 - 55	1.261	20,9	59,7	40,3
56 - 65	1.159	19,2	59,9	40,1
66 - 75	993	16,5	57,4	42,6
> 75	819	13,6	47,3	52,7
Macrocategoria prevalente				
Azionari	1.031	17,1	65,4	34,6
Bilanciati	250	4,1	58,0	42,0
Flessibili	1.074	17,8	56,3	43,7
Obbligaz.	1.920	31,8	51,8	48,2
Liquidità	955	15,8	53,9	46,1
Nessuna	798	13,2	58,6	41,4
Area geografica				
Nord-Ovest	2.392	39,7	54,7	45,3
Nord-Est	1.501	24,9	56,2	43,8
Centro	1.008	16,7	58,0	42,0
Sud	774	12,8	59,9	40,1
Isole	354	5,9	57,2	42,8
Numero fondi				
1	3.999	66,3	55,2	44,8
2	1.030	17,1	56,9	43,1
3	431	7,2	59,2	40,8
4 - 6	400	6,6	62,1	37,9
7 - 10	115	1,9	63,1	36,9
Oltre 10	54	0,9	62,9	37,1
Modalità di sottoscrizione				
Pic	4.370	72,5	54,9	45,1
Pac	1.130	18,8	61,2	38,8
Pic/Pac	529	8,8	59,0	41,0
Canale di vendita				
Rete promotori	1.025	17,0	62,6	37,4
Banca	5.004	83,0	55,2	44,8

B2 - Età SET I

	# Sott.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE SOTT	6.029	100	2,0	8,8	19,0	20,9	19,2	16,5	13,6
Sesso									
Uomo	3.402	56,4	2,0	8,7	19,3	21,9	20,2	16,6	11,3
Donna	2.627	43,6	1,9	8,9	18,6	19,7	18,0	16,3	16,6
Macrocategoria prevalente									
Azionari	1.031	17,1	2	9,6	24,1	24,9	19,3	13,3	7,3
Bilanciati	250	4,1	2,3	9,3	20,2	22,3	19,2	15,2	11,5
Flessibili	1.074	17,8	2,3	9,4	18,7	20,7	19,3	16,6	13,0
Obbligaz.	1.920	31,8	2,1	8,2	16,9	19,3	19,0	17,7	16,8
Liquidità	955	15,8	2,5	9,5	18,0	19,1	18,8	16,9	15,2
Nessuna	798	13,2	1,3	7,4	18,7	21,7	19,9	17,3	13,7
Area geografica									
Nord-Ovest	2.392	39,7	2,1	8,1	17,7	19,6	19,1	17,9	15,7
Nord-Est	1.501	24,9	2,2	9,2	19,3	20,8	18,7	16,3	13,4
Centro	1.008	16,7	1,6	8,6	19,6	21,6	19,6	16,3	12,7
Sud	774	12,8	2,0	10,4	21,5	23,7	19,6	13,2	9,6
Isole	354	5,9	1,7	9,1	19,5	22,4	20,6	15,1	11,6
Numero fondi									
1	3.999	66,3	2,4	9,4	19,0	20,4	18,9	16,2	13,7
2	1.030	17,1	1,6	8,4	19,1	21,2	19,3	16,7	13,7
3	431	7,2	1,2	7,7	19,3	22,1	19,8	16,8	13,1
4 - 6	400	6,6	0,9	6,2	19,1	23,0	20,9	17,3	12,7
7 - 10	115	1,9	0,8	5,3	18,1	23,6	21,6	17,9	12,6
Oltre 10	54	0,9	0,8	5,8	18,1	23,1	22,1	17,9	12,3
Modalità di sottoscrizione									
Pic	4.370	72,5	1,2	6,2	16,3	20,2	20,6	18,8	16,7
Pac	1.130	18,8	5,1	18,0	27,5	22,5	14,3	8,6	4,2
Pic/Pac	529	8,8	2,0	11,2	23,2	23,2	18,3	13,7	8,4
Canale di vendita									
Rete promotori	1.025	17,0	1,4	8,2	20,5	23,0	20,3	15,9	10,7
Banca	5.004	83,0	2,1	8,9	18,7	20,5	19,0	16,6	14,2

