



I FONDI COMUNI NEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE: CARATTERISTICHE DELLA CLIENTELA, STRUTTURA DELLA DOMANDA, SCELTE ALLOCATIVE

Alessandro Rota, Luisa Giuliano, Oleg Komarov

Quaderno di ricerca
1 / 2010



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

I FONDI COMUNI NEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE: CARATTERISTICHE DELLA CLIENTELA, STRUTTURA DELLA DOMANDA, SCELTE ALLOCATIVE

Alessandro Rota, Luisa Giuliano, Oleg Komarov
Ufficio Studi*

* Si ringraziano le società associate che fornendo i propri dati hanno reso possibile questo lavoro; il ringraziamento si estende a Riccardo Cesari, Daniele Fano, Giovanna Nicodano, Mario Noera e Marco Ratti per i loro utili commenti.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampa: Mystampa www.mystampa.it

Stampato nel mese di ottobre 2010 a Milano

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

Indice

Prefazione	7
1 Introduzione	11
2 La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori	17
2.1 Caratteristiche principali	17
2.2 Rappresentatività	18
2.3 Statistiche descrittive	19
2.3.1 Serie storiche (statistiche univariate)	19
2.3.2 Statistiche bivariate (2008)	24
2.3.3 Durata dell'investimento	26
3 Struttura e dinamica della domanda	29
3.1 La quota della ricchezza delle famiglie investita in fondi (<i>share</i>)	29
3.2 <i>Participation</i> e <i>conditional share</i>	30
3.3 Dinamica della <i>participation</i> e flussi di raccolta	32
3.4 Dinamica della <i>conditional share</i> per importo investito	33
3.5 Il contributo della ricchezza	34
3.6 Il ruolo dell'età	36
3.7 La distribuzione geografica	39
3.8 Analisi multivariata	40
4 Le scelte allocative	45
4.1 L'investimento in un fondo azionario	45
4.2 L'investimento in un fondo di liquidità od obbligazionario	46
4.3 L'investimento in due o più fondi	47
4.4 L' <i>asset allocation</i> dei portafogli di fondi	47
5 Conclusioni	53
Appendice I - L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie e i conti finanziari	57
Appendice II - Ulteriori tavole statistiche	61
Bibliografia	91

PREFAZIONE

Con questo quaderno l'Ufficio Studi dell'Assogestioni rinnova profondamente l'analisi sulle caratteristiche dei sottoscrittori di fondi comuni che svolge con frequenza annuale dal 1996: al lettore del rapporto tradizionale non potranno infatti sfuggire i cambiamenti che incidono sul contenuto della ricerca e sulla sua portata informativa, oltre che sull'aspetto meramente editoriale.

L'impostazione della ricerca e le modalità di illustrazione dei risultati sono state radicalmente riviste secondo un approccio analitico ispirato alla letteratura scientifica di *household portfolios*, integrato da un'inedita e proficua "contaminazione" dei dati in possesso dell'Assogestioni con altri dati sulla composizione della ricchezza delle famiglie e sulle caratteristiche generali della popolazione italiana. Il volume presenta in maniera puntuale i risultati di questo importante sforzo di analisi secondo una articolazione in tre parti principali e lo sviluppo di una dettagliata appendice statistica.

La prima parte presenta le principali statistiche della banca dati sui sottoscrittori e costituisce l'ideale continuazione dei rapporti pubblicati negli scorsi anni, fornendo una fotografia nitida di alcune tendenze di lungo periodo e delle caratteristiche strutturali della clientela dei fondi comuni. Tra queste, a titolo di esempio, vale la pena menzionare: l'insufficiente ricambio generazionale, la crescita della quota degli investitori di sesso femminile, l'elevata concentrazione degli importi investiti da parte di una minoranza relativa di individui, la distribuzione geografica caratterizzata dalla prevalenza delle regioni settentrionali, il limitato ricorso ai versamenti periodici tranne che per i possessori di piccoli patrimoni e il tempo medio di detenzione di un generico fondo - particolarmente breve.

La seconda parte, dedicata alla struttura e alla dinamica della domanda, presenta uno studio della ricchezza delle famiglie investita in fondi di investimento a livello macro (*share*) svolto sulla scorta di una scomposizione che ne mette in evidenza la dipendenza da due fondamentali decisioni: la prima scelta riguarda l'investimento in fondi *tout court*, in conseguenza della quale è possibile misurare la quota della popolazione che possiede fondi (*participation*); la seconda decisione, condizionata alla prima, attiene invece alla fissazione della quota parte del proprio stock di risparmio che si intende allocare al prodotto considerato (*conditional share*). I risultati mostrano chiaramente come la dinamica della *share* sia determinata dalla prima scelta molto più che dalla seconda, tanto nella fase espansiva quanto in quella recessiva; tale risultato ha evidenti implicazioni di natura commerciale. Inoltre la relazione tra *participation* e ricchezza è risultata essere crescente, mentre

quella tra *participation* ed età mostra un andamento “a gobba”. Entrambi questi risultati sono analoghi a quelli riscontrati in letteratura sulla scelta di investimento in attività rischiose e presentano più di un motivo di riflessione sul modo in cui il fondo viene percepito dai (offerto ai) risparmiatori.

La terza parte del quaderno è dedicata all’analisi delle scelte allocative. Tra i sottoscrittori che si affidano alle reti di promotori finanziari risultano nettamente più elevate la probabilità di possedere almeno un fondo azionario, la probabilità di detenere due o più fondi, ed infine anche quella di avere un portafoglio di fondi più rischioso. Tali evidenze empiriche forniscono un chiaro sostegno alla tesi secondo la quale il livello di consulenza, e la qualità del rapporto con il cliente che le reti sono in grado di assicurare, consentono una scelta di fondi più rischiosi e di portafogli articolati su più prodotti. Inoltre la relazione tra allocazione di portafoglio e dimensione del patrimonio investito evidenzia la minore propensione da parte degli investitori più abbienti ad esporsi a rischi elevati; tale fenomeno è indicativo della probabile esistenza di un *background risk* (rischio riveniente dall’esposizione al rischio diretto di impresa) che tende a ridurre l’assunzione di rischio nel portafoglio finanziario da parte della fascia più ricca della popolazione. Infine la relazione decrescente tra età e probabilità di possedere portafogli rischiosi è indicativa della diffusa tendenza, da parte dei collocatori, di suggerire portafogli finanziari secondo un approccio, forse elementare, all’*asset allocation* di lungo periodo dove l’età del risparmiatore e la componente rischiosa tendono ad essere negativamente correlate.

La ricchezza e la varietà dei risultati di questa analisi, delle quali abbiamo dato solo una panoramica molto sintetica, possono fornire un contributo alla riflessione in materia di scelte e cultura finanziaria dei risparmiatori italiani, ed essere d’ausilio per le società di gestione, i distributori di prodotti di investimento e in generale per tutti gli *stakeholder* del mercato dei fondi. La conoscenza approfondita della dinamica della domanda rappresenta una condizione necessaria per promuovere nel concreto la ripresa dell’industria del risparmio gestito. Ciò nell’interesse tanto degli operatori quanto dei risparmiatori e, in ultima analisi, nell’interesse della crescita economica del nostro paese.

Fabio Galli
Direttore Generale

1

INTRODUZIONE

Sulla base delle informazioni pubblicate dalla Banca d'Italia nell'ambito dei Conti Finanziari, la quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane investita in fondi comuni è cresciuta a tassi particolarmente elevati durante il periodo 1995-99 fino a toccare il massimo storico (18% circa); successivamente essa 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 5% sul finire del 2009¹.

	Consistenze		Flussi	Consistenze		Flussi	Consistenze		Flussi
	2009*	2005		2004	2000		1999	1995	
TOTALE	3.480	3.469	508	3.238	2.898	652	2.727	1.755	463
Biglietti, monete e depositi	30,6	25,2	235	25,5	23,6	166	24,4	39,2	24
Obbligazioni a breve t.	1,4	1,3	4	1,3	1,8	-8	1,6	9,4	-117
Obbligazioni a m/l t.	20,0	17,4	141	18,7	14,4	239	13,3	14,0	19
di cui:									
<i>emesse da banche</i>	10,8	7,7	122	8,4	6,8	96	6,0	2,1	105
<i>titoli di stato</i>	5,1	5,9	-31	7,2	4,8	87	4,5	9,9	-125
Azioni e partecipazioni	21,9	26,5	131	25,1	29,6	-15	29,4	19,5	-1
di cui:									
<i>quotate</i>	2,5	3,9		3,5	6,6		6,2	2,9	
Fondi pensione e ris. vita	16,7	15,7	94	15,1	10,5	222	9,8	9,0	126
Fondi comuni	5,2	9,6	-114	10,0	15,8	16	17,7	3,9	388
di cui:									
<i>liquidità e obbl. b.t.</i>	2,0	3,2		4,0	2,3		3,7	0,8	
<i>azionari</i>	0,8	2,2		2,1	5,7		5,6	1,1	
Altro	4,2	4,3	17	4,2	4,2	32	3,8	5,1	23

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti Finanziari) e Assogestioni.

* Dati a settembre 2009.

I dati relativi ai flussi mettono in evidenza che nella fase espansiva (+388 miliardi tra il 1995 e il 1999) i fondi hanno potuto beneficiare di un consistente travaso di risparmio dalle obbligazioni a breve termine (-117 miliardi, principalmente titoli di stato) e di una raccolta modesta da parte dei depositi (+24). Tale fenomeno è da attribuire all'interesse mostrato dalle banche per l'attività di gestione del risparmio che si è favorevolmente combinato con una serie di eventi che hanno caratterizzato la storia dell'economia italiana di allora quali la progressiva apertura ai mercati finanziari internazionali, le

¹ I dati sui fondi pubblicati nei Conti Finanziari vanno utilizzati con una certa dose di cautela in quanto tendono a sottostimare il peso (crescente) dei prodotti di diritto estero che, con l'eccezione del 2008, hanno sempre fatto registrare una raccolta netta positiva. Sulla base di un confronto con i dati Assogestioni si calcola che la correzione di tale sottostima determinerebbe l'innalzamento della quota dei fondi posseduti dalle famiglie nel periodo compreso tra il 2005 e il 2009 per valori tutto sommato modesti, compresi tra l'1 e l'1,5%.

Tavola 1: attività finanziarie delle famiglie. Consistenza a fine anno e flussi (in miliardi di €), composizione (in percentuale).

privatizzazioni delle imprese statali e il calo generalizzato dei tassi di interesse che ha preceduto l'ingresso del nostro paese nell'euro.

Nel periodo considerato si è inoltre manifestato un generale aumento della propensione al rischio; esso ha interessato tanto l'investimento diretto (il peso delle azioni quotate è più che raddoppiato) quanto quello indiretto (i fondi azionari sono arrivati a pesare più del 30% del totale dei prodotti di gestione collettiva).

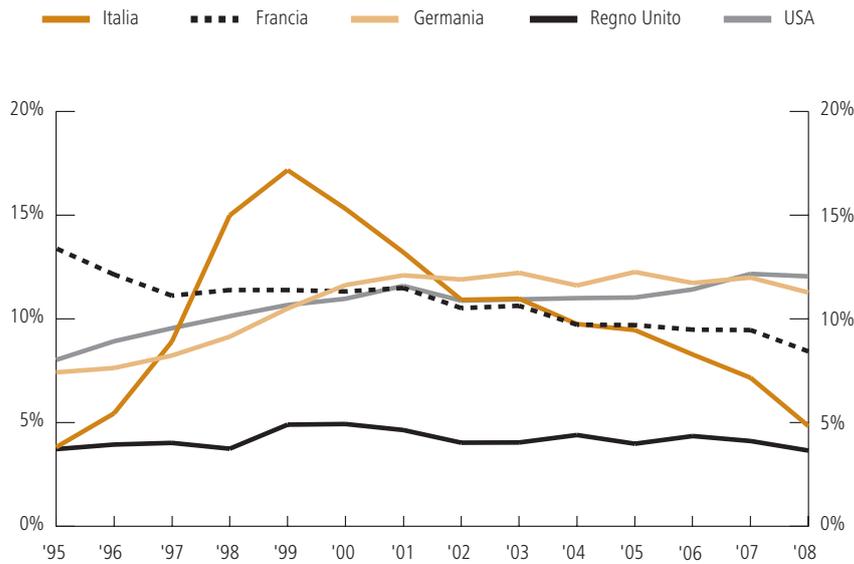
Nel corso degli anni successivi, con il progressivo sgonfiarsi della bolla speculativa della *new economy*, l'interesse mostrato dalle famiglie italiane nei confronti dell'investimento nei fondi ha subito una battuta d'arresto. Tra il 2000 e il 2004 il flusso complessivo di attività finanziarie ha superato i 650 miliardi, ma di questi solo 16 sono confluiti nei fondi. Nel periodo considerato la maggior parte del nuovo risparmio finanziario si è indirizzato verso depositi e liquidità, prodotti assicurativi e obbligazioni.

Nei successivi 5 anni, l'erosione del peso dei fondi nei portafogli delle famiglie ha subito un'ulteriore accelerazione; tra il 2005 e il 2009, nonostante il monte delle attività finanziarie abbia beneficiato di flussi pari a 508 miliardi, i fondi hanno subito deflussi per circa 110 mld. Per contro si è ulteriormente rafforzata la raccolta di risparmio nella forma dei depositi (+235 mld) e dei titoli obbligazionari, in particolare di quelli emessi dalle banche (+122).

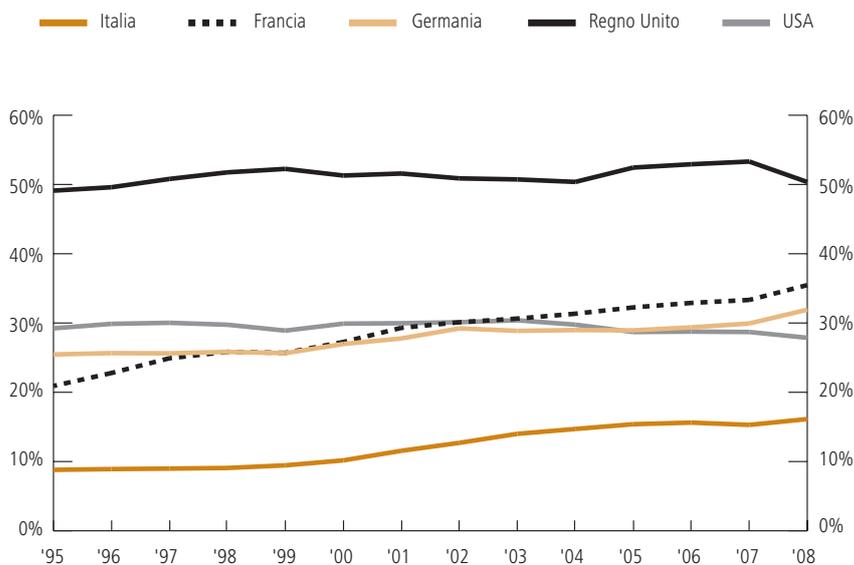
Nello stesso arco di tempo si è verificata una generale riduzione della propensione al rischio delle famiglie che ha determinato anche tra i fondi un'evidente correzione del peso delle diverse *asset class*: a settembre 2009 i prodotti azionari rappresentavano un modesto 15% della gestione collettiva.

Da un confronto internazionale emerge che il pronunciato andamento a parabola della quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi costituisce una peculiarità del mercato italiano che non trova riscontro in altri paesi come Francia, Germania, Regno Unito e USA² (**Figura 1**). In particolare si osserva che la contrazione dei fondi verificatasi negli ultimi 10 anni si è negativamente combinata con un insufficiente sviluppo degli investitori istituzionali (fondi pensione e imprese di assicurazione, **Figura 2**).

2 In questa sede si è scelto di mettere in evidenza le dinamiche delle serie storiche (variazioni) dei diversi paesi anziché soffermarsi sulle differenze fatte segnare nei valori assoluti. La spiegazione di questi ultimi in chiave comparativa è infatti particolarmente complessa per via della diversa articolazione dei mercati dei prodotti di investimento cui si aggiungono importanti limitazioni dei sistemi di contabilità dei singoli paesi, delle quali quella descritta nella nota precedente relativa al caso italiano rappresenta un chiaro esempio.



Fonte: Eurostat, OECD.



Fonte: Eurostat, OECD.

Figura 1: quota parte delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi comuni. Confronto internazionale con Francia, Germania, Regno Unito e USA.

Figura 2: quota parte delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita. Confronto internazionale con Francia, Germania, Regno Unito e USA.

Le difficoltà incontrate dal mercato italiano dei fondi comuni hanno dato vita nel corso degli ultimi anni ad un ampio e vivace dibattito in ordine alle relative cause e alle soluzioni più opportune³.

Per quanto riguarda l'indagine delle cause, il dibattito si è prevalentemente concentrato sui temi dell'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

3 Si veda ad esempio (Banca d'Italia, 2008), (Messori, 2008), (Messori, 2007) e (Rota, 2007).

consulenza, modelli di remunerazione), della regolamentazione (effetti delle difformità in materia di trasparenza informativa, regole di offerta e fiscalità relative a prodotti concorrenti), ed infine quello del rapporto tra la funzione di intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario e quella svolta dagli investitori istituzionali, in particolare dai fondi comuni. Per contro, minori risorse sono state indirizzate allo studio del fenomeno dal lato della domanda, in particolare da quello del risparmiatore *retail*.

In tale contesto il presente lavoro intende fornire un contributo alla comprensione della struttura della domanda attraverso la caratterizzazione delle decisioni delle famiglie in ordine all'investimento in fondi; in particolare vengono studiate le relazioni di dipendenza di tali scelte da variabili quali la ricchezza, l'età, il grado di istruzione, il livello di consulenza ricevuto, etc... Il lavoro si basa sui risultati di un'analisi della propria banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori opportunamente integrata con informazioni provenienti da fonti pubblicamente disponibili circa la composizione della ricchezza delle famiglie italiane⁴ e le caratteristiche generali della popolazione (ISTAT).

