



# I SOTTOSCRITTORI DI FONDI COMUNI ITALIANI 2002-2012

Alessandro Rota, Riccardo Morassut

Quaderno di ricerca  
2 / 2013



**ASSOGESTIONI**

associazione del risparmio gestito





**ASSOGESTIONI**

---

associazione del risparmio gestito

**I SOTTOSCRITTORI  
DI FONDI COMUNI ITALIANI  
2002-2012**

Alessandro Rota, Riccardo Morassut

Ufficio Studi

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampa: Officina d'arte grafica Lucini - [www.lucinisrl.com](http://www.lucinisrl.com)

Stampato nel mese di giugno 2013 a Milano

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

# Indice

1 - Introduzione	5
2 - Campione	11
3 - Partecipazione al mercato dei fondi	15
4 - Fondi e risparmi finanziari delle famiglie	21
5 - Caratteristiche anagrafiche dei sottoscrittori	25
6 - Distribuzione geografica	31
7 - Analisi multivariata della partecipazione	35
8 - Scelte allocative e modalità di investimento	39
9 - Conclusioni	43
Appendice I - L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane e i conti finanziari	47
Appendice II - Ulteriori tavole statistiche	51
Appendice III - Elenco società presenti nella BDS	68
Bibliografia	71

**1**

# **INTRODUZIONE**

Nel corso degli ultimi quindici anni il mercato italiano dei fondi comuni ha attraversato tre fasi evolutive, caratterizzate dallo sviluppo dell'industria nazionale (1995-1999), dalla progressiva sostituzione tra prodotti italiani ed esteri in un contesto di relativa stabilità patrimoniale (2000-2007), e infine dai riflessi negativi della crisi finanziaria (manifestatasi a partire dalla seconda metà del 2007) e di quella del debito sovrano, esplosa nel 2011 (Figura 1).

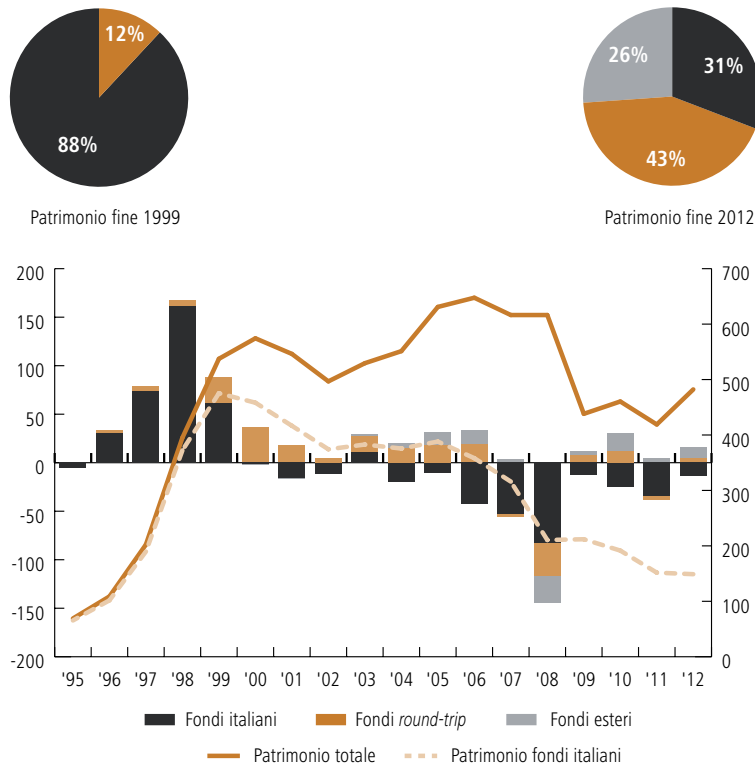


Figura 1  
Raccolta netta (sx)  
e patrimonio (dx) dei fondi  
suddivisi per domicilio.  
Dati in miliardi di €.

Fonte: Assogestioni.

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

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

Nella fase successiva, cominciata nella seconda metà del 2000 con il repentino sgonfiarsi della bolla speculativa della *new economy*, si è verificato un primo ridimensionamento dei flussi, che ha determinato una relativa stabilizzazione del patrimonio in un intervallo compreso tra i 500 e i 650 miliardi, all'interno del quale ha oscillato principalmente per effetto dell'andamento altalenante dei mercati finanziari (in calo fino al 2002 e successivamente in crescita fino alla prima metà del 2007).

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

Con la crisi finanziaria il mercato ha subito un importante ridimensionamento, a causa della combinazione negativa dei deflussi e dell'andamento avverso delle quotazioni. Le fuoriuscite hanno raggiunto il picco storico nel 2008 (-140 miliardi) e, dopo due anni di relativa stagnazione, hanno nuovamente toccato livelli di guardia in occasione della crisi del debito sovrano del 2011 (-33 miliardi).