B3 - Macrocategoria SET I

	# Sott.	%	Macrocategoria prevalente					
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità	Nessuna
TOTALE SOTT	6.029	100	17,1	4,1	17,8	31,8	15,8	13,2
Sesso								
Uomo	3.402	56,4	19,8	4,3	17,8	29,2	15,1	13,8
Donna	2.627	43,6	13,6	4,0	17,9	35,2	16,7	12,6
Età								
< 26	120	2,0	13,2	4,8	20,8	32,8	19,5	8,8
26 - 35	531	8,8	18,6	4,4	19,0	29,7	17,2	11,2
36 - 45	1.145	19,0	21,7	4,4	17,6	28,3	15,0	13,0
46 - 55	1.261	20,9	20,3	4,4	17,7	29,4	14,4	13,7
56 - 65	1.159	19,2	17,2	4,1	17,9	31,5	15,5	13,7
66 - 75	993	16,5	13,8	3,8	17,9	34,3	16,3	13,9
> 75	819	13,6	9,2	3,5	17,0	39,3	17,7	13,3
Area geografica								
Nord-Ovest	2.392	39,7	15,5	4,7	16,7	31,8	16,1	15,3
Nord-Est	1.501	24,9	17,4	3,9	20,4	32,2	12,2	13,8
Centro	1.008	16,7	22,4	4,2	17,5	28,5	15,0	12,4
Sud	774	12,8	15,5	3,5	16,0	33,7	22,4	8,9
Isole	354	5,9	15,0	2,8	19,8	35,8	17,8	8,8
Numero fondi								
1	3.999	66,3	15,6	4,7	20,8	37,4	21,5	0,0
2	1.030	17,1	17,4	3,8	15,2	24,8	7,2	31,6
3	431	7,2	23,2	2,8	11,2	19,0	3,4	40,3
4 - 6	400	6,6	25,0	1,9	8,0	15,1	1,7	48,4
7 - 10	115	1,9	19,9	1,4	4,0	15,3	0,4	59,0
Oltre 10	54	0,9	11,7	1,2	1,1	15,8	0,1	70,1
Modalità di sottoscrizione								
Pic	4.370	72,5	13,6	3,9	17,2	35,0	18,2	12,1
Pac	1.130	18,8	30,5	5,4	21,8	23,3	10,2	8,7
Pic/Pac	529	8,8	17,2	3,2	14,7	24,3	8,0	32,6
Canale di vendita								
Rete promotori	1.025	17,0	24,1	5,6	23,2	20,5	8,6	18,0
Banca	5.004	83,0	15,7	3,8	16,7	34,2	17,3	12,3

B4 - Area geografica SET I

	# Sott.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE SOTT	6.029	100	39,7	24,9	16,7	12,8	5,9
Sesso							
Uomo	3.402	56,4	38,5	24,8	17,2	13,6	5,9
Donna	2.627	43,6	41,2	25,0	16,1	11,8	5,8
Età							
< 26	120	2,0	40,8	27,7	13,7	12,9	4,9
26 - 35	531	8,8	36,4	26,0	16,3	15,2	6,1
36 - 45	1.145	19,0	36,9	25,4	17,2	14,5	6,0
46 - 55	1.261	20,9	37,2	24,7	17,3	14,5	6,3
56 - 65	1.159	19,2	39,4	24,2	17,0	13,1	6,3
66 - 75	993	16,5	43,1	24,6	16,6	10,3	5,4
> 75	819	13,6	45,8	24,6	15,6	9,1	5,0
Macrocategoria prevalente							
Azionari	1.031	17,1	36,0	25,4	21,8	11,7	5,2
Bilanciati	250	4,1	44,6	23,6	17,1	10,9	3,9
Flessibili	1.074	17,8	37,1	28,4	16,4	11,5	6,5
Obbligaz.	1.920	31,8	39,6	25,2	15,0	13,6	6,6
Liquidità	955	15,8	40,2	19,2	15,8	18,2	6,6
Nessuna	798	13,2	45,8	26,0	15,7	8,6	3,9
Numero fondi							
1	3.999	66,3	37,7	24,1	16,9	14,7	6,6
2	1.030	17,1	43,0	25,9	16,0	10,3	4,9
3	431	7,2	43,9	26,7	16,3	8,9	4,2
4 - 6	400	6,6	44,3	27,3	16,8	8,1	3,6
7 - 10	115	1,9	44,0	26,7	19,0	7,0	3,3
Oltre 10	54	0,9	47,3	25,8	18,6	5,3	2,9
Modalità di sottoscrizione							
Pic	4.370	72,5	39,8	24,1	16,4	13,6	6,0
Pac	1.130	18,8	38,2	25,3	18,3	11,9	6,3
Pic/Pac	529	8,8	41,6	30,2	15,7	8,5	4,1
Canale di vendita							
Rete promotori	1.025	17,0	33,6	24,7	24,7	10,8	6,3
Banca	5.004	83,0	40,9	24,9	15,1	13,3	5,8