Le conclusioni confermano la significatività e la relativa stabilità nel tempo delle relazioni indagate e si ritiene che esse possano costituire un utile punto di riferimento per gli operatori del settore per un'analisi in chiave commerciale. Al tempo stesso, tale stabilità, unitamente alla ridotta variabilità temporale delle variabili esplicative identificate, consente di escludere che la domanda abbia avuto un ruolo autonomo nella determinazione della dinamica del mercato dei fondi illustrata nella **Figura 1**. In altri termini, in ciascuno dei periodi indagati, il livello complessivo della domanda di fondi da parte delle famiglie sembrerebbe attribuibile più ai fattori dell'offerta cui si è fatto cenno più sopra che non alle caratteristiche della clientela.

Nella **Sezione 2** vengono presentate e commentate alcune statistiche relative alla banca dati Assogestioni sui sottoscrittori sia per l'intero periodo 2002 - 2008 (campione ristretto) sia per il solo 2008 (campione aperto). La **Sezione 3** è dedicata ad 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

⁴ Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, d'ora innanzi anche IBF; si veda (Banca d'Italia, 2010). Disponibile su <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait>.

studiata la dipendenza dalla ricchezza, dall'età e dall'area geografica di appartenenza 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** 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 2008 (**Appendice II**).

2

LA BANCA DATI

SULLE

CARATTERISTICHE

DEI SOTTOSCRITTORI

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 ad informazioni di dettaglio sul canale di vendita e sulla composizione dell'investimento *diretto* in fondi⁵. 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 (10% del campione) e il titolo di studio conseguito (4%). 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 partecipare ovvero interrompere la partecipazione alla rilevazione, sia a causa di operazioni societarie (fusioni) accompagnate in molti casi da una ristrutturazione della gamma prodotti. La **Tavola 2** fornisce una visione di insieme del numero di operatori presenti, tempo per tempo, nella banca dati, raggruppati in base all'anno di prima rilevazione; delle 33 società presenti nel 2008, 24 sono presenti anche in tutti gli anni precedenti.

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

Fonte: BDS.

2.1 Caratteristiche principali

Tavola 2: società di gestione presenti nella BDS. Numero per anno di indagine e di primo ingresso nella rilevazione.

⁵ 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).

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 verticale⁶; 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.

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 tale 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 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.

2.2 Rappresentatività

Fatta eccezione per gli anni 2002 e 2007, il patrimonio complessivo dei fondi italiani presenti nella banca dati rappresenta una quota superiore al 90% del dato riferito all'intero mercato (fondi aperti della medesima giurisdizione). Il coefficiente relativo ai fondi round-trip si colloca 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 3**).

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 molto dalle stime basate sui Conti Finanziari⁷ 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 Si veda (Beltratti, 2007).

7 Sulla base dei dati pubblicati dalla Banca d'Italia le famiglie detengono il 72% delle quote di fondi comuni "emessi da residenti" (settembre 2009).

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

Fonte: BDS, Assogestioni.

Tavola 3: patrimonio complessivo (in miliardi di €), indicatori di rappresentatività (in percentuale) e numero fondi.

Nelle **Tavole 4 e 5** sono riportate, per ciascun anno di rilevazione, alcune statistiche univariate riguardanti la distribuzione, rispettivamente, del numero dei 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 ad 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 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).

I dati relativi alla ripartizione dei sottoscrittori tra **uomini e donne** mettono in evidenza un lento ma costante calo della proporzione dei primi a favore delle seconde: nell'arco di 6 anni il *gap* tra i sessi misurato in termini di individui è sceso di 5 punti (dal 20 al 15%), tale calo è risultato più accentuato se misurato in termini di patrimonio (-6,5%).

2.3 Statistiche descrittive

2.3.1 Serie storiche (statistiche univariate)

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

Tavola 4: 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 2008 anche l'ammontare assoluto. Una macrocategoria è definita prevalente se almeno il 70% del portafoglio del sottoscrittore è investito in fondi ad essa appartenenti.

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
TOTALE	2.138	100	2.351	2.437	2.520	2.515	2.375
Sesso							
Uomo	1.229	57,5	57,9	58,5	58,8	59,3	59,9
Donna	910	42,5	42,1	41,5	41,2	40,7	40,1
Età							
< 26	51	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1
26 - 35	227	10,6	11,3	11,9	12,7	13,5	14,6
36 - 45	440	20,6	21,0	21,2	21,4	21,4	21,6
46 - 55	452	21,1	20,8	20,5	20,2	20,1	20,4
56 - 65	412	19,3	19,3	19,4	19,5	19,6	19,4
66 - 75	332	15,5	15,3	15,1	14,9	14,4	13,8
> 75	224	10,5	9,8	9,3	8,7	8,3	7,5
Età media		55	54	54	53	53	52
Area geografica							
Nord-Ovest	707	33,1	32,4	32,8	32,9	32,9	32,5
Nord-Est	662	31,0	31,3	31,3	31,3	31,3	30,9
Centro	360	16,8	16,8	16,8	16,7	16,9	17,3
Sud	256	12,0	12,3	12,2	12,3	12,3	12,6
Isole	153	7,2	7,1	6,9	6,7	6,6	6,6
Macrocategoria prevalente							
Azionari	413	19,3	21,4	22,7	23,3	24,7	25,4
Bilanciati	169	7,9	9,3	9,3	10,4	10,4	10,0
Flessibili	268	12,5	11,3	11,3	1,8	1,0	0,5
Obbligaz.	619	29,0	26,8	30,8	35,8	34,3	30,1
Liquidità	359	16,8	13,4	7,3	10,7	11,4	15,3
Nessuna	310	14,5	17,9	18,6	18,0	18,2	18,7
Numero di fondi							
1	1.379	64,5	61,4	59,2	58,4	57,0	56,5
2	348	16,3	17,0	17,1	16,9	16,6	16,8
3	147	6,9	7,7	7,9	8,0	8,2	8,5
4 - 6	147	6,9	7,9	8,7	8,7	9,0	9,4
7 - 10	68	3,2	3,6	4,4	4,8	5,9	5,8
oltre 10	49	2,3	2,5	2,8	3,1	3,4	3,1
N. medio fondi		1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1
Modalità sottoscrizione							
Pic	1.602	74,9	77,3	79,3	80,8	81,2	81,1
Pac	376	17,6	15,6	14,1	13,1	12,8	12,4
Pic/Pac	160	7,5	7,1	6,6	6,2	6,0	6,5

Fonte: BDS.

La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori

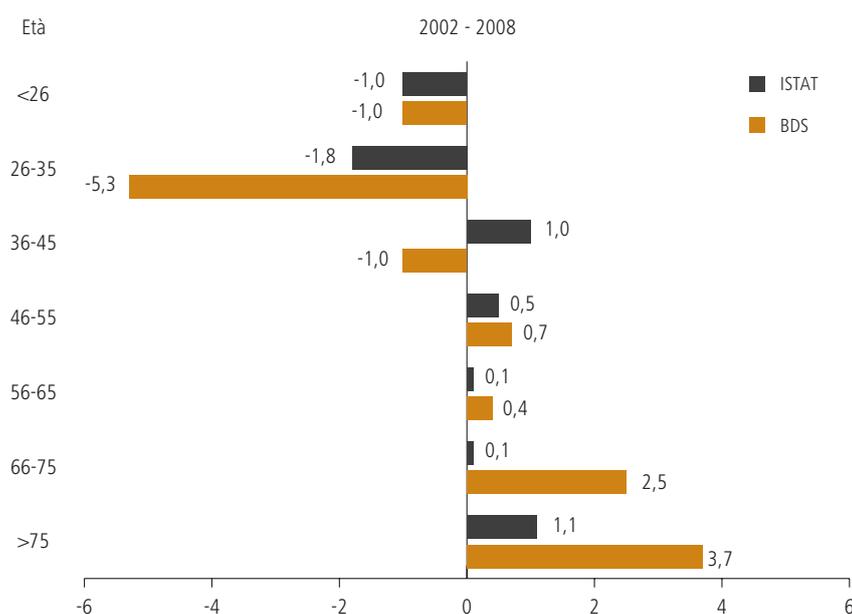
	2008		2007		2006		2005		2004		2003		2002	
TOTALE	53.654	100	67.831	74.475	78.951	74.721	73.429	62.396						
Sesso														
Uomo	32.014	59,7	61,2	62,2	62,6	63,0	63,4	62,9						
Donna	21.640	40,3	38,8	37,8	37,4	37,0	36,6	37,1						
Età														
< 26	423	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1						
26 - 35	2.625	4,9	5,3	5,7	6,1	6,6	7,3	8,1						
36 - 45	7.692	14,3	15,3	15,7	16,0	16,0	16,3	16,6						
46 - 55	10.613	19,8	20,1	20,0	19,8	20,0	20,4	20,8						
56 - 65	11.990	22,3	22,7	23,2	23,5	23,9	24,1	23,7						
66 - 75	11.119	20,7	20,4	20,3	20,2	19,8	19,2	18,8						
> 75	9.192	17,1	15,5	14,4	13,5	12,9	11,8	10,8						
Area geografica														
Nord-Ovest	19.177	35,7	35,2	36,4	36,5	36,5	35,9	37,9						
Nord-Est	15.706	29,3	30,8	30,0	29,4	28,7	28,0	27,1						
Centro	8.862	16,5	16,1	16,1	16,3	16,8	17,5	17,6						
Sud	6.357	11,8	11,8	11,6	12,0	12,2	12,7	12,0						
Isole	3.553	6,6	6,2	5,9	5,8	5,8	5,9	5,5						
Macrocategoria														
Azionari	7.703	14,4	23,2	25,9	24,9	23,7	23,0	24,6						
Bilanciati	4.901	9,1	12,4	14,1	14,7	14,2	14,2	16,3						
Flessibili	7.315	13,6	13,2	8,8	3,6	1,8	0,6	0,4						
Obbligaz.	20.749	38,7	33,5	37,6	44,5	46,0	40,3	45,7						
Liquidità	12.987	24,2	17,8	13,7	12,2	14,4	21,8	13,1						
Numero di fondi														
1	24.340	45,4	38,5	34,9	34,9	35,8	37,1	35,0						
2	9.384	17,5	17,7	17,2	16,9	16,0	16,0	16,4						
3	5.476	10,2	11,4	11,5	10,8	10,3	10,5	11,4						
4 - 6	7.697	14,3	17,3	18,5	18,0	16,9	17,1	19,0						
7 - 10	3.882	7,2	8,8	11,0	11,7	13,5	12,3	12,5						
oltre 10	2.876	5,4	6,2	6,9	7,7	7,5	7,0	5,7						
Modalità sottoscrizione														
Pic	46.025	85,8	86,0	86,6	87,6	88,2	87,9	88,0						
Pac	2.973	5,5	5,4	5,2	5,0	4,8	4,5	4,5						
Pic/Pac	4.657	8,7	8,6	8,2	7,4	7,0	7,5	7,5						

Tavola 5: patrimonio totale per anno (milioni di euro), 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 2008 è riportato anche l'ammontare di patrimonio per ogni raggruppamento.

Fonte: BDS.

La distribuzione degli investitori per **classi di età** si contraddistingue per una sostanziale stabilità nel tempo del peso delle classi centrali (36-65 anni) cui fa da contraltare una costante perdita di peso da parte degli individui più giovani a favore di quelli più anziani. Tale dinamica è chiaramente indicativa di un insufficiente ricambio generazionale della clientela e di un suo graduale generale invecchiamento (l'età media sale da 51 a 55 anni). E' interessante notare che tale fenomeno risulta più accentuato rispetto a quello che caratterizza la popolazione italiana nel suo complesso (**Tavola 6**).

Tavola 6: confronto tra le variazioni percentuali nelle distribuzioni per classi di età intervenute tra il 2002 e il 2008 relative alla popolazione italiana (ISTAT) e quella della BDS.



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: circa due terzi dei sottoscrittori sono residenti nelle regioni del nord e detengono un'analogha 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 netta riduzione della quota di investitori che detengono esclusivamente fondi azionari e un'importante affermazione dei fondi flessibili come prodotti "completi". Quest'ultimo fenomeno ha contribuito con ogni probabilità alla riduzione del numero di sottoscrittori con portafogli in cui non prevale alcuna specifica macrocategoria. L'analisi del patrimonio investito fa emergere un andamento del peso delle macrocategorie sostanzialmente in linea con l'andamento dei mercati sottostanti. La quota degli azionari subisce un'importante riduzione

La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Investimento medio	26.091	30.522	32.896	33.560	32.328	31.573	28.251
Investimento mediano	9.761	11.019	11.857	12.339	11.515	11.044	10.724
Media interquartilica							
I	1.390	1.767	1.971	2.067	1.923	1.889	1.803
II	6.054	7.374	7.866	8.150	7.600	7.312	7.045
III	15.782	18.448	19.558	20.177	18.953	18.056	17.285
IV	77.136	87.809	92.835	94.913	90.360	85.678	78.958
% Patrimonio per quartile							
I	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
II	6,0	6,4	6,4	6,5	6,4	6,5	6,7
III	15,7	16,0	16,0	16,1	15,9	16,0	16,4
IV	76,9	76,1	76,0	75,7	76,0	75,9	75,1
% Patrimonio per decile							
I	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
II	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
III	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
IV	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4
V	3,2	3,3	3,3	3,4	3,3	3,4	3,5
VI	4,5	4,7	4,7	4,8	4,7	4,7	4,9
VII	6,7	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,0
VIII	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	10,1
IX	16,7	16,5	16,4	16,4	16,4	16,4	16,5
X	54,5	54,0	54,0	53,8	54,2	54,0	53,1
Gini	0,68	0,68	0,68	0,67	0,68	0,67	0,67
Per memoria							
Gini - ricchezza netta (IBF)	0,61		0,62		0,60		0,62

Fonte: BDS, IBF.

nel corso del 2008 passando dal 23% al 14% a favore dei fondi di liquidità e obbligazionari.

Per quanto riguarda il **numero di fondi** detenuti si osserva una lenta ma costante crescita del numero di sottoscrittori che concentra il proprio investimento in un solo prodotto (+12%); per converso coloro che detengono più di 3 fondi passano dal 21 al 12% del totale degli individui censiti. Il confronto con la distribuzione per importo investito evidenzia che coloro che investono somme più elevate scelgono 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 25% dei sottoscrittori ha almeno un Pac, +7% in sei anni) nonostante gli importi sottoscritti tramite questa modalità rimangano, nel loro complesso, piuttosto modesti (14% circa del patrimonio).

La **Tavola 7** riporta alcune statistiche riguardanti la distribuzione del patrimonio tra i sottoscrittori. Appare con tutta evidenza l'elevata concentrazione del patrimonio nei quantili più alti (il primo 10% di individui per importo investito

Tavola 7: investimento medio, mediano, quartili di investimento (valore medio) e concentrazione del patrimonio per quartili e decili. Indici di concentrazione di Gini.

detiene più della metà del patrimonio complessivo); tale concentrazione si rileva anche nella differenza particolarmente accentuata tra gli importi dell'investimento medio (26.091€) e mediano (9.761€). 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).

2.3.2 Statistiche bivariate (2008)

La **Tavola 8a** riporta i risultati di un'analisi bivariata del campione costituito da tutti i sottoscrittori rilevati nel 2008 (campione aperto costituito da 33 società); le caratteristiche analizzate in precedenza insieme all'informazione relativa al canale di vendita⁸ 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** (57%); 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.

Al crescere dell'**età** i sottoscrittori si concentrano maggiormente nei decili di patrimonio più elevato. In particolare due terzi degli ultra sessantacinquenni investe importi superiori al patrimonio mediano (10.500€). 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.

⁸ Rete di promotori e banca: il canale diretto (0,3% dei sottoscrittori nel 2008) 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.

La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori

	# Sott.	% da	Decili di investimento (€)									
			0	1.054	2.773	4.913	7.318	10.557	15.340	21.980	33.573	oltre
		a	1.054	2.773	4.913	7.318	10.557	15.340	21.980	33.573	59.677	59.677
TOTALE	6.645	100	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Sesso												
Uomo	3.771	56,8	10,7	10,1	9,9	9,6	9,8	9,7	9,8	9,9	10,0	10,4
Donna	2.873	43,2	9,1	9,9	10,2	10,5	10,3	10,3	10,3	10,1	9,9	9,4
Età												
<26	147	2,2	23,1	20,5	15,6	12,1	9,6	6,6	4,9	3,5	2,3	1,8
26 - 35	687	10,3	18,0	17,0	14,0	11,5	10,0	8,5	7,3	6,0	4,7	2,9
36 - 45	1.329	20,0	14,0	13,6	12,3	10,8	10,0	9,4	8,6	8,0	7,3	6,1
46 - 55	1.324	19,9	10,6	10,6	10,5	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,5	9,3
56 - 65	1.242	18,7	7,4	7,9	8,9	9,6	10,2	10,5	10,9	11,2	11,5	12,0
66 - 75	1.077	16,2	5,3	6,0	7,8	9,5	10,3	11,1	11,8	12,2	12,7	13,4
> 75	839	12,6	3,8	4,0	5,8	8,1	9,3	10,8	12,1	13,7	15,1	17,2
Area geografica												
Nord-Ovest	2.623	39,5	8,7	8,8	9,3	9,7	9,9	10,2	10,4	10,7	10,9	11,3
Nord-Est	1.669	25,1	10,2	10,7	11,0	10,6	10,6	10,2	9,8	9,4	9,0	8,3
Centro	1.080	16,3	11,1	11,5	10,9	10,2	9,8	9,6	9,4	9,2	9,0	9,3
Sud	875	13,2	11,6	10,1	9,2	9,6	9,4	9,5	9,9	10,0	10,4	10,3
Isole	397	6,0	11,4	10,6	9,5	9,8	9,5	9,8	9,9	10,3	9,9	9,3
Macrocategoria prevalente												
Azionari	1.282	19,3	15,8	22,3	17,3	11,8	9,2	7,7	5,5	4,4	3,3	2,6
Bilanciati	318	4,8	12,0	14,3	15,3	10,4	11,5	9,2	8,0	7,1	6,3	5,8
Flessibili	835	12,6	10,3	9,7	12,9	10,9	12,8	9,6	9,7	9,1	8,5	6,5
Obbligaz.	1.981	29,8	10,6	7,0	7,7	9,9	9,3	10,9	11,0	11,3	11,2	11,0
Liquidità	1.390	20,9	7,7	6,0	6,2	9,8	10,2	10,6	12,0	11,9	12,5	13,0
Nessuna	839	12,6	2,5	3,7	5,6	6,5	9,2	10,9	12,3	14,2	16,0	18,9
Numero di fondi												
1	4.441	66,8	13,5	12,4	11,4	11,1	10,4	9,4	9,2	8,4	7,6	6,5
2	1.142	17,2	4,0	7,2	9,1	9,5	10,5	11,9	11,6	12,2	12,4	11,6
3	475	7,1	2,1	3,9	6,7	7,5	9,3	11,6	12,1	14,1	15,8	17,0
4 - 6	415	6,2	1,4	2,1	3,9	4,9	6,8	9,6	11,4	14,6	18,8	26,4
7 - 10	114	1,7	2,2	1,9	3,2	3,9	5,8	8,1	10,1	13,5	18,0	33,4
oltre 10	58	0,9	1,9	1,9	3,4	3,9	6,5	8,8	11,0	14,4	18,5	29,8
Modalità sottoscrizione												
Pic	5.126	77,1	6,2	7,6	9,2	10,3	10,6	10,7	11,1	11,3	11,5	11,7
Pac	1.032	15,5	32,5	24,0	14,8	8,8	6,5	4,9	3,4	2,5	1,7	1,1
Pic/Pac	487	7,3	2,7	6,1	8,7	10,0	11,2	13,3	12,4	12,8	12,2	10,6
Canale di vendita												
Rete promotori	945	14,2	11,3	8,6	10,5	9,8	10,3	10,3	9,9	9,8	9,7	9,8
Banca	5.699	85,8	9,8	10,2	9,9	10,0	10,0	9,9	10,0	10,0	10,1	10,0

Fonte: BDS.

glio fondi (il 50% 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.