B5 - Numero fondi SET I

	# Sott.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
TOTALE SOTT	6.029	100	66,3	17,1	7,2	6,6	1,9	0,9
Sesso								
Uomo	3.402	56,4	64,8	17,2	7,5	7,3	2,1	1,0
Donna	2.627	43,6	68,3	16,9	6,7	5,8	1,6	0,8
Età								
< 26	120	2,0	78,2	13,6	4,2	2,9	0,7	0,4
26 - 35	531	8,8	71,1	16,2	6,2	4,7	1,2	0,6
36 - 45	1.145	19,0	66,2	17,2	7,3	6,6	1,8	0,9
46 - 55	1.261	20,9	64,7	17,3	7,5	7,3	2,2	1,0
56 - 65	1.159	19,2	65,1	17,2	7,4	7,2	2,2	1,0
66 - 75	993	16,5	65,4	17,3	7,3	7,0	2,1	1,0
> 75	819	13,6	67,0	17,3	6,9	6,2	1,8	0,8
Area geografica								
Nord-Ovest	2.392	39,7	63,0	18,5	7,9	7,4	2,1	1,1
Nord-Est	1.501	24,9	64,3	17,8	7,7	7,3	2,1	0,9
Centro	1.008	16,7	66,9	16,4	7,0	6,6	2,2	1,0
Sud	774	12,8	75,8	13,7	5,0	4,2	1,0	0,4
Isole	354	5,9	75,2	14,1	5,1	4,0	1,1	0,5
Macrocategoria prevalente								
Azionari	1.031	17,1	60,4	17,4	9,7	9,7	2,2	0,6
Bilanciati	250	4,1	75,7	15,5	4,9	3,0	0,6	0,3
Flessibili	1.074	17,8	77,4	14,6	4,5	3,0	0,4	0,1
Obbligaz.	1.920	31,8	77,9	13,3	4,3	3,1	0,9	0,4
Liquidità	955	15,8	89,9	7,8	1,6	0,7	0,1	0,0
Nessuna	798	13,2	0,0	40,7	21,7	24,2	8,5	4,8
Modalità di sottoscrizione								
Pic	4.370	72,5	70,1	16,0	6,3	5,6	1,5	0,6
Pac	1.130	18,8	75,4	12,5	4,7	3,9	1,9	1,6
Pic/Pac	529	8,8	16,1	36,1	19,3	20,9	5,6	1,9
Canale di vendita								
Rete promotori	1.025	17,0	52,8	14,2	8,9	12,5	6,8	4,7
Banca	5.004	83,0	69,1	17,7	6,8	5,4	0,9	0,1