Tavola 8a: anno 2008.
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).

I due terzi circa 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.

Per quanto attiene alla modalità di sottoscrizione, il 77% dei sottoscrittori predilige il versamento unico; coloro che ricorrono in via esclusiva ai piani di accumulo (16% della popolazione) si concentrano nei primi 3 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 censiti (85% circa) ha investito attraverso il canale bancario, la rimanente proporzione si è invece affidata alle reti di promotori. Tuttavia, al netto di tale differenza, la distribuzione degli investitori per decili di investito risulta abbastanza omogenea tra i due canali: la proporzione dei clienti che investono più di 60.000€ in fondi è pari al 10% tanto tra le banche quanto tra i promotori finanziari.

La **Tavola 8b** riporta i risultati di un'analisi bivariata che incrocia le caratteristiche sulla professione e sul titolo di studio con la distribuzione dei sottoscrittori per decili di patrimonio investito. Data la scarsa disponibilità di dati relativi a queste due variabili, il campione risulta ristretto a due sole società di gestione.

Emerge che l'investitore prevalente è impiegato (25%) o pensionato (15%) e ha conseguito un diploma di scuola media superiore (42%). Ad analoghe conclusioni si perviene analizzando i dati dei bilanci delle famiglie italiane. Più del 15% dei dirigenti, degli imprenditori e dei pensionati investe in fondi importi superiori ai 37.000€ (ultimo decile).

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 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 2 anni e 9 mesi; raggruppando i prodotti per macrocategoria non si eviden-

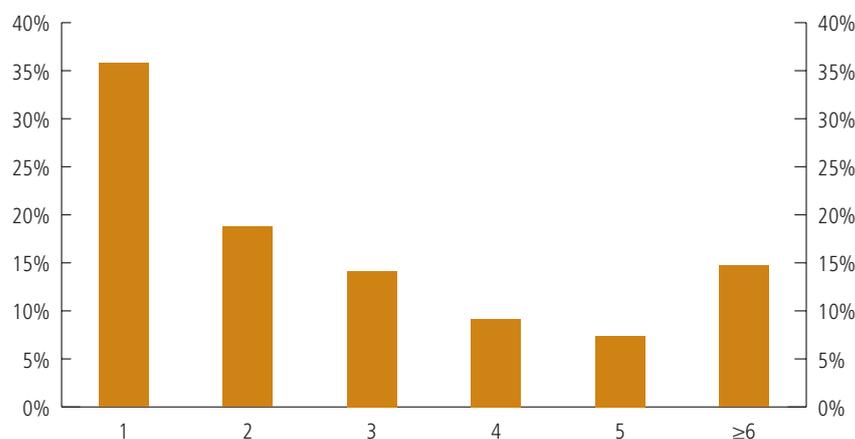
La banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori

	# Sott.	%	Decili di investimento (€)									
			da a	0 191	1.636 1.636	3.194 3.194	4.923 4.923	7.011 7.011	9.956 9.956	14.009 14.009	20.974 20.974	oltre 37.211
TOTALE	306	100	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Professione												
Dirigente	6	2,0	6,4	7,3	7,2	7,4	8,1	9,5	10,1	11,7	13,5	18,7
Quadro	3	1,0	3,9	7,0	8,7	10,3	10,8	11,7	11,3	12,4	13,3	10,8
Impiegato/a	77	25,0	8,7	10,6	11,5	11,5	11,2	10,8	10,5	9,7	8,9	6,6
Insegnante	5	1,7	11,4	9,8	9,7	10,1	10,2	9,8	10,4	10,1	9,8	8,6
Operaio/a	34	11,2	10,8	11,7	12,3	11,9	11,2	10,5	10,0	9,3	7,6	4,7
Imprenditore	18	5,8	6,6	8,9	8,5	8,7	8,6	9,5	9,7	10,5	12,3	16,8
Commerciante	16	5,1	9,9	10,6	9,3	9,2	9,5	9,5	9,6	9,9	10,4	12,2
Libero prof.	40	13,1	9,1	10,3	9,2	9,3	9,3	9,6	9,9	10,7	10,9	11,8
Agricoltore	2	0,6	10,5	10,0	9,9	8,9	9,9	10,0	8,8	9,7	10,0	12,3
Pensionato/a	48	15,6	6,8	6,5	7,6	8,5	9,6	10,1	11,1	11,6	13,1	15,2
Disoccupato/a	1	0,3	5,3	13,0	12,9	13,4	11,9	9,0	10,0	8,1	8,6	8,0
Non disponibile	57	18,5	16,4	11,5	10,2	9,5	9,2	9,1	8,6	8,5	8,4	8,6
Titolo di studio												
Nessun titolo	1	0,2	8,0	7,4	9,1	9,8	10,0	10,1	8,5	11,4	10,9	14,9
Media inferiore	62	20,2	7,1	9,7	10,5	10,4	10,6	10,6	10,4	10,6	10,5	9,7
Media superiore	129	42,1	6,6	9,9	10,7	10,9	10,7	10,5	10,4	10,3	10,1	9,8
Laurea	44	14,5	5,5	8,3	9,4	9,8	9,8	10,2	10,4	10,9	11,7	13,9
Non disponibile	71	23,1	21,6	11,5	8,6	8,2	8,3	8,4	8,6	8,3	8,4	8,1

Fonte: BDS.

ziano grosse differenze tra le diverse *asset class*: i fondi azionari si collocano intorno ai 3 anni, quelli di liquidità intorno ai 2 anni e mezzo.

La distribuzione dei diversi fondi sulla base della statistica in questione risulta sbilanciata sul breve termine: più di un terzo dei fondi viene detenuto per un anno o meno, mentre solo il 15% di essi beneficia di tempi di possesso di 6 o più anni (Figura 3).



Fonte: BDS.

Tavola 8b: anno 2008. Campione relativo a due società. Distribuzione per decili di patrimonio investito incrociato con professione e titolo di studio. 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).

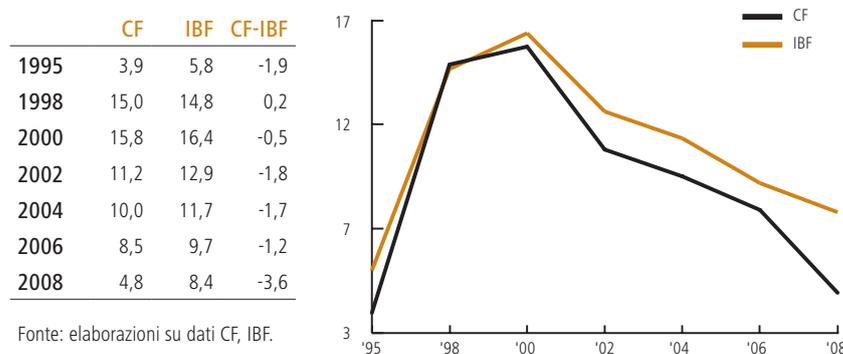
3

STRUTTURA

E DINAMICA

DELLA DOMANDA

Nella **Tavola 9** vengono messe a confronto due diverse stime della quota della ricchezza finanziaria delle famiglie investita in fondi (d'ora inanzi 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).



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

Tavola 9: *share* CF e IBF a confronto. Valori in %.

Come anticipato nell'introduzione, i dati di contabilità nazionale evidenziano una crescita sostenuta dell'indicatore fino al 2000, periodo a partire dal quale inizia a manifestarsi un *trend* negativo che si fa particolarmente accentuato nel 2008.

La *share* calcolata sui dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie mostra un andamento di segno analogo; tuttavia, a partire dal 2000, i valori risultano costantemente superiori a quelli basati sui Conti Finanziari e la differenza risulta particolarmente significativa nell'anno in cui i deflussi dai fondi comuni hanno raggiunto il massimo storico (3,6% nel 2008).

In considerazione della robustezza del segno di tale *gap* si ritiene che gli errori di stima non siano tali da determinare un rovesciamento del fenomeno descritto. Può quindi essere utile ricercare una spiegazione di tale differenza 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 lo scostamento (crescente) tra le due *share* segnala

che le scelte d'investimento delle famiglie più ricche si sono via via differenziate rispetto a quelle della famiglia mediana.

L'evidenza empirica qui presentata suggerisce che a partire dal 2000 le famiglie più agiate (ricchezza media) hanno ridotto la propria *share* a tassi più elevati (e crescenti) rispetto a quanto hanno fatto le famiglie meno facoltose (ricchezza mediana) e quindi che gli importanti deflussi registrati nel corso degli ultimi anni, ed in particolare nel periodo 2006-2008, 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.

3.2 Participation e conditional share

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

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 che si intende allocare al prodotto considerato (*conditional share*)⁹.

La letteratura empirica in materia di portafogli delle famiglie mostra che tali 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. Diversi infatti sono 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* (Part), la *conditional share* (CShare) e il rapporto tra la ricchezza finanziaria

9 Si veda (Guiso e Jappelli, 2002).

media di coloro che detengono fondi e quella dell'intera popolazione (w)¹⁰.

Nella **Tavola 10** vengono rappresentati i valori assunti da questi tre indicatori nel corso dei diversi anni considerati¹¹.

	Share	Part	CShare	w	ΔShare	Contributi alla ΔShare		
						Part	CShare	w
1995	5,8	4,9	27,2	4,3				
1998	14,8	11,1	38,1	3,5	10,6	10,0	1,9	-1,3
2000	16,4	13,3	36,4	3,4				
2000	16,4	13,3	36,4	3,4				
2002	12,9	12,1	37,8	2,8				
2004	11,7	9,3	37,6	3,3	-8,0	-7,6	-3,3	3,2
2006	9,7	8,6	32,3	3,5				
2008	8,4	7,2	29,1	4,0				

Tavola 10: le determinanti della *share*. Valori in %.

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

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 terzo. 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 10 punti della *share* è spiegato per la maggior parte dall'aumento della quota di popolazione che possiede fondi (+10%), seguito dall'aumento della porzione di ricchezza in essi investita (+1,9%); 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* (-8% nel periodo 2000-2008) è spiegata in gran parte dalla variazione (negativa) della *participation* e per la restante parte (un terzo circa) dalla dinamica della *conditional share*; la modifica della distribuzione della ricchezza relativa ha invece un effetto di sostegno della *share*.

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

11 La differenza tra il dato di *participation* relativo al 2008 di fonte IBF (7,2%) e quello che potrebbe essere calcolato dividendo il numero di sottoscrittori rilevati in BDS nel medesimo anno (6,6 milioni) per l'intera popolazione italiana (60 milioni, da cui si ottiene un livello pari a 11%) è il riflesso della differenza di comportamento tra la famiglia mediana (IBF) e quella media: la probabilità di detenere fondi è più elevata tra le famiglie con ricchezza più elevata (si veda anche più sotto alla Sezione 3.5). L'impiego di dati IBF implica l'adozione del punto di vista della famiglia mediana.

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 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 Dinamica della *participation* e flussi di raccolta

Le informazioni presenti nella BDS consentono di seguire le vicende relative al possesso di fondi di ciascun sottoscrittore nel corso degli anni durante i quali si è svolta l'indagine. In particolare, sulla base dell'osservazione degli individui che fanno la loro comparsa oppure vengono meno tra una rilevazione e quella successiva, è stato calcolato, anno per anno, il numero di sottoscrittori entrati (*In*) o usciti (*Out*) dal mercato.

La differenza tra questi due indicatori è positivamente correlata con la dinamica della *participation*. Infatti, ipotizzando con una certa dose di approssimazione che nel periodo considerato l'universo di riferimento (popolazione italiana) sia rimasto costante, un eccesso del numero di sottoscrittori entranti su quelli uscenti segnala un proporzionale incremento della *participation* (e viceversa).

Nella **Figura 4** i risultati di questo esercizio sono stati messi in relazione con l'ammontare della raccolta netta annuale registrata per i fondi censiti nella banca dati.

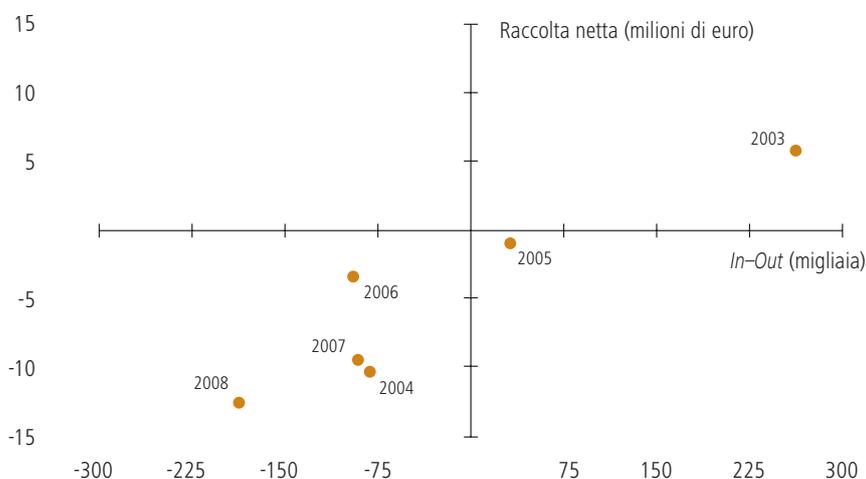


Figura 4: saldo *In-Out* su raccolta netta.

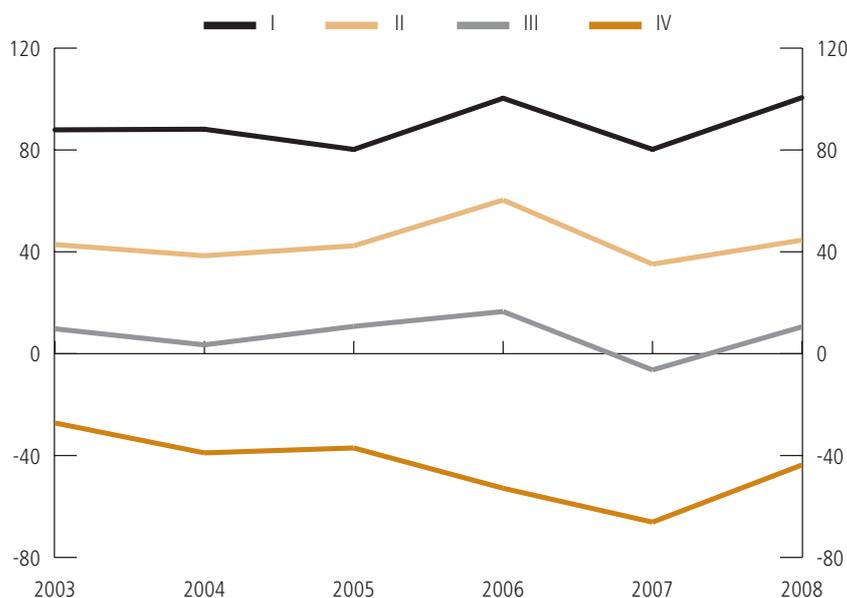
Fonte: BDS.

Il grafico mette in evidenza che il segno e la magnitudine della raccolta netta dei fondi sono fortemente e positivamente correlati con la decisione di entrare o uscire dal mercato. Tale considerazione rafforza le conclusioni di analoga natura raggiunte nella sezione precedente e relative al ruolo centrale giocato dalla *participation* nella determinazione della *share* dei fondi.

Per ciascun anno tra il 2003 e il 2008 i sottoscrittori che mantengono l'investimento in uno specifico fondo nel corso dei 12 mesi sono stati raggruppati sulla base del confronto tra il valore dello *stock* rilevato all'inizio e alla fine dell'anno considerato. Se tale confronto segnala un incremento, un decremento o nessuna variazione dell'investimento nel fondo, al netto degli effetti di performance, il sottoscrittore viene assegnato, rispettivamente, alla categoria *Up*, *Down* o *Inv*.

La differenza tra il numero di sottoscrittori *Up* e *Down* può essere considerata, con una certa approssimazione, una misura della dinamica della *conditional share*. Infatti, nell'ipotesi in cui la ricchezza complessiva dei sottoscrittori non subisca variazioni di rilievo da un anno all'altro, la decisione di incrementare/diminuire l'investimento nel fondo che si possiede segnala una variazione della *conditional share* (in aumento o in diminuzione). Per converso il comportamento degli investitori *Inv* è coerente con un valore costante della propria *share* condizionata.

Nella **Figura 5** viene rappresentato l'andamento nel corso del periodo 2003-2008 della differenza *Up-Down* distinta per quartili di ammontare investito. Si nota una chiara asimmetria nella distribuzione dei valori: i sottoscrittori



Fonte: BDS.

3.4 Dinamica della *conditional share* per importo investito

Figura 5: dinamica della distribuzione per quartili di patrimonio investito del numero di *Up* meno il numero di *Down*. Valori espressi in migliaia di sottoscrittori.

che detengono le somme più elevate si dimostrano mediamente più propensi a diminuirne l'entità nel corso di tutti gli anni considerati. Viceversa nei primi due quartili il saldo *Up-Down* suggerisce un diffuso incremento della *conditional share*. Tale fenomeno è con ogni probabilità da attribuire alla maggior diffusione tra queste classi di investimento della modalità di sottoscrizione tramite piani di accumulo (cfr. **Tavola 8a**).

Come rilevato in precedenza, nel corso degli anni considerati la *conditional share* calcolata sulla base dei dati IBF è scesa, nel complesso, di circa 9 punti percentuali (**Tavola 10**). L'evidenza presentata in questa sede suggerisce che tale calo generalizzato è il risultato di due fenomeni contrapposti. Il primo, più intenso, ha caratterizzato la classe degli investitori più abbienti ed è stato di segno costantemente negativo; il secondo, di segno positivo, ha interessato gli investitori dotati di capacità di risparmio più limitate e, con ogni probabilità, proprio per questo si è rivelato più debole.

3.5 Il contributo della ricchezza

I valori di *participation* indicati nella **Tavola 11** evidenziano una relazione crescente con il livello di ricchezza complessiva (dati IBF). Tra le famiglie appartenenti al primo quartile (patrimonio inferiore ai 30.500€) l'investimento in fondi è quasi del tutto assente. Passando ai quantili successivi esso si diffonde progressivamente fino a sfiorare il 20% 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 ad essere associato, tanto nella pratica di collocamento quanto nella decisione di acquisto, ad una certa capacità di risparmio; capacità che, per evidenti motivi, non si rintraccia nei segmenti meno abbienti della popolazione. Segmenti 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* non mostra variazioni particolarmente rilevanti al variare del quartile di appartenenza. Pertanto, nonostante la probabilità di investire in fondi vari in maniera sostanziale al variare della ricchezza, le famiglie che posseggono tali prodotti, abbienti o meno che siano, vi investono una porzione della propria ricchezza compresa tra il 20% e il 35%. 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	0,6	4,3	4,9	10,1	11,4	11,9
Participation	0,7	3,9	5,2	12,9	16,8	18,7
Conditional share	20,0	36,4	32,6	28,5	27,8	27,5

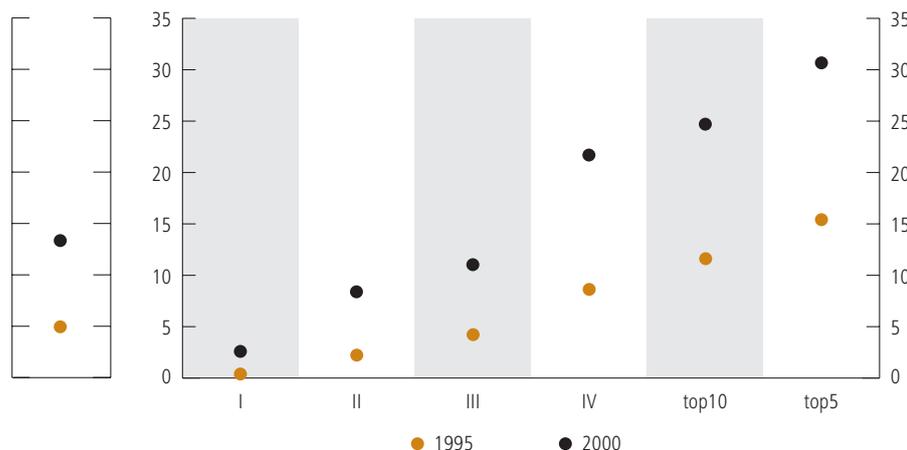
Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Tavola 11: *share, participation e conditional share* IBF. Medie interquantiliche. Anno di riferimento 2008. Valori in %.

Nelle **Figure 6 e 7** vengono rappresentate le dinamiche della *participation* per quartili di ricchezza, nelle due distinte fasi di crescita (1995-2000) e di successiva contrazione (2000-2008) 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 delle *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.

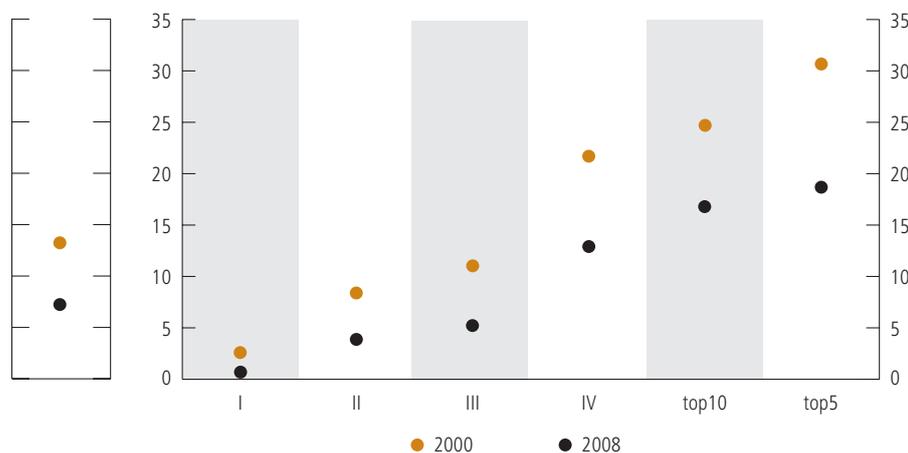
Nella fase di contrazione si assiste alla sostanziale uscita dal mercato dei fondi delle famiglie appartenenti al primo quartile e ad un pronunciato calo di *participation* che accomuna tutti gli altri quartili. La combinazione di questo dato con quello relativo alla dinamica della *conditional share* 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. Questi risparmiatori hanno ridotto la loro *share* a tassi più elevati rispetto alle famiglie meno facoltose in conseguenza, principalmente, dell'uscita di molti di loro dal mercato (nel quartile più elevato la *participation* scende dal 22% al 12%) e meno della riduzione della quota del proprio patrimonio investita in fondi (nel medesimo quartile la *conditional share* scende dal 36% al 28%).

Figura 6: *participation* per livelli di ricchezza. 1995 e 2000 a confronto. Media generale a sx e medie interquantiliche e top 10 - top 5 a dx. Valori in %



Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Figura 7: *participation* per livelli di ricchezza. 2000 e 2008 a confronto. Media generale a sx e medie interquantiliche e top 10 - top 5 a dx. Valori in %



Fonte: elaborazioni su dati IBF.

3.6 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 (7,2% nel 2008).

I risultati di questo esercizio riferiti all'ultimo anno di rilevazione sono riportati nella **Tavola 12** nella quale si evidenzia un andamento "a gobba" del profilo di partecipazione al mercato. L'uno per cento circa degli individui con meno di 30 anni investe in fondi, tale valore sale al 7% (età 30-40 anni), poi al 10% (40-50 anni) per poi attestarsi intorno all'11% fino ai 70 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.

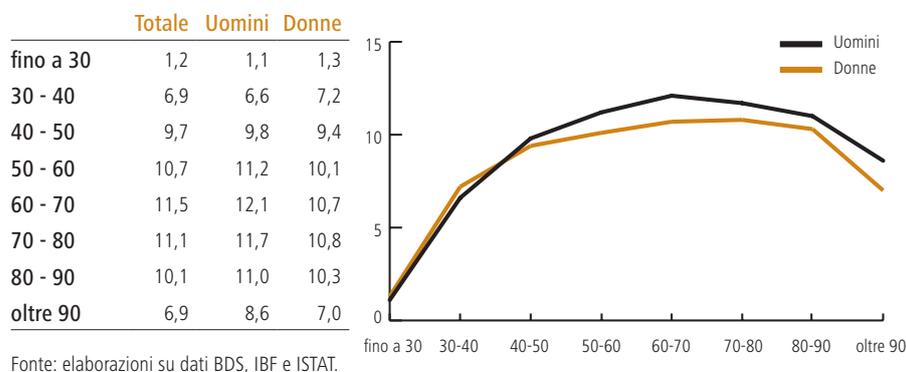


Tavola 12: *participation* per classi di età e sesso al 2008. Valori espressi in %. Campione aperto.

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 di ingresso, investimento minimo, requisiti informativi (conoscenza/esperienza), limiti alla possibilità di indebitarsi (Guiso e Jappelli, 2002).

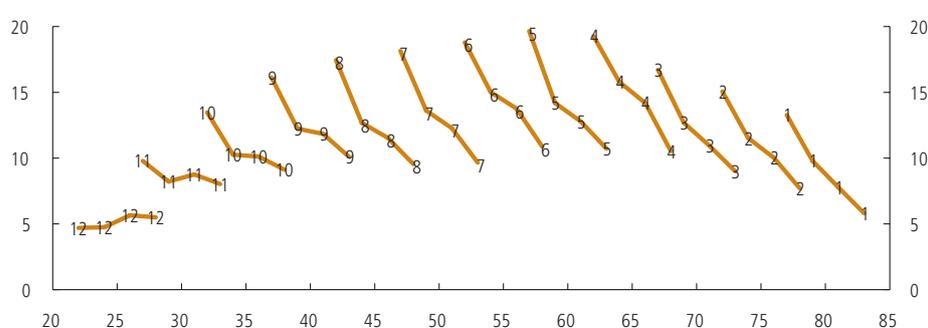
Nel caso dei fondi si ritiene che i costi di natura meramente monetaria come l'investimento minimo o le commissioni di ingresso, non rappresentino un ostacolo di particolare rilevanza alla *participation*. Infatti è noto che nella generalità dei fondi tali costi sono, in media, inferiori a quelli che 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 potrebbe invece 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 potrebbe infatti arrivare ad interessare l'intero investimento in fondi determinandone la definitiva uscita dal mercato.

Nella **Figura 8** viene rappresentata la dinamica della distribuzione della *participation* per classi d'età nel corso del periodo che va dal 2002 al 2008 attraverso 4 punti di rilevazione, uno per ciascun anno 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 es. la coorte n. 12 è rappresentata dagli individui nati tra il 1978 e il 1982). Applicando la metodologia illustrata in precedenza sono quindi stati calcolati i livelli di *participation* per ciascuna coorte in corrispondenza dei 4 anni delle rilevazione.

Figura 8: *participation* per coorti di 5 anni. Rilevazione negli anni 2002, 2004, 2006 e 2008.



Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

E' interessante notare che la generalizzata diminuzione della *participation* che si è verificata nel periodo considerato 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 giustificato 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 fase di massimo accumulo. Individui che, con ogni probabilità, hanno deciso di indirizzare il proprio risparmio verso altre forme di 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* potrebbe essere spiegato 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.

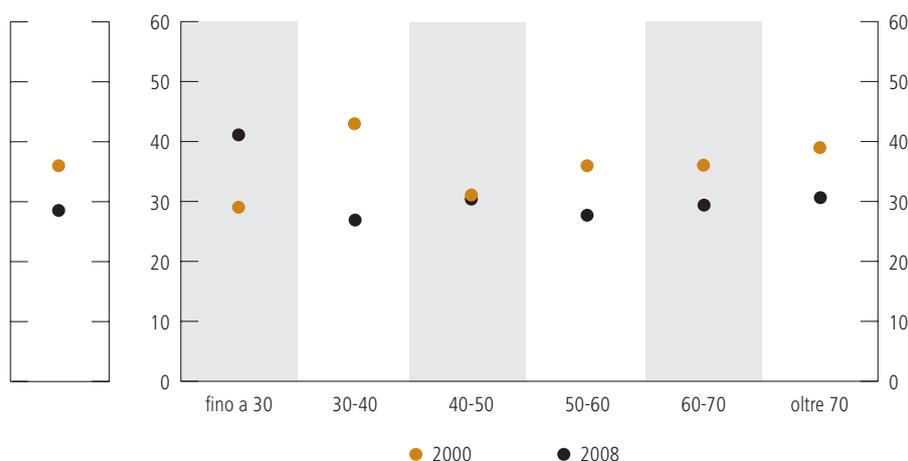


Figura 9: conditional share IBF dei fondi per classi di età. 2000 e 2008 a confronto. Media generale a sx. Valori in %.

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

La *conditional share* calcolata sulla base dei dati IBF non mostra variazioni di rilievo al crescere dell'età (Figura 9). Anche questo dato empirico è in linea con la letteratura in materia di investimento in strumenti rischiosi richiamata più sopra. Tra il 2000 e il 2008, con la sola eccezione della fascia più giovane della popolazione, 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 10).

3.7 La distribuzione geografica

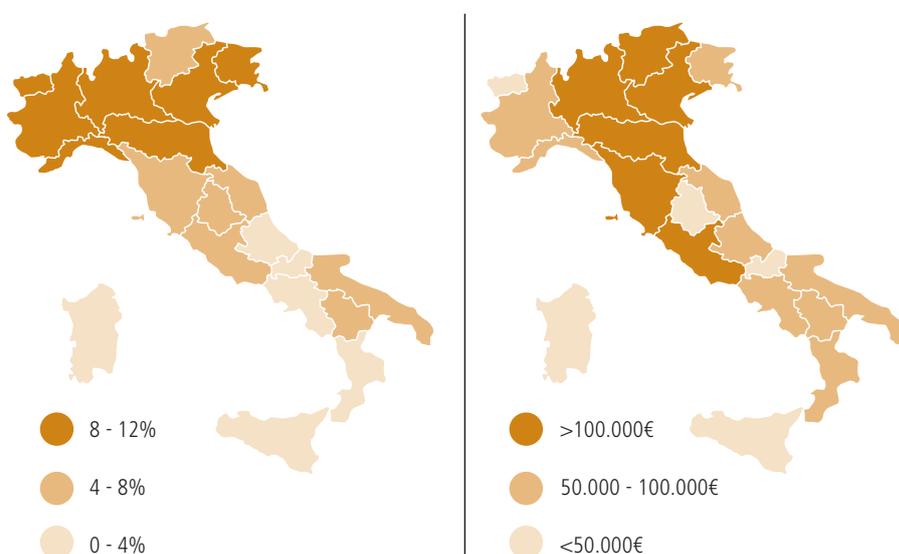


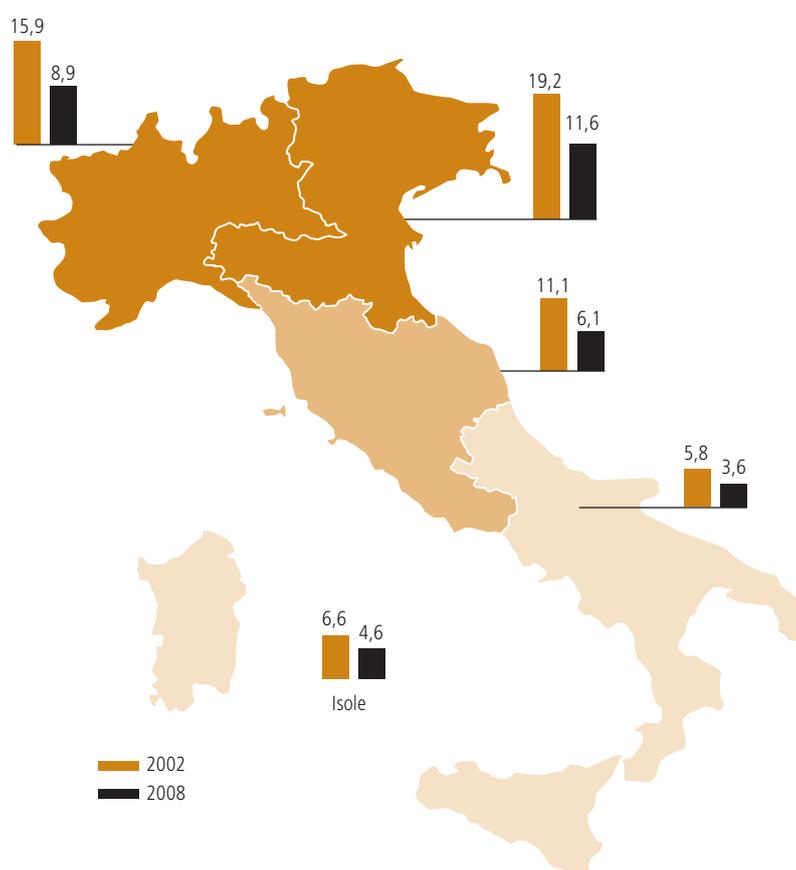
Figura 10: anno 2008. Livelli di *participation* (a sx) e di ricchezza netta pro-capite (a dx) per regione.

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 una 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 colpito in maniera sostanzialmente uniforme tutte le aree geografiche (Figura 11).

Figura 11: confronto per area geografica tra le *participation* al 2002 e al 2008. Campione ristretto.



Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

3.8 Analisi multivariata

Nelle sezioni precedenti gli effetti della ricchezza, dell'età e del luogo di residenza sulla *participation* sono stati indagati separatamente. Nella presente sezione si presentano i risultati di un esercizio econometrico effettuato sui dati IBF con i quali 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 di istruzione, condizione professionale).

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-3,3524***	
Ricchezza elevata	0,5273***	5,5460
Età	0,0483***	0,5076
Età ²	-0,4519***	-4,7529
Nord	0,4597***	4,8352
Maschio	0,1631***	1,7158
Sposato	0,1577***	1,6589
Numero figli	-0,0890***	-0,9364
Istruzione elevata	0,4548***	4,7837
Dirigente/Quadro	0,3438***	3,6158
Lavoratore autonomo	0,1998***	2,1012
% predizioni corrette		63,5

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Tavola 13: anno 2008.
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%.