B6 - Modalità di sottoscrizione SET I

	# Sott.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE SOTT	6.029	100	72,5	18,8	8,8
Sesso					
Uomo	3.402	56,4	70,5	20,3	9,2
Donna	2.627	43,6	75,0	16,7	8,3
Età					
< 26	2.392	39,7	72,8	18,0	9,2
26 - 35	1.501	24,9	70,3	19,1	10,6
36 - 45	1.008	16,7	71,2	20,6	8,2
46 - 55	774	12,8	76,8	17,3	5,8
56 - 65	354	5,9	73,8	20,1	6,1
66 - 75	993	16,5	82,9	9,7	7,3
> 75	819	13,6	88,9	5,7	5,4
Area geografica					
Nord-Ovest	2.392	39,7	72,8	18,0	9,2
Nord-Est	1.501	24,9	70,3	19,1	10,6
Centro	1.008	16,7	71,2	20,6	8,2
Sud	774	12,8	76,8	17,3	5,8
Isole	354	5,9	73,8	20,1	6,1
Macrocategoria prevalente					
Azionari	1.031	17,1	57,7	33,5	8,8
Bilanciati	250	4,1	68,8	24,6	6,7
Flessibili	1.074	17,8	69,9	22,9	7,2
Obbligaz.	1.920	31,8	79,6	13,7	6,7
Liquidità	955	15,8	83,4	12,1	4,4
Nessuna	798	13,2	66,1	12,3	21,6
Numero fondi					
1	3.999	66,3	76,6	21,3	2,1
2	1.030	17,1	67,8	13,7	18,5
3	431	7,2	64,0	12,3	23,7
4 - 6	400	6,6	61,2	11,1	27,7
7 - 10	115	1,9	55,4	18,8	25,8
Oltre 10	54	0,9	48,4	33,4	18,2
Canale di vendita					
Rete promotori	1.025	17,0	68,1	23,9	7,9
Banca	5.004	83,0	73,4	17,7	8,9

B7 - Canale di vendita SET I

	# Sott.	%	Canale di vendita	
			Rete promotori	Banca
TOTALE SOTT	6.029	100	17,0	83,0
Sesso				
Uomo	3.402	56,4	18,9	81,1
Donna	2.627	43,6	14,6	85,4
Età				
< 26	120	2,0	11,9	88,1
26 - 35	531	8,8	15,9	84,1
36 - 45	1.145	19,0	18,3	81,7
46 - 55	1.261	20,9	18,7	81,3
56 - 65	1.159	19,2	18,0	82,0
66 - 75	993	16,5	16,4	83,6
> 75	819	13,6	13,4	86,6
Area geografica				
Nord-Ovest	2.392	39,7	14,4	85,6
Nord-Est	1.501	24,9	16,8	83,2
Centro	1.008	16,7	25,1	74,9
Sud	774	12,8	14,2	85,8
Isole	354	5,9	18,2	81,8
Macrocategoria prevalente				
Azionari	1.031	17,1	24,0	76,0
Bilanciati	250	4,1	23,1	76,9
Flessibili	1.074	17,8	22,1	77,9
Obbligaz.	1.920	31,8	10,9	89,1
Liquidità	955	15,8	9,2	90,8
Nessuna	798	13,2	23,1	76,9
Numero fondi				
1	3.999	66,3	13,5	86,5
2	1.030	17,1	14,1	85,9
3	431	7,2	21,2	78,8
4 - 6	400	6,6	32,0	68,0
7 - 10	115	1,9	60,7	39,3
Oltre 10	54	0,9	89,2	10,8
Modalità di sottoscrizione				
Pic	4.370	72,5	16,0	84,0
Pac	1.130	18,8	21,7	78,3
Pic/Pac	529	8,8	15,4	84,6

B8 - Sesso SET II

	# Sott.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE SOTT	349	100	65,8	34,2
Professione				
Dirigente	8	2,4	81,5	18,5
Quadro	7	2,1	77,9	22,1
Impiegato/a	88	25,2	60,4	39,6
Insegnante	2	0,7	33,7	66,3
Operaio/a	41	11,8	77,9	22,1
Imprenditore	26	7,6	83,3	16,7
Commerciante	19	5,3	72,5	27,5
Libero prof.	41	11,6	82,9	17,1
Agricoltore	1	0,2	84,0	16,0
Pensionato/a	70	20,1	62,8	37,2
Disoccupato/a	2	0,6	55,0	45,0
Non disponibile	43	12,3	36,9	63,1
Titolo di studio				
Nessun titolo	1	0,2	57,3	42,7
Media inferiore	78	22,3	69,3	30,7
Media superiore	155	44,6	65,5	34,5
Laurea	59	17,0	66,0	34,0
Non disponibile	56	16,0	61,4	38,6