I risultati presentati nella **Tavola 13** evidenziano che tutti i regressori sono statisticamente significativi. 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".

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 la residenza nel settentrione hanno un impatto elevato sull'innalzamento del livello di *participation* (+5,5% e +4,8% rispettivamente).

Tra gli altri regressori presi in considerazione il possesso di un livello di istruzione elevato (laurea) 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 il 2% e

il 5% 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 quasi 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 ad 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 ad investire in strumenti rischiosi, in questo caso in fondi (Heaton e Lucas, 2000).

4

LE SCHELTE ALLOCATIVE

Una volta deciso se e quanto del proprio patrimonio investire in fondi, il risparmiatore deve scegliere come distribuire il proprio investimento tra i diversi prodotti disponibili nel mercato.

Nel presente capitolo tale problema viene studiato attraverso una serie di analisi dei dati presenti nella BDS con l'obiettivo di individuare: quali variabili spiegano la scelta di investire in fondi appartenenti ad una determinata macrocategoria (**Sezioni 4.1 e 4.2**), le determinanti della scelta di investire in un solo fondo piuttosto che in un portafoglio composto da due o più fondi (**Sezione 4.3**) ed 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 14** vengono presentate le stime di un modello *probit* su dati 2008 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 ed il sesso del sottoscrittore ed infine la sua residenza in una delle regioni del nord. Tutti i regressori risultano statisticamente significativi.

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,6840***	
PatInv/1000	0,0003***	0,0102
Promotore	0,5359***	19,1189
Pac	0,4166***	14,8637
FamFondo	0,0570***	2,0335
Età	-0,0072***	-0,2567
Uomo	0,2025***	7,2252
Nord	0,0904***	3,2266
% predizioni corrette	53,5	

Fonte: BDS.

4.1 L'investimento in un fondo azionario

Tavola 14: anno 2008. 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 significatività statistica all'1, 5 e 10%.

Tra i sottoscrittori che si affidano alle reti di promotori finanziari risulta nettamente più elevata la probabilità di possedere almeno un fondo azionario (effetto marginale +19%). 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 (+14%). Ciò conferma la diffusione della prassi che vede la proposta di piani di accumulo associata all'investimento in prodotti caratterizzati da un rischio medio/alto: ad esempio più del 60% di coloro che sottoscrivono un Pac lo fanno in relazione ad un fondo azionario o flessibile (cfr. **Tavola B3** in **Appendice II**).

La familiarità con i fondi, il sesso maschile e la residenza nel nord aumentano la probabilità di detenere un prodotto azionario per valori compresi tra il 2 e il 7%. Per contro è interessante osservare che importo investito ed età non esercitano effetti di particolare rilievo su tale scelta.

4.2 L'investimento in un fondo di liquidità od obbligazionario

Il modello della sezione precedente è stato applicato anche allo studio della probabilità che il sottoscrittore posseda (almeno) un fondo di liquidità o un fondo obbligazionario (**Tavola 15**).

Variabili	Liquidità		Obbligazionari	
	Coefficiente	Effetto marginale	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,3154***		-0,4812***	
PatInv/1000	0,0019***	0,0611	0,0020***	0,0787
Promotore	-0,2536***	-8,1537	0,0019	n.s.
Pac	-0,5303***	-17,0516	-0,2966***	-11,5215
FamFondo	-0,0341***	-1,0952	0,0090***	0,3500
Età	-0,0009***	-0,0291	0,0041***	0,1591
Uomo	-0,0100***	-0,3213	-0,1247***	-4,8437
Nord	-0,0733***	-2,3558	0,0692***	2,6902
% predizioni corrette		46,2		49,5

Fonte: BDS.

Tavola 15: anno 2008.
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 significatività statistica all'1, 5 e 10%.

L'affidamento alla consulenza di un promotore finanziario e, in misura minore, un certo grado di esperienza in materia di fondi, rendono meno probabile la detenzione di un fondo di liquidità (-8% e -1% rispettivamente). 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 il tipo di prodotto considerato.

Per quanto riguarda i fondi obbligazionari sono degni di nota un robusto effetto negativo associato all'investitore di sesso maschile (-4,8%) e l'assenza di potere esplicativo della variabile relativa al collocamento tramite rete.

Alla fine del 2008 circa un terzo del totale dei sottoscrittori censiti nella BDS, pari a poco meno di 2,2 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 16**.

Variabili	Coefficiente	Effetto marginale
Intercetta	-0,9226***	
PatInv/1000	0,0043***	0,1556
Promotore	0,3689***	13,2756
FamFondo	0,0445***	1,6012
Età	-0,0020***	-0,0710
Uomo	0,0664***	2,3899
Nord	0,2356***	8,4802
% predizioni corrette	54,0	

Fonte: BDS.

L'effetto marginale di maggior entità (+13%) è associato alla variabile *dummy* che segnala la sottoscrizione tramite un promotore finanziario. Ciò indica che la consulenza delle reti tende ad 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 3.6**).

L'*asset allocation* dei portafogli di fondi in essere alla fine del 2008 è stata analizzata restringendo il campo ai soli portafogli contenenti prodotti di almeno due diverse macrocategorie¹² e applicando ai relativi pesi un algoritmo di *clustering* di tipo *k-means* (MacQueen, 1967).

12 Si tratta dei portafogli di 1,5 milioni di sottoscrittori circa, pari al 72% di coloro che possiedono due o più fondi.

4.3 L'investimento in due o più fondi

Tavola 16: anno 2008. 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 significatività statistica all'1, 5 e 10%.

4.4 L'asset allocation dei portafogli di fondi

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 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 17**.

Tavola 17: anno 2008.
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	27,2	433.048	 6,6	 5,0	 76,3	 5,4	 6,6
II	19,4	309.174	 8,4	 2,9	 12,1	 71,4	 5,3
III	15,9	253.223	 13,9	 2,8	 12,1	 4,5	 66,7
IV	13,9	220.685	 75,6	 5,0	 6,5	 4,5	 8,4
V	12,4	196.699	 41,3	 2,2	 51,5	 1,5	 3,4
VI	11,2	177.957	 17,9	 62,1	 13,2	 3,0	 3,7

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 di liquidità, flessibile e azionaria. Il *cluster* V è contraddistinto da una composizione mista (40% azionario e 50% obbligazionario, il resto nelle altre categorie) ed è rappresentativo del 12% dei portafogli.

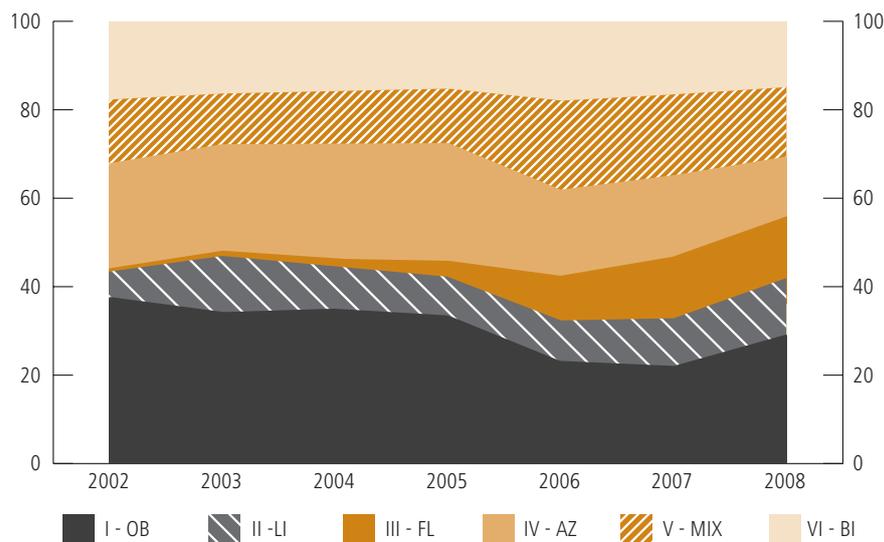
Al fine di valutare la stabilità nel tempo di questi *cluster* la medesima analisi è stata svolta anche per tutti gli anni dal 2002 al 2008 (campione ristretto). I risultati di questo esercizio, presentati nella **Tavola 18**, hanno consentito di individuare in ciascun anno considerato la presenza di 5 *cluster* (sui 6 complessivi) i cui portafogli rappresentativi presentano strutture di pesi molto simili da un anno all'altro (I-IV, VI).

	I	II	III	IV	V		VI	
	OB	LI	FL	AZ	AZ	OB	BI	
2008	77,1	70,3	64,5	76,8	40,4	52,3	-	62,5
2007	73,9	68,0	62,4	77,3	44,8	48,3	-	61,8
2006	74,2	66,4	60,4	77,5	45,5	47,9	-	61,9
2005	70,8	65,3	58,3	72,6	-	49,2	41,8	64,3
2004	71,9	66,5	59,8	72,6	-	51,2	39,5	64,7
2003	71,1	67,0	55,1	74,4	-	47,8	39,2	64,0
2002	72,3	67,7	53,6	72,1	-	48,7	40,5	65,1

Fonte: BDS.

Tavola 18: macrocategoria prevalente (AZ – Azionario; BI – Bilanciato; OB – Obbligazionario; LI – Liquidità; FL – Flessibile) per *cluster* (I, II, III, IV, V e VI). Evoluzione nel tempo dei pesi.

A tale relativa stabilità risulta tuttavia associata una significativa dinamica della proporzione di portafogli che popolano i diversi *cluster* (**Figura 12**). In particolare si osserva che il *cluster* azionario (IV) raggiunge la massima diffusione nel 2005 per poi arretrare progressivamente. A partire da quello stesso anno si vanno diffondendo portafogli polarizzati sui prodotti di liquidità, in precedenza quasi del tutto assenti (erano il 6% nel 2002, raggiungono il 13% alla fine del 2008). Nel 2006 il *cluster* a composizione mista obbligazionario-bilanciato lascia il posto ad un *cluster* obbligazionario-azionario.



Fonte: BDS.

Figura 12: asset allocation tra *cluster* nel tempo. Valori espressi in percentuale.

Nella **Tavola 19a** le informazioni sul *cluster* di appartenenza di ciascun portafoglio di fondi sono state incrociate con il relativo quartile per patrimonio investito, con il canale distributivo e con l'età del sottoscrittore.

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

Tavola 19a: anno 2008.
Distribuzione dei portafogli di fondi tra i diversi *cluster* incrociata con i raggruppamenti per quartile di patrimonio investito, canale distributivo e classi di età. Valori espressi in percentuale.

	I	II	III	IV	V	VI
Numero portafogli	OB	LI	FL	AZ	MI	BI
1.590.786	433.048	309.174	253.223	220.685	196.699	177.957
Patrimonio per quartili						
Q1	15,3	11,6	14,8	26,8	17,8	13,6
Q2	19,4	14,5	17,5	20,1	15,2	13,2
Q3	26,1	19,0	16,8	14,1	12,7	11,2
Q4	33,4	23,2	14,8	8,8	9,9	9,9
Canale distributivo						
Banca	27,3	22,3	17,1	11,1	9,6	12,5
Promotore	26,7	7,0	10,8	25,8	24,3	5,4
Classi di età						
< 26	25,5	24,2	14,2	10,5	13,2	12,4
26 - 35	24,0	22,0	15,3	14,3	13,2	11,2
36 - 45	24,0	19,3	15,1	16,7	13,6	11,3
46 - 55	25,0	18,6	15,5	16,2	13,2	11,6
56 - 65	26,8	19,3	16,2	14,2	12,3	11,2
66 - 75	30,0	19,2	16,9	11,6	11,3	11,0
> 75	35,6	19,2	16,8	8,2	9,7	10,6

Fonte: BDS.

La distribuzione dei portafogli tra i diversi *cluster* al crescere del patrimonio investito evidenzia la minore propensione da parte degli investitori appartenenti al quartile superiore ad investire in portafogli a rischio elevato; in particolare meno del 20% di coloro investe in portafogli appartenenti ai *cluster* IV e V.

Nella letteratura è ampiamente documentato un fenomeno analogo, relativo alla quota dell'investimento in strumenti finanziari rischiosi delle famiglie (Campbell, 2006). Molti autori spiegano tale evidenza sulla base della considerazione che nella fascia più ricca della popolazione si riscontra una più elevata concentrazione di individui che posseggono attività economiche esposte al rischio di impresa (imprenditori individuali, lavoratori autonomi). A parità di altre condizioni tale *background risk* tende a ridurre l'assunzione di rischio nel portafoglio finanziario (Heaton e Lucas, 2000).

Tra i clienti dei promotori finanziari il peso di chi sceglie portafogli a prevalente contenuto azionario (25%) risulta più che doppio rispetto all'analogo indicatore relativo ai clienti degli sportelli bancari. Un fenomeno analogo si rileva anche con riferimento al cluster V contraddistinto da una composizione bilanciata azionaria-obbligazionaria.

Per contro, tra coloro che sono serviti dalle banche risulta particolarmente elevata la probabilità di detenere portafogli a prevalente componente mo-

netaria (22%), mentre tale probabilità è minima tra chi si rivolge ai promotori (7%).

Questi risultati completano il quadro emerso nelle sezioni precedenti: in sintesi la rete ha l'effetto di aumentare la probabilità di sottoscrivere un prodotto azionario (**Sezione 4.1**), quella di detenere due o più fondi (**Sezione 4.3**) ed infine anche quella di avere un portafoglio più rischioso.

Incrociando la distribuzione per patrimonio investito con quella per canale distributivo il quadro si mantiene sostanzialmente inalterato: la propensione al rischio diminuisce con l'aumentare del patrimonio in entrambi i canali ma tra i clienti dei promotori finanziari il numero di coloro che scelgono portafogli rischiosi è doppio rispetto a quello dei clienti bancari per ciascun quartile considerato (**Tavola 19b**).

	I	II	III	IV	V	VI
Numero portafogli	OB	LI	FL	AZ	MI	BI
1.590.786	433.048	309.174	253.223	220.685	196.699	177.957
Canale distributivo banca						
Q1	14,9	13,5	16,8	23,3	15,3	16,1
Q2	19,7	16,7	19,3	16,6	12,4	15,3
Q3	26,4	22,0	18,3	10,9	9,6	12,7
Q4	33,2	26,3	15,5	6,9	7,5	10,6
Canale distributivo promotore						
Q1	16,6	4,3	7,3	40,3	27,6	3,8
Q2	18,5	6,2	10,8	33,1	26,2	5,1
Q3	24,9	7,0	11,1	26,4	25,3	5,2
Q4	34,7	7,9	11,2	18,3	21,7	6,1

Fonte: BDS.

Tavola 19b: anno 2008. Distribuzione dei portafogli di fondi tra i diversi *cluster* incrociata per canale distributivo della banca e del promotore scomposti in quartili di patrimonio investito. Valori espressi in percentuale.

A partire dalla fascia 36-45 anni, la distribuzione dei portafogli al crescere dell'età indica l'esistenza di una relazione decrescente con la probabilità di possedere portafogli rischiosi: il peso del *cluster* IV è massimo tra gli investitori appartenenti a tale fascia (17% circa) e successivamente tende a diminuire, fino a dimezzarsi oltre i 75 anni. Questo risultato riflette la diffusa tendenza da parte dei promotori finanziari e dei collocatori in generale a suggerire portafogli finanziari ispirati ad un approccio di *asset allocation* di lungo periodo (strategica) dove l'età del risparmiatore e la componente rischiosa tendono ad essere negativamente correlate¹³.

13 Per una valutazione rigorosa delle condizioni che giustificano questo tipo di consulenza si veda Campbell e Viceira, 2002.

5

CONCLUSIONI

Nel periodo 2002-2008 il profilo anagrafico dei sottoscrittori di fondi comuni è stato caratterizzato dalla tendenza ad un lento riequilibrio tra i sessi (oggi le donne rappresentano il 42% dei sottoscrittori) cui si è accompagnato un generale invecchiamento ad 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: circa due terzi dei sottoscrittori sono residenti nelle regioni del nord e detengono un'analogha 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 (26.000€) è quasi tre volte il valore mediano (10.000€ circa). Al crescere dell'età i sottoscrittori si concentrano maggiormente nei decili di patrimonio più elevato: due terzi degli ultra sessantacinquenni investe importi superiori alla mediana.

L'investimento in un'unica soluzione risulta la modalità di sottoscrizione prevalente (77% dei sottoscrittori nel 2008). Il tempo medio di detenzione di un fondo si colloca intorno ai 2 anni e 9 mesi; 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 (*share*) è cresciuta a tassi particolarmente elevati durante il periodo 1995-99 fino a toccare il massimo storico (18% circa); successivamente essa 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 5% sul finire del 2009.

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 +2% della *conditional share*; un andamento esattamente speculare ha caratterizzato la fase recessiva (-7,6% contro -3,3%).

Caratteristiche dei sottoscrittori

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 ad essere associati ad un certo livello di risparmio. Esso consente inoltre di ipotizzare che la riduzione di *share* verificatasi a partire dal 2000 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 nel corso degli ultimi anni 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 ed anomala perdita di investitori nella fase di massimo accumulo.

L'analisi multivariata ha evidenziato che la *participation* è positivamente influenzata anche dalla residenza nel nord del paese, da un livello di istruzione elevato e dallo svolgimento di un lavoro autonomo o in posizione di responsabilità. 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 quasi 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 ad un *background risk* più elevato rispetto a chi svolge un lavoro dipendente.

Le scelte allocative

Tra i sottoscrittori che si affidano alle reti di promotori finanziari risulta nettamente più elevata la probabilità di possedere almeno un fondo azionario (+19% 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 e, in misura minore, un certo grado di esperienza in materia di fondi, rendono meno probabile la detenzione di un

fondo di liquidità.

Alla fine del 2008 circa un terzo del totale dei sottoscrittori ripartiva il proprio investimento tra due o più fondi (portafoglio di fondi). La consulenza delle reti tende ad 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 maggiormente 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 di liquidità, flessibile e azionaria. Il *cluster* a composizione mista azioni-obbligazioni è rappresentativo del 12% dei portafogli.

La distribuzione dei portafogli tra i diversi *cluster* al crescere del patrimonio investito evidenzia la minore propensione da parte degli investitori appartenenti al quartile superiore ad investire in portafogli a rischio elevato; tale fenomeno è indicativo della probabile esistenza di un *background risk* che tende a ridurre l'assunzione di rischio nel portafoglio finanziario da parte della fascia più ricca della popolazione.

Tra i clienti dei promotori finanziari il peso di chi sceglie portafogli a prevalente contenuto azionario (25%) risulta più che doppio rispetto all'analogo indicatore relativo ai clienti degli sportelli bancari.

A partire dai 40 anni circa la distribuzione dei portafogli al crescere dell'età indica l'esistenza di una relazione decrescente con la probabilità di possedere portafogli rischiosi; con ogni probabilità ciò riflette la diffusa tendenza da parte dei collocatori a suggerire portafogli finanziari ispirati ad un approccio di *asset allocation* di lungo periodo (strategica) dove l'età del risparmiatore e la componente rischiosa tendono ad essere negativamente correlate.

APPENDICE I

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

A partire dagli anni '60 la Banca d'Italia conduce 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 italiani¹⁴.

Se si circoscrive l'ambito di 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 IBF¹⁵:

- 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.

14 Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF); si veda (Banca d'Italia 2010). Disponibile su <http://bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait>

15 Per un raffronto dettagliato tra IBF e i CF si veda (Bonci, Marchese e Neri, 2005) e (Banca d'Italia, 2010).

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'Italia.

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

APPENDICE II

ULTERIORI

TAVOLE STATISTICHE

In questa appendice sono riportate, per l'anno 2008, ulteriori statistiche bivariate riguardanti la distribuzione del patrimonio detenuto e del numero di sottoscrittori per sesso, fasce d'età, macrocategoria, area geografica di residenza, numero di fondi detenuti e modalità di sottoscrizione (SET I) e per professione e titolo di studio (SET II). Le statistiche riferite al SET II sono limitate a due sole società di gestione. 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 € (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 Assogestioni sulle caratteristiche dei sottoscrittori (BDS) e si riferiscono alla situazione a fine 2008.

Elenco delle tavole statistiche sul patrimonio

Tavola	A1	Sesso – SET I
»	A2	Età - SET I
»	A3	Macrocategoria - SET I
»	A4	Area geografica - SET I
»	A5	Numero di fondi - SET I
»	A6	Modalità di sottoscrizione - SET I
»	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

- » B8 Sesso - SET II
- » B9 Et  - SET II
- » B10 Macrocategoria - SET II
- » B11 Area geografica - SET II
- » B12 Numero di fondi - SET II
- » B13 Modalit  di sottoscrizione - SET II

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A1 - Sesso SET I

	Pat.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE PAT	173.370	100	58,4	41,6

Età

< 26	1.281	0,7	55,2	44,8
26 - 35	8.300	4,8	56,2	43,8
36 - 45	24.012	13,9	59,1	40,9
46 - 55	32.498	18,7	61,5	38,5
56 - 65	37.277	21,5	62,1	37,9
66 - 75	35.921	20,7	59,9	40,1
> 75	34.081	19,7	49,8	50,2

Macrocategoria

Azionari	22.377	12,9	68,0	32,0
Bilanciati	10.615	6,1	59,9	40,1
Flessibili	22.739	13,1	57,8	42,2
Obbligaz.	67.100	38,7	55,1	44,9
Liquidità	50.539	29,2	58,5	41,5

Area geografica

Nord-Ovest	75.492	43,5	57,0	43,0
Nord-Est	38.248	22,1	58,9	41,1
Centro	26.822	15,5	59,4	40,6
Sud	23.077	13,3	61,1	38,9
Isole	9.731	5,6	58,1	41,9

Numero fondi

1	85.153	49,1	56,5	43,5
2	33.707	19,4	57,5	42,5
3	18.556	10,7	59,7	40,3
4 - 6	23.366	13,5	62,4	37,6
7 - 10	8.449	4,9	63,6	36,4
oltre 10	4.139	2,4	64,4	35,6

Modalità di sottoscrizione

Pic	153.320	88,4	57,7	42,3
Pac	6.291	3,6	64,1	35,9
Pic/Pac	13.759	7,9	63,1	36,9

Canale di vendita

Rete promotori	24.890	14,4	63,4	36,6
Banca	148.481	85,6	57,5	42,5

	Pat.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE PAT	173.370	100	0,7	4,8	13,9	18,7	21,5	20,7	19,7

Sesso

Uomo	101.219	58,4	0,7	4,6	14,0	19,8	22,9	21,3	16,8
Donna	72.152	41,6	0,8	5,0	13,6	17,3	19,6	19,9	23,7

Macrocategoria

Azionari	22.377	12,9	0,5	4,8	16,8	22,4	23,0	19,5	12,9
Bilanciati	10.615	6,1	0,7	4,1	13,2	19,1	22,1	21,6	19,2
Flessibili	22.739	13,1	0,7	4,5	12,7	17,9	21,5	22,0	20,8
Obbligaz.	67.100	38,7	0,7	4,2	12,7	17,6	20,6	21,3	22,9
Liquidità	50.539	29,2	1,0	5,8	14,8	19,0	21,9	19,7	17,9

Area geografica

Nord-Ovest	75.492	43,5	0,7	4,2	12,6	17,1	21,2	22,0	22,3
Nord-Est	38.248	22,1	0,8	5,0	14,1	18,8	21,6	20,4	19,3
Centro	26.822	15,5	0,7	4,6	14,0	19,4	21,8	21,0	18,5
Sud	23.077	13,3	0,9	6,4	17,2	22,3	21,7	17,3	14,2
Isole	9.731	5,6	0,8	5,1	14,5	20,7	22,6	19,4	16,9

Numero fondi

1	85.153	49,1	1,0	5,6	13,9	18,2	21,3	20,3	19,8
2	33.707	19,4	0,6	4,7	13,8	18,6	21,1	20,7	20,5
3	18.556	10,7	0,5	4,1	14,0	19,1	21,4	21,0	19,9
4 - 6	23.366	13,5	0,3	3,5	13,8	19,9	22,2	21,5	18,7
7 - 10	8.449	4,9	0,2	2,9	13,6	20,4	22,5	22,0	18,4
oltre 10	4.139	2,4	0,4	3,5	14,3	20,0	23,2	21,7	17,0

Modalità di sottoscrizione

Pic	153.320	88,4	0,6	4,1	12,8	18,2	21,7	21,5	21,0
Pac	6.291	3,6	2,9	13,9	24,4	22,5	17,9	11,9	6,6
Pic/Pac	13.759	7,9	0,9	8,0	20,8	22,7	20,4	16,3	10,9

Canale di vendita

Rete promotori	24.890	14,4	0,6	4,8	15,4	20,4	22,8	20,5	15,5
Banca	148.481	85,6	0,8	4,8	13,6	18,5	21,3	20,8	20,4

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A3 - Macrocategoria SET I

	Pat.	%	Macrocategoria				
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità
TOTALE PAT	173.370	100	12,9	6,1	13,1	38,7	29,2

Sesso

Uomo	101.219	58,4	15,0	6,3	13,0	36,5	29,2
Donna	72.152	41,6	9,9	5,9	13,3	41,8	29,1

Età

< 26	1.281	0,7	9,1	5,4	12,3	35,5	37,7
26 - 35	8.300	4,8	13,1	5,2	12,3	34,0	35,4
36 - 45	24.012	13,9	15,7	5,8	12,0	35,4	31,1
46 - 55	32.498	18,7	15,4	6,2	12,5	36,3	29,5
56 - 65	37.277	21,5	13,8	6,3	13,1	37,1	29,7
66 - 75	35.921	20,7	12,2	6,4	13,9	39,9	27,7
> 75	34.081	19,7	8,5	6,0	13,9	45,1	26,6

Area geografica

Nord-Ovest	75.492	43,5	13,5	7,5	13,0	39,4	26,6
Nord-Est	38.248	22,1	14,7	5,9	15,4	38,6	25,4
Centro	26.822	15,5	14,7	4,7	13,2	37,7	29,8
Sud	23.077	13,3	7,7	3,9	10,2	35,8	42,4
Isole	9.731	5,6	8,3	5,5	12,0	43,4	30,8

Numero fondi

1	85.153	49,1	5,2	3,6	11,6	38,3	41,2
2	33.707	19,4	12,7	7,1	16,6	40,3	23,3
3	18.556	10,7	19,4	9,1	16,0	37,7	17,8
4 - 6	23.366	13,5	26,2	10,3	13,3	36,1	14,2
7 - 10	8.449	4,9	30,7	9,7	10,0	40,3	9,3
oltre 10	4.139	2,4	32,2	5,2	9,3	49,1	4,3

Modalità di sottoscrizione

Pic	153.320	88,4	10,8	6,0	13,3	39,5	30,4
Pac	6.291	3,6	37,1	4,9	30,6	10,3	17,2
Pic/Pac	13.759	7,9	25,5	7,8	12,0	33,8	20,8

Canale di vendita

Rete promotori	24.890	14,4	25,7	4,5	37,3	14,6	17,9
Banca	148.481	85,6	10,8	6,4	38,9	12,9	31,0

	Pat.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE PAT	173.370	100	43,5	22,1	15,5	13,3	5,6

Sesso

Uomo	101.219	58,4	42,5	22,2	15,8	13,9	5,6
Donna	72.152	41,6	45,0	21,8	15,1	12,4	5,7

Età

< 26	1.281	0,7	39,5	23,4	14,4	16,3	6,4
26 - 35	8.300	4,8	38,4	22,9	14,9	17,9	6,0
36 - 45	24.012	13,9	39,5	22,5	15,7	16,5	5,9
46 - 55	32.498	18,7	39,8	22,1	16,0	15,9	6,2
56 - 65	37.277	21,5	42,8	22,2	15,7	13,4	5,9
66 - 75	35.921	20,7	46,3	21,7	15,7	11,1	5,3
> 75	34.081	19,7	49,3	21,7	14,6	9,6	4,8

Macrocategoria

Azionari	22.377	12,9	45,7	25,1	17,6	8,0	3,6
Bilanciati	10.615	6,1	53,5	21,1	11,9	8,4	5,0
Flessibili	22.739	13,1	43,1	26,0	15,5	10,3	5,1
Obbligaz.	67.100	38,7	44,3	22,0	15,1	12,3	6,3
Liquidità	50.539	29,2	39,7	19,3	15,8	19,4	5,9

Numero fondi

1	85.153	49,1	37,6	21,0	16,5	17,8	7,1
2	33.707	19,4	46,4	22,6	14,3	11,5	5,2
3	18.556	10,7	49,6	23,5	14,2	8,6	4,1
4 - 6	23.366	13,5	51,5	23,5	14,1	7,4	3,4
7 - 10	8.449	4,9	53,3	22,7	15,1	6,1	2,8
oltre 10	4.139	2,4	50,5	24,3	17,1	5,1	3,0

Modalità di sottoscrizione

Pic	153.320	88,4	43,4	21,6	15,3	13,9	5,8
Pac	6.291	3,6	44,2	23,7	17,8	10,3	4,0
Pic/Pac	13.759	7,9	45,1	26,5	16,0	8,3	4,0

Canale di vendita

Rete promotori	24.890	14,4	38,6	22,1	24,4	10,3	4,6
Banca	148.481	85,6	44,4	22,1	14,0	13,8	5,8

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A5 - Numero fondi SET I

	Pat.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	oltre 10
TOTALE PAT	173.370	100	49,1	19,4	10,7	13,5	4,9	2,4
Sesso								
Uomo	101.219	58,4	47,5	19,2	11,0	14,4	5,3	2,6
Donna	72.152	41,6	51,3	19,8	10,4	12,2	4,3	2,0
Età								
< 26	1.281	0,7	68,3	16,3	6,6	6,1	1,6	1,2
26 - 35	8.300	4,8	57,1	19,1	9,3	9,9	3,0	1,8
36 - 45	24.012	13,9	49,2	19,3	10,8	13,5	4,8	2,5
46 - 55	32.498	18,7	47,7	19,3	10,9	14,3	5,3	2,6
56 - 65	37.277	21,5	48,7	19,1	10,7	13,9	5,1	2,6
66 - 75	35.921	20,7	48,1	19,4	10,8	14,0	5,2	2,5
> 75	34.081	19,7	49,4	20,3	10,9	12,9	4,6	2,1
Area geografica								
Nord-Ovest	75.492	43,5	42,4	20,7	12,2	16,0	6,0	2,8
Nord-Est	38.248	22,1	46,7	19,9	11,4	14,4	5,0	2,6
Centro	26.822	15,5	52,5	18,0	9,8	12,3	4,8	2,6
Sud	23.077	13,3	65,6	16,8	6,9	7,5	2,2	0,9
Isole	9.731	5,6	62,4	18,0	7,8	8,1	2,4	1,3
Macrocategoria								
Azionari	22.377	12,9	20,0	19,1	16,1	27,4	11,6	6,0
Bilanciati	10.615	6,1	29,2	22,6	15,9	22,6	7,7	2,0
Flessibili	22.739	13,1	43,3	24,6	13,1	13,6	3,7	1,7
Obbligaz	50.539	29,2	69,4	15,6	6,5	6,5	1,6	0,4
Liquidità	67.100	38,7	48,6	20,3	10,4	12,6	5,1	3,0
Modalità di sottoscrizione								
Pic	153.320	88,4	52,8	19,3	10,1	12,1	4,1	1,7
Pac	6.291	3,6	51,2	11,9	7,2	9,5	8,7	11,4
Pic/Pac	13.759	7,9	7,3	24,7	19,0	30,7	12,2	6,1
Canale di vendita								
Rete promotori	24.890	14,4	37,7	12,8	9,2	16,5	11,9	11,8
Banca	148.481	85,6	51,0	20,5	10,9	13,0	3,7	0,8

	Pat.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE PAT	173.370	100	88,4	3,6	7,9
Sesso					
Uomo	101.219	58,4	87,4	4,0	8,6
Donna	72.152	41,6	89,8	3,1	7,0
Età					
< 26	1.281	0,7	76,6	14,0	9,3
26 - 35	8.300	4,8	76,2	10,5	13,3
36 - 45	24.012	13,9	81,7	6,4	11,9
46 - 55	32.498	18,7	86,0	4,4	9,6
56 - 65	37.277	21,5	89,4	3,0	7,5
66 - 75	35.921	20,7	91,7	2,1	6,2
> 75	34.081	19,7	94,4	1,2	4,4
Area geografica					
Nord-Ovest	75.492	43,5	88,1	3,7	8,2
Nord-Est	38.248	22,1	86,6	3,9	9,5
Centro	26.822	15,5	87,6	4,2	8,2
Sud	23.077	13,3	92,2	2,8	5,0
Isole	9.731	5,6	91,7	2,6	5,7
Macrocategoria					
Azionari	22.377	12,9	73,9	10,4	15,7
Bilanciati	10.615	6,1	87,0	2,9	10,1
Flessibili	22.739	13,1	89,9	2,8	7,3
Obbligaz.	50.539	29,2	92,2	2,1	5,7
Liquidità	67.100	38,7	90,2	2,9	6,9
Numero fondi					
1	85.153	49,1	95,0	3,8	1,2
2	33.707	19,4	87,7	2,2	10,1
3	18.556	10,7	83,5	2,4	14,1
4 - 6	23.366	13,5	79,4	2,6	18,1
7 - 10	8.449	4,9	73,6	6,5	19,9
oltre 10	4.139	2,4	62,5	17,3	20,2
Canale di vendita					
Rete promotori	24.890	14,4	90,0	2,4	7,6
Banca	148.481	85,6	79,2	11,1	9,7

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A7 - Canale di vendita SET I

	Pat.	%	Canale di vendita	
			Rete prom.	Banca
TOTALE PAT	173.370	100	14,4	85,6
Sesso				
Uomo	101.219	58,4	15,6	84,4
Donna	72.152	41,6	12,6	87,4
Età				
< 26	1.281	0,7	12,2	87,8
26 - 35	8.300	4,8	14,5	85,5
36 - 45	24.012	13,9	15,9	84,1
46 - 55	32.498	18,7	15,6	84,4
56 - 65	37.277	21,5	15,2	84,8
66 - 75	35.921	20,7	14,2	85,8
> 75	34.081	19,7	11,3	88,7
Area geografica				
Nord-Ovest	75.492	43,5	12,7	87,3
Nord-Est	38.248	22,1	14,4	85,6
Centro	26.822	15,5	22,6	77,4
Sud	23.077	13,3	11,2	88,8
Isole	9.731	5,6	11,7	88,3
Macrocategoria				
Azionari	22.377	12,9	28,5	71,5
Bilanciati	10.615	6,1	10,6	89,4
Flessibili	22.739	13,1	16,0	84,0
Obbligaz.	50.539	29,2	13,8	86,2
Liquidità	67.100	38,7	8,8	91,2
Numero fondi				
1	85.153	49,1	11,0	89,0
2	33.707	19,4	9,5	90,5
3	18.556	10,7	12,4	87,6
4 - 6	23.366	13,5	17,6	82,4
7 - 10	8.449	4,9	35,0	65,0
oltre 10	4.139	2,4	71,2	28,8
Modalità di sottoscrizione				
Pic	153.320	88,4	12,8	87,2
Pac	6.291	3,6	44,0	56,0
Pic/Pac	13.759	7,9	17,7	82,3

	Pat.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE PAT	4.972	100	68,3	31,7
Professione				
Dirigente	163	3,3	84,4	15,6
Quadro	53	1,1	75,5	24,5
Impiegato/a	959	19,3	64,9	35,1
Insegnante	77	1,6	34,6	65,4
Operaio/a	350	7,0	82,6	17,4
Imprenditore	472	9,5	85,8	14,2
Commerciante	279	5,6	75,4	24,6
Libero prof.	735	14,8	85,7	14,3
Agricoltore	33	0,7	85,9	14,1
Pensionato/a	1.027	20,6	62,2	37,8
Disoccupato/a	14	0,3	52,9	47,1
Non disponibile	810	16,3	44,5	55,5
Titolo di studio				
Nessun titolo	12	0,2	57,8	42,2
Media inferiore	972	19,5	70,7	29,3
Media superiore	2.103	42,3	67,8	32,2
Laurea	970	19,5	71,5	28,5
Non disponibile	915	18,4	63,7	36,3