B9 - Età SET II

	# Sott.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE SOTT	349	100	1,7	11,0	24,7	24,6	18,5	12,7	6,7
Professione									
Dirigente	8	2,4	0,2	5,5	24,6	38,5	25,1	5,6	0,5
Quadro	7	2,1	0,2	9,4	36,5	38,7	14,5	0,7	0,0
Impiegato/a	88	25,2	2,0	18,8	35,4	30,2	11,8	1,6	0,3
Insegnante	2	0,7	0,0	3,9	18,8	33,3	31,9	10,0	2,2
Operaio/a	41	11,8	4,0	19,5	35,0	30,0	9,6	1,6	0,2
Imprenditore	26	7,6	0,5	10,1	32,0	31,0	17,8	7,2	1,3
Commerciante	19	5,3	0,7	9,7	29,8	31,9	19,4	7,1	1,4
Libero prof.	41	11,6	0,5	10,2	29,2	32,7	19,7	6,3	1,4
Agricoltore	1	0,2	0,4	4,2	18,0	27,3	25,5	15,9	8,8
Pensionato/a	70	20,1	0,0	0,1	0,3	1,4	29,4	42,3	26,6
Disoccupato/a	2	0,6	8,5	27,5	26,9	22,3	12,6	2,0	0,2
Non disponibile	43	12,3	4,7	8,1	20,7	25,4	20,6	13,6	6,8
Titolo di studio									
Nessun titolo	1	0,2	8,1	7,0	11,4	11,2	12,1	22,0	28,1
Media inferiore	78	22,3	1,5	6,8	23,5	26,5	21,4	14,4	5,8
Media superiore	155	44,6	2,8	15,3	29,6	25,8	15,3	8,0	3,1
Laurea	59	17,0	0,7	14,5	26,5	25,4	19,4	9,0	4,5
Non disponibile	56	16,0	0,1	1,4	11,1	17,9	22,5	27,2	19,8

B10 - Macrocategoria SET II

	# Sott.	%	Macrocategoria prevalente					
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità	Nessuna
TOTALE SOTT	349	100	36,1	0,7	31,2	17,7	1,2	13,1
Professione								
Dirigente	8	2,4	40,0	0,9	27,8	15,1	0,9	15,3
Quadro	7	2,1	41,7	0,3	27,3	14,1	1,0	15,6
Impiegato/a	88	25,2	38,3	0,5	31,0	16,6	1,3	12,4
Insegnante	2	0,7	32,4	0,8	38,7	18,0	1,7	8,4
Operaio/a	41	11,8	36,0	0,5	32,2	18,3	1,4	11,7
Imprenditore	26	7,6	42,8	0,8	27,1	13,8	0,8	14,7
Commerciante	19	5,3	40,1	0,7	30,6	15,2	0,9	12,6
Libero prof.	41	11,6	40,5	0,6	30,3	15,0	1,0	12,5
Agricoltore	1	0,2	38,1	1,2	36,1	15,9	0,7	8,1
Pensionato/a	70	20,1	29,5	1,2	30,1	21,5	1,2	16,5
Disoccupato/a	2	0,6	32,9	0,4	31,0	20,3	1,8	13,5
Non disponibile	43	12,3	31,3	0,7	37,0	20,1	1,3	9,6
Titolo di studio								
Nessun titolo	1	0,2	28,1	1,1	31,3	26,7	1,4	11,4
Media inferiore	78	22,3	36,0	0,9	29,9	18,5	1,3	13,5
Media superiore	155	44,6	38,9	0,6	29,4	16,5	1,2	13,4
Laurea	59	17,0	39,0	0,6	28,3	16,2	1,2	14,8
Non disponibile	56	16,0	25,5	1,0	41,3	21,4	1,0	9,9