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A9 - Età SET II

	Pat.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE PAT	4.972	100	0,8	7,6	21,8	23,2	20,7	16,1	9,8
Professione									
Dirigente	163	3,3	0,1	2,9	22,0	34,6	27,8	11,6	1,0
Quadro	53	1,1	0,1	11,3	39,1	32,6	16,4	0,5	0,0
Impiegato/a	959	19,3	1,0	14,9	34,8	30,2	14,8	3,7	0,5
Insegnante	77	1,6	0,0	4,2	18,8	31,3	31,5	11,9	2,2
Operaio/a	350	7,0	2,1	16,0	36,3	30,1	12,3	3,0	0,3
Imprenditore	472	9,5	0,2	5,9	25,9	27,1	22,9	14,8	3,3
Commerciante	279	5,6	0,3	6,6	26,3	29,3	24,9	10,5	2,2
Libero prof.	735	14,8	0,2	7,5	26,2	33,5	20,7	9,3	2,5
Agricoltore	33	0,7	0,1	3,6	18,9	31,3	24,9	16,0	5,3
Pensionato/a	1.027	20,6	0,0	0,0	0,2	1,2	23,4	40,9	34,2
Disoccupato/a	14	0,3	3,5	23,4	25,8	22,7	15,6	8,5	0,5
Non disponibile	810	16,3	2,3	7,1	18,7	22,3	22,6	16,3	10,8
Titolo di studio									
Nessun titolo	12	0,2	16,4	2,1	9,9	11,3	15,4	19,9	25,1
Media inferiore	972	19,5	0,8	5,5	20,7	22,8	23,3	17,9	8,9
Media superiore	2.103	42,3	1,2	10,7	27,1	25,2	18,5	10,8	6,4
Laurea	970	19,5	0,2	7,9	21,9	26,5	21,1	14,4	8,0
Non disponibile	915	18,4	0,1	2,1	10,7	15,8	22,5	28,2	20,5

	Pat.	%	Macrocategoria				
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità
TOTALE PAT	4.972	100	57,0	7,6	1,9	19,2	14,3
Professione							
Dirigente	163	3,3	59,0	7,5	2,2	17,3	14,0
Quadro	53	1,1	61,5	3,7	1,7	14,6	18,5
Impiegato/a	959	19,3	59,2	5,1	1,9	16,9	16,9
Insegnante	77	1,6	57,7	7,0	2,1	18,0	15,2
Operaio/a	350	7,0	58,6	4,8	1,7	16,7	18,1
Imprenditore	472	9,5	62,2	9,0	1,9	14,9	12,0
Commerciante	279	5,6	63,1	7,1	2,0	15,8	12,0
Libero prof.	735	14,8	62,5	7,1	1,8	15,7	12,9
Agricoltore	33	0,7	64,2	10,7	1,8	14,8	8,5
Pensionato/a	1.027	20,6	47,1	9,4	2,2	27,1	14,2
Disoccupato/a	14	0,3	51,9	5,1	2,9	20,3	19,8
Non disponibile	810	16,3	55,2	9,6	1,7	20,7	12,7
Titolo di studio							
Nessun titolo	12	0,2	41,9	11,6	1,0	20,6	24,8
Media inferiore	972	19,5	56,1	7,8	1,9	19,4	14,9
Media superiore	2.103	42,3	58,3	7,4	1,9	17,9	14,5
Laurea	970	19,5	57,8	7,3	2,2	17,5	15,2
Non disponibile	915	18,4	54,4	8,3	1,7	23,7	12,0

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A11 - Area geografica SET II

	Pat.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE PAT	4.972	100	36	32	21	6	5
Professione							
Dirigente	163	3,3	44,5	25,9	21,4	4,6	3,6
Quadro	53	1,1	40,7	28,4	20,8	5,4	4,7
Impiegato/a	959	19,3	34,8	33,0	21,0	6,0	5,2
Insegnante	77	1,6	26,7	26,3	22,5	12,9	11,7
Operaio/a	350	7,0	35,2	42,5	17,5	3,0	1,8
Imprenditore	472	9,5	35,9	36,5	19,1	5,6	2,8
Commerciante	279	5,6	34,0	30,1	22,4	7,3	6,3
Libero prof.	735	14,8	34,7	30,0	21,6	7,9	5,8
Agricoltore	33	0,7	31,7	40,3	19,2	2,8	6,0
Pensionato/a	1.027	20,6	41,5	31,1	19,5	3,6	4,3
Disoccupato/a	14	0,3	29,8	17,1	32,3	8,7	12,1
Non disponibile	810	16,3	34,5	31,6	21,3	7,4	5,1
Titolo di studio							
Nessun Titolo	12	0,2	44,7	31,6	17,7	3,5	2,4
Media Inferiore	972	19,5	38,3	36,8	17,7	3,5	3,8
Media Superiore	2.103	42,3	37,0	32,3	20,6	6,1	4,1
Laurea	970	19,5	33,0	25,9	23,6	9,8	7,7
Non disponibile	915	18,4	36,6	34,8	20,3	4,0	4,3

	Pat.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	oltre 10
TOTALE PAT	4.972	100	22,5	13,8	14,6	26,5	13,3	9,4
Professione								
Dirigente	163	3,3	18,7	13,6	12,1	29,0	14,5	12,0
Quadro	53	1,1	19,6	12,7	15,9	28,1	15,7	8,1
Impiegato/a	959	19,3	24,7	14,8	15,4	26,6	12,0	6,5
Insegnante	77	1,6	24,3	14,0	15,1	26,2	14,2	6,2
Operaio/a	350	7,0	28,8	16,1	16,2	25,5	9,6	3,9
Imprenditore	472	9,5	16,7	11,6	13,3	25,8	15,9	16,7
Commerciante	279	5,6	20,0	12,9	15,2	27,1	14,4	10,4
Libero prof.	735	14,8	19,2	12,1	13,4	28,3	15,1	12,0
Agricoltore	33	0,7	17,8	14,5	15,3	23,7	16,8	11,8
Pensionato/a	1.027	20,6	22,9	14,1	14,3	26,0	13,4	9,2
Disoccupato/a	14	0,3	27,3	15,3	11,1	28,5	8,5	9,2
Non disponibile	810	16,3	24,7	14,3	15,1	25,4	12,1	8,3
Titolo di studio								
Nessun titolo	12	0,2	29,4	19,3	13,1	23,4	8,6	6,2
Media inferiore	972	19,5	23,8	14,2	15,3	26,3	13,0	7,4
Media superiore	2.103	42,3	22,0	13,8	15,0	26,7	13,7	8,8
Laurea	970	19,5	19,7	12,3	13,0	26,0	14,7	14,4
Non disponibile	915	18,4	25,0	14,9	14,6	26,7	11,3	7,6

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

A13 - Modalità di sottoscrizione SET II

	Pat.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE PAT	4.972	100	58,3	14,7	27,0
Professione					
Dirigente	163	3,3	55,1	13,5	31,4
Quadro	53	1,1	50,0	17,4	32,6
Impiegato/a	959	19,3	52,0	19,6	28,4
Insegnante	77	1,6	55,7	15,9	28,4
Operaio/a	350	7,0	53,3	20,2	26,5
Imprenditore	472	9,5	56,4	12,8	30,8
Commerciante	279	5,6	54,8	15,8	29,5
Libero prof.	735	14,8	51,1	17,2	31,7
Agricoltore	33	0,7	54,3	14,3	31,5
Pensionato/a	1.027	20,6	70,2	7,7	22,1
Disoccupato/a	14	0,3	64,3	12,6	23,1
Non disponibile	810	16,3	63,0	14,0	23,0
Titolo di studio					
Nessun titolo	12	0,2	74,2	7,6	18,2
Media inferiore	972	19,5	60,7	13,9	25,3
Media superiore	2.103	42,3	55,8	15,8	28,3
Laurea	970	19,5	55,1	14,4	30,5
Non disponibile	915	18,4	64,5	13,4	22,2

	# Sott.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE SOTT	6.645	100	56,8	43,2

Età

< 26	147	2,2	56,5	43,5
26 - 35	687	10,3	55,7	44,3
36 - 45	1.329	20,0	58,1	41,9
46 - 55	1.324	19,9	59,6	40,4
56 - 65	1.242	18,7	59,6	40,4
66 - 75	1.077	16,2	56,8	43,2
> 75	839	12,6	46,7	53,3

Macrocategoria

Azionari	1.282	19,3	65,4	34,6
Bilanciati	318	4,8	56,4	43,6
Flessibili	835	12,6	55,5	44,5
Obbligaz.	1.981	29,8	51,9	48,1
Liquidità	1.390	20,9	55,2	44,8
Nessuna	839	12,6	59,1	40,9

Area geografica

Nord-Ovest	2.623	39,5	55,1	44,9
Nord-Est	1.669	25,1	56,6	43,4
Centro	1.080	16,3	58,4	41,6
Sud	875	13,2	59,9	40,1
Isole	397	6,0	56,9	43,1

Numero fondi

1	4.441	66,8	55,5	44,5
2	1.142	17,2	57,4	42,6
3	475	7,1	60,0	40,0
4 - 6	415	6,2	62,6	37,4
7 - 10	114	1,7	63,4	36,6
oltre 11	58	0,9	62,8	37,2

Modalità di sottoscrizione

Pic	5.126	77,1	55,3	44,7
Pac	1.032	15,5	62,2	37,8
Pic/Pac	487	7,3	60,3	39,7

Canale di vendita

Rete promotori	945	14,2	63,4	36,6
Banca	5.699	85,8	55,7	44,3

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

B2 - Età SET I

	# Sott.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE SOTT	6.645	100	2,2	10,3	20,0	19,9	18,7	16,2	12,6
Sesso									
Uomo	3.771	56,8	2,2	10,2	20,5	20,9	19,6	16,2	10,4
Donna	2.873	43,2	2,2	10,6	19,4	18,6	17,5	16,2	15,6
Macrocategoria									
Azionari	1.282	19,3	1,8	12,1	25,8	23,6	18,2	12,2	6,3
Bilanciati	318	4,8	3,0	11,6	21,1	21,4	18,4	14,5	10,0
Flessibili	835	12,6	2,4	10,6	19,0	18,9	18,7	17,2	13,3
Obbligaz.	1.981	29,8	2,1	9,1	17,5	18,5	18,6	17,9	16,2
Liquidità	1.390	20,9	3,0	10,9	18,4	18,4	19,0	16,9	13,5
Nessuna	839	12,6	1,3	8,9	20,3	20,7	19,2	16,8	12,7
Area geografica									
Nord-Ovest	2.623	39,5	2,2	9,5	18,5	18,6	18,8	17,8	14,6
Nord-Est	1.669	25,1	2,5	11,0	20,5	19,8	18,3	15,7	12,2
Centro	1.080	16,3	1,8	10,3	20,8	20,7	18,9	15,9	11,7
Sud	875	13,2	2,3	11,9	22,4	22,5	18,5	13,3	9,1
Isole	397	6,0	1,8	10,2	20,0	21,8	19,7	15,2	11,2
Numero fondi									
1	4.441	66,8	2,7	11,0	19,6	19,4	18,4	16,1	12,8
2	1.142	17,2	1,6	9,9	20,5	20,3	18,7	16,2	12,7
3	475	7,1	1,1	9,0	21,2	21,2	19,2	16,2	12,1
4 - 6	415	6,2	0,8	7,5	21,1	22,1	20,0	16,7	11,8
7 - 10	114	1,7	0,8	6,7	20,3	22,5	20,6	17,4	11,8
oltre 11	58	0,9	1,0	7,6	20,1	22,0	21,0	16,9	11,5
Modalità di sottoscrizione									
Pic	5.126	77,1	1,5	7,9	17,7	19,5	20,0	18,4	15,1
Pac	1.032	15,5	5,9	20,7	28,7	21,1	13,1	7,4	3,3
Pic/Pac	487	7,3	2,3	14,0	26,3	22,3	16,5	11,9	6,7
Canale di vendita									
Rete promotori	945	14,2	1,4	9,5	22,1	22,4	19,9	15,2	9,6
Banca	5.699	85,8	2,4	10,5	19,6	19,5	18,5	16,4	13,1

	# Sott.	%	Macrocategoria					
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità	Nessuna
TOTALE SOTT	6.645	100	19,3	4,8	12,6	20,9	29,8	12,6

Sesso

Uomo	3.771	56,8	22,2	4,8	12,3	27,3	20,3	13,1
Donna	2.873	43,2	15,5	4,8	12,9	33,1	21,7	12,0

Età

< 26	147	2,2	15,8	6,4	13,4	28,8	27,9	7,7
26 - 35	687	10,3	22,6	5,4	12,8	26,3	22,0	10,9
36 - 45	1.329	20,0	24,9	5,0	11,9	26,1	19,2	12,8
46 - 55	1.324	19,9	22,8	5,1	11,9	27,7	19,3	13,1
56 - 65	1.242	18,7	18,8	4,7	12,6	29,6	21,3	13,0
66 - 75	1.077	16,2	14,5	4,3	13,3	32,9	21,8	13,1
> 75	839	12,6	9,6	3,8	13,3	38,3	22,4	12,7

Area geografica

Nord-Ovest	2.623	39,5	17,2	4,9	13,1	29,3	20,6	14,8
Nord-Est	1.669	25,1	21,5	4,7	13,3	29,9	17,1	13,5
Centro	1.080	16,3	25,0	4,5	12,0	27,0	20,1	11,4
Sud	875	13,2	16,0	6,4	12,2	34,9	22,1	8,3
Isole	397	6,0	15,7	4,2	10,4	32,2	29,4	8,1

Numero fondi

1	4.441	66,8	17,6	5,6	14,8	34,4	27,6	0,0
2	1.142	17,2	20,9	4,2	10,8	23,2	10,6	30,3
3	475	7,1	25,4	2,8	7,3	18,3	5,8	40,3
4 - 6	415	6,2	26,9	1,5	4,2	14,9	3,6	49,0
7 - 10	114	1,7	20,6	0,4	1,4	20,6	1,0	56,0
oltre 11	58	0,9	10,8	0,1	0,6	29,5	0,2	58,8

Modalità di sottoscrizione

Pic	5.126	77,1	15,0	4,6	12,9	32,3	23,4	11,8
Pac	1.032	15,5	39,3	6,3	21,4	12,8	12,2	7,9
Pic/Pac	487	7,3	21,8	3,4	8,1	21,4	13,5	31,8

Canale di vendita

Rete promotori	945	14,2	34,4	3,7	9,2	13,3	23,9	15,5
Banca	5.699	85,8	16,8	5,0	13,1	22,2	30,8	12,2

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

B4 - Area geografica SET I

	# Sott.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE SOTT	6.645	100	39,5	25,1	16,3	13,2	6,0
Sesso							
Uomo	3.771	56,8	38,3	25,1	16,7	13,9	6,0
Donna	2.873	43,2	41,0	25,2	15,6	12,2	6,0
Età							
< 26	147	2,2	40,1	28,2	13,1	13,6	4,9
26 - 35	687	10,3	36,1	26,7	16,2	15,2	5,9
36 - 45	1.329	20,0	36,6	25,8	16,9	14,7	6,0
46 - 55	1.324	19,9	36,8	24,9	16,9	14,9	6,6
56 - 65	1.242	18,7	39,6	24,6	16,4	13,0	6,3
66 - 75	1.077	16,2	43,4	24,3	15,9	10,8	5,6
> 75	839	12,6	45,7	24,4	15,1	9,5	5,3
Macrocategoria							
Azionari	1.282	19,3	35,2	28,0	21,0	10,7	5,0
Bilanciati	318	4,8	40,8	24,5	15,2	11,4	8,1
Flessibili	835	12,6	41,2	26,6	15,5	10,9	5,8
Obbligaz.	1.981	29,8	38,8	25,2	14,7	14,2	7,0
Liquidità	1.390	20,9	39,0	20,6	15,6	18,5	6,3
Nessuna	839	12,6	46,1	26,8	14,7	8,4	3,9
Numero fondi							
1	4.441	66,8	37,3	24,5	16,3	15,2	6,7
2	1.142	17,2	42,8	26,3	15,7	10,2	5,0
3	475	7,1	44,2	26,7	16,3	8,6	4,3
4 - 6	415	6,2	45,3	26,9	16,4	7,8	3,6
7 - 10	114	1,7	45,8	25,8	18,7	6,4	3,3
oltre 11	58	0,9	47,8	25,9	18,8	4,5	3,0
Modalità di sottoscrizione							
Pic	5.126	77,1	39,7	24,2	16,0	14,0	6,2
Pac	1.032	15,5	37,4	27,3	17,9	11,6	5,8
Pic/Pac	487	7,3	41,9	29,7	16,0	8,3	4,2
Canale di vendita							
Rete promotori	945	14,2	24,5	5,2	25,1	35,4	9,8
Banca	5.699	85,8	14,9	6,1	25,1	40,1	13,7

	# Sott.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	oltre 11
TOTALE SOTT	6.645	100	66,8	17,2	7,1	6,2	1,7	0,9

Sesso

Uomo	3.771	56,8	65,3	17,4	7,6	6,9	1,9	1,0
Donna	2.873	43,2	68,9	16,9	6,6	5,4	1,5	0,8

Età

< 26	147	2,2	80,4	12,6	3,7	2,3	0,6	0,4
26 - 35	687	10,3	71,1	16,5	6,2	4,5	1,1	0,6
36 - 45	1.329	20,0	65,6	17,6	7,6	6,6	1,7	0,9
46 - 55	1.324	19,9	65,1	17,5	7,6	6,9	1,9	1,0
56 - 65	1.242	18,7	65,9	17,2	7,3	6,7	1,9	1,0
66 - 75	1.077	16,2	66,5	17,2	7,1	6,4	1,8	0,9
> 75	839	12,6	67,6	17,3	6,8	5,8	1,6	0,8

Area geografica

Nord-Ovest	2.623	39,5	63,1	18,6	8,0	7,2	2,0	1,1
Nord-Est	1.669	25,1	65,1	18,0	7,6	6,7	1,8	0,9
Centro	1.080	16,3	67,0	16,6	7,1	6,3	2,0	1,0
Sud	875	13,2	77,2	13,3	4,7	3,7	0,8	0,3
Isole	397	6,0	75,4	14,3	5,2	3,8	0,9	0,4

Macrocategoria

Azionari	1.282	19,3	61,0	18,6	9,4	8,7	1,8	0,5
Bilanciati	318	4,8	78,8	15,0	4,2	2,0	0,1	0,0
Flessibili	835	12,6	78,8	14,7	4,2	2,1	0,2	0,0
Obbligaz.	1.981	29,8	77,1	13,4	4,4	3,1	1,2	0,9
Liquidità	1.390	20,9	88,1	8,7	2,0	1,1	0,1	0,0
Nessuna	839	12,6	0,0	41,3	22,8	24,2	7,6	4,1

Modalità di sottoscrizione

Pic	5.126	77,1	70,0	16,3	6,4	5,4	1,3	0,6
Pac	1.032	15,5	75,3	11,7	4,9	3,9	2,2	2,0
Pic/Pac	487	7,3	16,1	37,9	19,5	20,1	4,8	1,6

Canale di vendita

Rete promotori	945	14,2	51,3	13,8	9,6	12,6	7,2	5,5
Banca	5.699	85,8	69,4	17,7	6,7	5,2	0,8	0,1

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

B6 - Modalità di sottoscrizione SET I

	# Sott.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE SOTT	6.645	100	77,1	15,5	7,3

Sesso

Uomo	3.771	56,8	75,2	17,0	7,8
Donna	2.873	43,2	79,7	13,6	6,7

Età

< 26	147	2,2	51,2	41,1	7,7
26 - 35	687	10,3	59,0	31,0	10,0
36 - 45	1.329	20,0	68,1	22,3	9,6
46 - 55	1.324	19,9	75,4	16,4	8,2
56 - 65	1.242	18,7	82,7	10,8	6,5
66 - 75	1.077	16,2	87,6	7,1	5,4
> 75	839	12,6	92,1	4,0	3,9

Area geografica

Nord-Ovest	2.623	39,5	77,5	14,7	7,8
Nord-Est	1.669	25,1	74,5	16,9	8,7
Centro	1.080	16,3	75,7	17,1	7,2
Sud	875	13,2	81,8	13,6	4,6
Isole	397	6,0	79,7	15,2	5,2

Macrocategoria

Azionari	1.282	19,3	60,1	31,6	8,3
Bilanciati	318	4,8	74,2	20,6	5,2
Flessibili	835	12,6	79,5	15,8	4,7
Obbligaz	1.981	29,8	83,6	11,2	5,3
Liquidità	1.390	20,9	86,2	9,1	4,7
Nessuna	839	12,6	71,8	9,7	18,5

Numero fondi

1	4.441	66,8	80,7	17,5	1,8
2	1.142	17,2	73,2	10,6	16,2
3	475	7,1	69,3	10,7	20,0
4 - 6	415	6,2	66,8	9,6	23,6
7 - 10	114	1,7	59,7	19,9	20,4
oltre 11	58	0,9	51,0	35,5	13,5

Canale di vendita

Rete promotori	945	14,2	69,6	23,3	7,0
Banca	5.699	85,8	78,4	14,2	7,4

	# Sott.	%	Canale di vendita	
			Rete prom.	Banca
TOTALE SOTT	6.645	100	14,2	85,8
Sesso				
Uomo	3.771	56,8	15,9	84,1
Donna	2.873	43,2	12,0	88,0
Età				
< 26	147	2,2	8,7	91,3
26 - 35	687	10,3	13,0	87,0
36 - 45	1.329	20,0	15,7	84,3
46 - 55	1.324	19,9	16,0	84,0
56 - 65	1.242	18,7	15,1	84,9
66 - 75	1.077	16,2	13,3	86,7
> 75	839	12,6	10,8	89,2
Area geografica				
Nord-Ovest	2.623	39,5	12,8	87,2
Nord-Est	1.669	25,1	14,2	85,8
Centro	1.080	16,3	21,4	78,6
Sud	875	13,2	12,4	87,6
Isole	397	6,0	10,6	89,4
Macrocategoria				
Azionari	1.282	19,3	25,4	74,6
Bilanciati	318	4,8	11,0	89,0
Flessibili	835	12,6	10,4	89,6
Obbligaz.	1.981	29,8	11,4	88,6
Liquidità	1.390	20,9	9,1	90,9
Nessuna	839	12,6	17,4	82,6
Numero fondi				
1	4.441	66,8	10,9	89,1
2	1.142	17,2	11,4	88,6
3	475	7,1	19,1	80,9
4 - 6	415	6,2	28,8	71,2
7 - 10	114	1,7	59,8	40,2
oltre 11	58	0,9	90,0	10,0
Modalità di sottoscrizione				
Pic	5.126	77,1	12,8	87,2
Pac	1.032	15,5	21,4	78,6
Pic/Pac	487	7,3	13,6	86,4

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

B8 - Sesso SET II

	# Sott.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE SOTT	306	100	66,9	33,1
Professione				
Dirigente	6	2,0	85,4	14,6
Quadro	3	1,0	80,6	19,4
Impiegato/a	77	25,0	63,3	36,7
Insegnante	5	1,7	33,7	66,3
Operaio/a	34	11,2	81,0	19,0
Imprenditore	18	5,8	84,8	15,2
Commerciante	16	5,1	73,2	26,8
Libero prof.	40	13,1	84,1	15,9
Agricoltore	2	0,6	84,8	15,2
Pensionato/a	48	15,6	63,0	37,0
Disoccupato/a	1	0,3	52,4	47,6
Non disponibile	57	18,5	46,9	53,1
Titolo di studio				
Nessun titolo	1	0,2	67,0	33,0
Media inferiore	62	20,2	58,3	41,7
Media superiore	129	42,1	70,2	29,8
Laurea	44	14,5	66,5	33,5
Non disponibile	71	23,1	63,9	36,1

	# Sott.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE SOTT	306	100	0,8	7,6	21,8	23,2	20,7	16,1	9,8
Professione									
Dirigente	6	2,0	0,3	5,5	26,3	34,8	25,9	6,6	0,7
Quadro	3	1,0	0,3	12,8	41,2	33,4	12,0	0,3	0,0
Impiegato/a	77	25,0	1,9	20,0	37,0	27,6	11,2	2,0	0,3
Insegnante	5	1,7	0,1	6,6	21,5	33,2	28,8	8,6	1,3
Operaio/a	34	11,2	3,3	19,5	36,8	27,3	10,4	2,4	0,2
Imprenditore	18	5,8	0,6	12,4	32,8	27,6	18,1	7,1	1,4
Commerciante	16	5,1	0,6	10,4	31,0	29,2	19,4	7,8	1,5
Libero prof.	40	13,1	0,4	11,0	30,9	32,2	18,1	6,2	1,2
Agricoltore	2	0,6	0,3	6,0	22,2	28,7	22,5	15,4	4,9
Pensionato/a	48	15,6	0,0	0,1	0,3	1,5	27,8	42,4	27,8
Disoccupato/a	1	0,3	7,9	34,0	26,6	16,0	11,8	3,3	0,4
Non disponibile	57	18,5	3,2	10,3	24,9	23,8	19,4	12,5	6,0
Titolo di studio									
Nessun titolo	1	0,2	7,6	6,5	13,0	12,3	15,4	21,6	23,6
Media inferiore	62	20,2	1,7	8,8	26,8	24,7	20,7	12,7	4,7
Media superiore	129	42,1	2,7	17,7	32,2	24,0	13,9	6,9	2,6
Laurea	44	14,5	0,6	15,4	27,8	26,6	17,5	8,1	4,0
Non disponibile	71	23,1	0,2	3,6	17,7	20,7	21,9	21,9	14,1

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

B10 - Macrocategoria SET II

	# Sott.	%	Macrocategoria					
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità	Nessuna
TOTALE SOTT	306	100	61,7	2,2	0,6	14,5	10,2	10,9
Professione								
Dirigente	6	2,0	64,3	2,5	0,7	10,7	8,9	12,9
Quadro	3	1,0	66,5	1,4	0,4	8,3	10,3	13,3
Impiegato/a	77	25,0	63,8	1,7	0,6	12,0	11,5	10,4
Insegnante	5	1,7	60,3	2,0	0,6	16,2	10,0	11,0
Operaio/a	34	11,2	61,3	1,6	0,6	14,3	12,3	9,9
Imprenditore	18	5,8	68,1	2,4	0,6	9,3	8,1	11,5
Commerciante	16	5,1	66,3	2,1	0,6	12,2	8,1	10,7
Libero prof.	40	13,1	66,7	2,0	0,5	11,2	8,9	10,7
Agricoltore	2	0,6	65,1	3,4	0,7	12,9	7,4	10,5
Pensionato/a	48	15,6	51,8	3,6	0,8	19,4	10,5	13,9
Disoccupato/a	1	0,3	60,1	1,9	0,6	12,6	15,0	9,8
Non disponibile	57	18,5	59,9	2,0	0,5	19,2	9,1	9,2
Titolo di studio								
Nessun titolo	1	0,2	57,4	2,7	0,4	15,6	13,8	10,1
Media inferiore	62	20,2	60,5	2,4	0,7	13,5	11,4	11,6
Media superiore	129	42,1	63,8	2,0	0,7	11,4	10,8	11,2
Laurea	44	14,5	64,5	2,2	0,7	10,1	10,7	11,7
Non disponibile	71	23,1	57,1	2,1	0,4	23,8	7,6	9,1

	# Sott.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE SOTT	306	100	32,8	32,8	22,4	6,2	5,9
Professione							
Dirigente	6	2,0	37,3	27,3	23,5	6,3	5,6
Quadro	3	1,0	38,0	28,8	21,1	6,0	6,1
Impiegato/a	77	25,0	32,0	33,4	22,3	6,2	6,2
Insegnante	5	1,7	25,1	27,3	22,0	12,9	12,7
Operaio/a	34	11,2	33,3	40,8	19,6	3,8	2,5
Imprenditore	18	5,8	31,4	33,2	23,9	6,9	4,6
Commerciante	16	5,1	29,6	30,2	25,9	7,9	6,4
Libero prof.	40	13,1	29,7	31,4	23,8	8,2	6,9
Agricoltore	2	0,6	26,0	39,6	20,8	5,5	8,2
Pensionato/a	48	15,6	38,4	31,5	20,9	4,1	5,1
Disoccupato/a	1	0,3	23,6	19,5	30,6	10,9	15,4
Non disponibile	57	18,5	32,5	31,4	23,0	6,4	6,7
Titolo di studio							
Nessun titolo	1	0,2	34,6	36,4	18,5	6,3	4,2
Media inferiore	62	20,2	35,0	36,8	19,8	3,8	4,6
Media superiore	129	42,1	32,2	33,5	22,8	6,3	5,2
Laurea	44	14,5	28,5	25,4	25,4	10,9	9,8
Non disponibile	71	23,1	34,3	32,8	22,1	5,0	5,7

I fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane

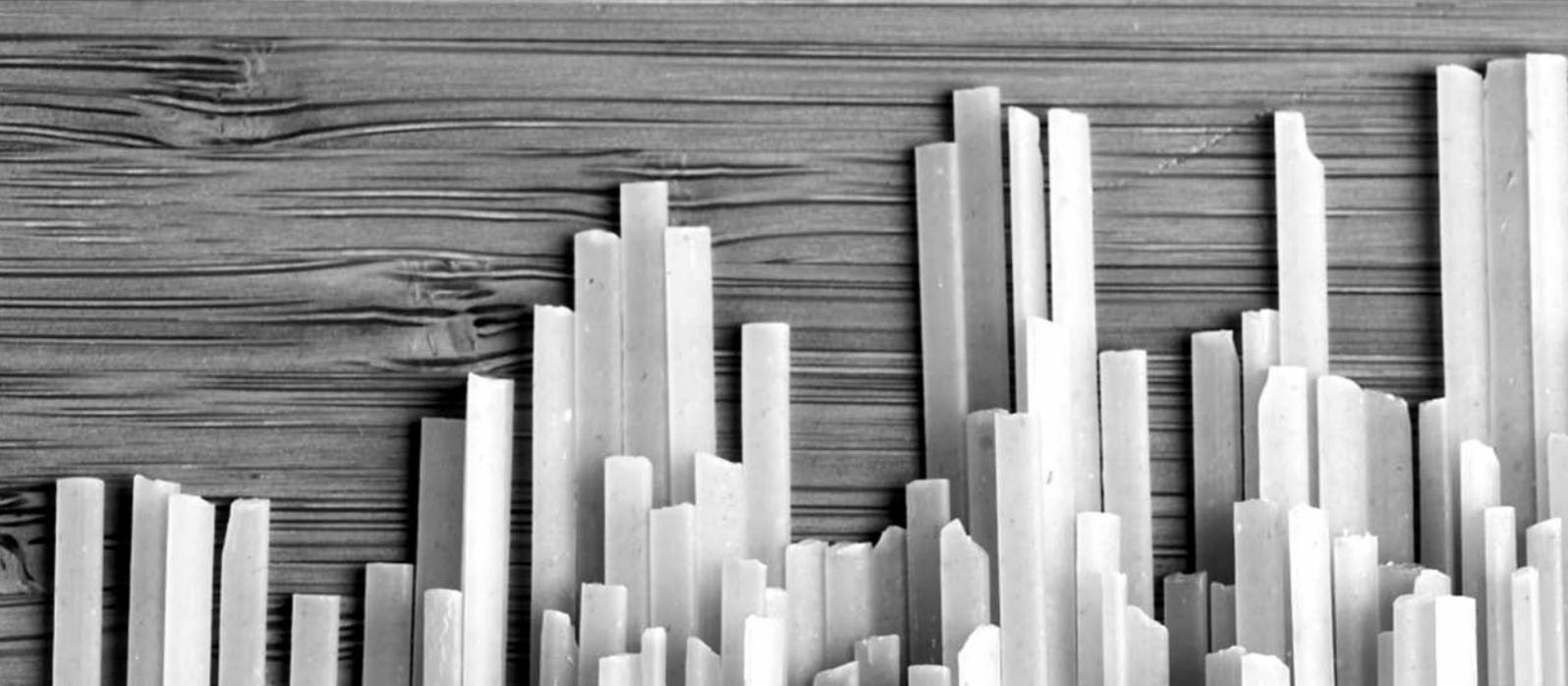
B12 - Numero fondi SET II

	# Sott.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	oltre 10
TOTALE SOTT	306	100	44,0	16,2	15,9	17,7	4,6	1,6
Professione								
Dirigente	6	2,0	35,9	15,8	16,6	22,3	6,4	3,0
Quadro	3	1,0	34,4	15,9	20,1	20,9	6,9	1,9
Impiegato/a	77	25,0	44,5	16,4	16,8	17,0	4,0	1,2
Insegnante	5	1,7	44,8	16,9	15,3	17,2	4,3	1,4
Operaio/a	34	11,2	48,6	16,4	15,7	15,3	3,2	0,8
Imprenditore	18	5,8	36,6	15,4	17,9	20,4	6,8	2,9
Commerciante	16	5,1	41,3	16,3	16,4	18,6	5,4	2,0
Libero prof.	40	13,1	40,5	15,6	16,5	19,5	5,6	2,3
Agricoltore	2	0,6	42,2	17,2	15,5	16,7	5,7	2,6
Pensionato/a	48	15,6	41,4	17,3	15,0	18,9	5,4	2,1
Disoccupato/a	1	0,3	47,0	16,4	15,1	17,3	2,6	1,6
Non disponibile	57	18,5	49,4	15,3	14,4	16,0	3,6	1,3
Titolo di studio								
Nessun titolo	1	0,2	44,2	16,8	15,8	18,5	3,3	1,4
Media inferiore	62	20,2	43,3	16,7	16,1	17,8	4,5	1,5
Media superiore	129	42,1	41,8	16,5	16,9	18,2	4,9	1,7
Laurea	44	14,5	38,6	15,8	17,3	19,8	6,1	2,4
Non disponibile	71	23,1	51,8	15,3	13,1	15,4	3,2	1,2

	# Sott.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
TOTALE SOTT	306	100	52,7	34,2	13,1
Professione					
Dirigente	6	2,0	49,3	33,4	17,3
Quadro	3	1,0	44,7	36,9	18,4
Impiegato/a	77	25,0	47,2	39,1	13,7
Insegnante	5	1,7	52,8	33,8	13,4
Operaio/a	34	11,2	48,5	38,5	13,0
Imprenditore	18	5,8	47,4	37,3	15,2
Commerciante	16	5,1	48,3	37,7	14,1
Libero prof.	40	13,1	46,7	38,3	15,0
Agricoltore	2	0,6	56,3	29,8	13,9
Pensionato/a	48	15,6	68,1	19,9	11,9
Disoccupato/a	1	0,3	56,2	33,6	10,1
Non disponibile	57	18,5	57,2	32,6	10,2
Titolo di studio					
Nessun titolo	1	0,2	62,1	27,5	10,3
Media inferiore	62	20,2	55,0	32,0	13,0
Media superiore	129	42,1	49,4	36,5	14,1
Laurea	44	14,5	48,7	36,1	15,1
Non disponibile	71	23,1	58,9	31,0	10,0

BIBLIOGRAFIA

- Assogestioni. (2006). *Caratteristiche dei Sottoscrittori dei Fondi Comuni Aperti*. Rapporto Annuale.
- 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. (2010). I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2008. *Supplementi al Bollettino Statistico*, XX (8).
- 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.
- 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. (2010). *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.
- Guiso, L., e Jappelli, T. (2002). Introductions. In *Household Portfolios* (p. 1-25).
- 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. (2007). *Gruppo di Lavoro sull'Industria Italiana dell'Asset Management*. Working Paper n. 1, Assogestioni.
- 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.



www.assogestioni.it