B11 - Area geografica SET II

	# Sott.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE SOTT	349	100	23,5	7,3	31,9	30,2	7,2
Professione							
Dirigente	8	2,4	31,7	24,9	25,9	8,6	9,0
Quadro	7	2,1	33,0	28,3	23,9	6,9	7,9
Impiegato/a	88	25,2	29,0	31,9	23,2	7,6	8,2
Insegnante	2	0,7	22,9	26,4	23,2	13,9	13,6
Operaio/a	41	11,8	29,3	40,6	21,2	4,9	4,1
Imprenditore	26	7,6	28,9	33,9	24,3	7,6	5,4
Commerciante	19	5,3	26,9	30,1	26,2	9,2	7,7
Libero prof.	41	11,6	27,4	30,1	24,6	9,7	8,2
Agricoltore	1	0,2	25,4	38,0	19,6	7,4	9,7
Pensionato/a	70	20,1	34,9	30,2	23,0	5,1	6,8
Disoccupato/a	2	0,6	19,1	21,4	30,7	12,0	16,8
Non disponibile	43	12,3	31,0	30,1	23,4	7,4	8,1
Titolo di studio							
Nessun titolo	1	0,2	29,0	30,8	23,4	7,4	9,5
Media inferiore	78	22,3	32,0	35,7	21,4	4,8	6,2
Media superiore	155	44,6	29,8	32,7	23,7	7,2	6,6
Laurea	59	17,0	25,9	24,5	26,3	12,0	11,3
Non disponibile	56	16,0	33,3	32,3	22,9	5,0	6,3

B12 - Numero fondi SET II

	# Sott.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
TOTALE SOTT	349	100	47,7	17,4	13,3	15,3	4,7	1,7
Professione								
Dirigente	8	2,4	40,5	16,9	13,7	18,8	7,0	3,0
Quadro	7	2,1	39,3	17,3	15,8	19,4	6,1	2,0
Impiegato/a	88	25,2	47,7	17,8	14,3	14,8	4,2	1,2
Insegnante	2	0,7	56,0	16,6	11,9	11,7	2,9	0,9
Operaio/a	41	11,8	51,2	17,7	13,7	13,4	3,3	0,7
Imprenditore	26	7,6	40,3	17,7	14,2	18,0	7,0	3,0
Commerciante	19	5,3	45,5	17,4	13,7	16,0	5,3	2,1
Libero prof.	41	11,6	44,9	17,2	13,7	16,5	5,5	2,2
Agricoltore	1	0,2	54,9	14,6	11,1	13,0	4,7	1,8
Pensionato/a	70	20,1	46,0	18,4	12,1	16,0	5,2	2,1
Disoccupato/a	2	0,6	49,7	17,7	13,7	14,1	3,2	1,5
Non disponibile	43	12,3	57,4	15,1	11,2	12,3	3,0	1,0
Titolo di studio								
Nessun titolo	1	0,2	53,3	16,3	12,0	14,1	3,7	0,7
Media inferiore	78	22,3	47,4	18,0	13,4	15,3	4,5	1,5
Media superiore	155	44,6	45,4	17,8	14,3	15,8	5,0	1,6
Laurea	59	17,0	42,4	17,5	14,3	17,4	5,9	2,5
Non disponibile	56	16,0	60,0	15,6	9,2	11,4	2,7	1,1

B13 - Modalità di sottoscrizione SET II

	# Sott.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE SOTT	349	100	50,7	34,0	15,3
Professione					
Dirigente	8	2,4	46,7	33,4	19,9
Quadro	7	2,1	42,7	36,0	21,4
Impiegato/a	88	25,2	44,5	39,7	15,8
Insegnante	2	0,7	52,4	36,9	10,7
Operaio/a	41	11,8	44,8	40,4	14,7
Imprenditore	26	7,6	45,9	35,7	18,4
Commerciante	19	5,3	46,0	37,7	16,2
Libero prof.	41	11,6	45,3	38,1	16,6
Agricoltore	1	0,2	58,3	30,6	11,1
Pensionato/a	70	20,1	65,0	19,9	15,1
Disoccupato/a	2	0,6	53,8	33,4	12,8
Non disponibile	43	12,3	57,7	32,2	10,1
Titolo di studio					
Nessun titolo	1	0,2	62,7	25,0	12,3
Media inferiore	78	22,3	53,1	31,7	15,1
Media superiore	155	44,6	47,5	36,3	16,3
Laurea	59	17,0	47,1	35,1	17,9
Non disponibile	56	16,0	60,2	29,6	10,2

BIBLIOGRAFIA

- Banca d'Italia. (2008). *Fondi Comuni Italiani: Situazione Attuale e Possibili Linee di Intervento*. Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni.
- Banca d'Italia. (2012). I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2010. *Supplementi al Bollettino Statistico*, XXII (6).
- Bartiloro, L., e al. (2003). *I Conti Finanziari dell'Italia*. Temi Istituzionali, Banca d'Italia.
- Beltratti, A. (2007). *Gestione Finanziaria e Consulenza: Mercato e Integrazione Verticale*. Working Paper n.3, Assogestioni.
- Bonci, R., Marchese, G., e Neri, A. (2005). *La Ricchezza Finanziaria nei Conti Finanziari e nell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane*. Temi di Discussione n. 565, Banca d'Italia.
- Campbell, J. Y. (2006). Household Finance. *The Journal of Finance*, LXI (4), p. 1553-1604.
- Campbell, J. Y., e Viceira, L. M. (2002). *Strategic Asset Allocation*. Oxford University Press.
- De Rossi, F.M., e al. (2008). *Il Marketing dei Fondi Comuni Italiani. Modelli Organizzativi, Costi, Andamento e Nuove Prospettive Conseguenti all'Introduzione della MiFID nell'Ottica della Vigilanza*. Quaderni di Finanza n. 61, Consob.
- D'Alessio, G., e Faiella, I. (2002). *Non-Response Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*. Temi di Discussione n. 462, Banca d'Italia.
- D'Aurizio, L., Faiella, I., Iezzi, S., e Neri, A. (2006). *L'Under-Reporting della Ricchezza Finanziaria nell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie*. Temi di Discussione n. 610, Banca d'Italia.
- Gentile, M., e Siciliano, G. (2009). *Le Scelte di Portafoglio degli Investitori Retail e il Ruolo dei Servizi di Consulenza*. Quaderni di Finanza n. 64, Consob.
- GfK Eurisko, Prometeia. (2011). *Osservatorio Risparmi delle Famiglie*. Rapporto Annuale.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis*. Prentice Hall.
- Guiso, L., e Jappelli, T. (2002). Household Portfolios in Italy. In L. Guiso, M. Haliassos, e T. Jappelli (A cura di), *Household Portfolios* (p. 251-289). London: The MIT Press.
- Heaton, J., e Lucas, D. (2000). Portfolio Choice in the Presence of Background Risk. *The Economic Journal*, CX (460), p. 1-26.
- MacQueen, J. (1967). Some Methods for Classification and Analysis of Multivariate Observations. In AA.VV., *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* (p. 281 - 297). Berkeley: L. M. Le Cam e J. Neyman.
- Messori, M. (2008). *I Problemi del Settore Italiano del Risparmio Gestito*. Working Paper n. 4, Assogestioni.
- Rota, A. (2007). *Gruppo di Lavoro sull'Industria Italiana dell'Asset Management*. Working Paper n. 2, Assogestioni.
- Rota, A., Giuliano, L., Komarov, O. (2010). *I Fondi Comuni nel Portafoglio delle Famiglie Italiane: Caratteristiche della Clientela, Struttura della Domanda, Scelte Allocative*. Quaderno di ricerca n. 1, Assogestioni.



www.assogestioni.it