Solo a partire dalla seconda parte del 2012 si sono registrati alcuni timidi segnali di recupero. Nel frattempo è proseguita la ricomposizione a favore dei fondi esteri, seppure con minore intensità. Un complesso di fattori che a fine 2012 ha portato il patrimonio complessivo ad attestarsi attorno ai 480 miliardi di euro, meno di un terzo dei quali era rappresentato da prodotti italiani.

Le difficoltà incontrate dai fondi istituiti nel nostro Paese, nel corso degli anni, hanno dato vita a un ampio e vivace dibattito sulle relative cause e le soluzioni più opportune<sup>1</sup>.

Per quanto riguarda l'indagine delle cause, la discussione si è prevalentemente concentrata sull'offerta. In particolare sono stati approfonditi i temi legati alla produzione (*performance* e costi), al rapporto di questa con la rete di distribuzione (integrazione verticale SGR-banca, apertura dell'architettura distributiva, qualità della consulenza, modalità e livelli di remunerazione), alla regolamentazione (difficoltà in materia di trasparenza informativa, re-

---

<sup>1</sup> Si vedano ad esempio (Banca d'Italia, 2008), (De Rossi, F. M. e al, 2008), (Messori, 2008) e (Rota, 2007).



gole di offerta e fiscalità relative a prodotti concorrenti) e infine al rapporto tra la funzione di intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario e quella svolta dalle società di gestione.

Per contro, minori risorse sono state indirizzate allo studio del fenomeno dal lato della domanda, in particolare da quello del risparmiatore *retail*. Ciò è da attribuire con ogni probabilità alla circostanza che, ancora oggi, il mercato dei fondi comuni è determinato - se non addirittura *spinto* - dall'offerta, piuttosto che dalla domanda. Questo è vero, in particolare, con riferimento al segmento di clientela, numericamente preponderante, con patrimoni relativamente modesti e poco sofisticata sotto il profilo dell'educazione e dei bisogni finanziari.

Ciò nonostante, e anzi forse proprio per questo, lo studio della domanda dei fondi italiani - al quale l'Associazione intende rinnovare il proprio contributo con questo volume - rappresenta un passaggio imprescindibile per un'industria che da tempo opera in concorrenza con operatori esteri, che hanno fatto della qualità del prodotto e soprattutto dell'attività di supporto al collocamento le proprie caratteristiche distintive. In questo contesto lo sforzo di innovazione e di ridefinizione del proprio ruolo, cui gli operatori italiani oggi sono chiamati, deve giocoforza passare anche attraverso una migliore conoscenza della propria clientela, dei suoi bisogni e delle sue scelte di investimento.

La **Sezione 2** del volume è dedicata a una breve descrizione della banca dati sulle caratteristiche dei sottoscrittori (BDS). La **Sezione 3** presenta stime del livello di partecipazione al mercato dei fondi e ne mette in evidenza la stretta dipendenza dalla variabile patrimoniale; la **Sezione 4** è dedicata a un'analisi dell'incidenza dei fondi sul portafoglio finanziario delle famiglie.

Le due sezioni successive (**5 e 6**) forniscono approfondimenti su una serie di caratteristiche anagrafiche dei sottoscrittori: sesso, età e residenza vengono dettagliatamente analizzati nella loro distribuzione ed evoluzione temporale. La **Sezione 7** presenta i risultati della stima di un modello multivariato della scelta di investire in fondi comuni; segue la **Sezione 8** con informazioni sulle scelte allocative (*asset class*) e sulle modalità di investimento (piani di accumulo, canale distributivo).

Le conclusioni presentate nella **Sezione 9**, infine, contengono una sintesi dei principali risultati ottenuti. Il lavoro termina con una nota metodologica sul trattamento dei dati di fonte Banca d'Italia (**Appendice I**), seguita da una

serie completa di tavole statistiche bivariate relative al 2012 (**Appendice II**) e infine da una tavola riepilogativa delle società associate (**Appendice III**) che, fornendo i propri dati anno dopo anno, hanno reso possibile questo lavoro e che si coglie qui l'occasione per ringraziare.



**2**

**CAMPIONE**

La banca dati 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. Tali informazioni sono state raccolte con cadenza annuale a partire dal 2002, presso un campione rappresentativo di società di gestione operanti sul mercato nazionale.

Per ciascun investitore sono disponibili età, sesso e provincia di residenza, insieme a informazioni di dettaglio sul canale di vendita e sulla composizione dell'investimento *diretto* in fondi. 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 (c.d. Pic). Tutte le informazioni sono riferite alla situazione alla fine di ciascun anno.

Nel corso degli anni, il numero e la composizione delle società censite nella banca dati si sono modificati, sia per effetto della decisione di alcuni operatori di prendere parte oppure interrompere la partecipazione alla rilevazione, sia a causa di operazioni societarie (fusioni) accompagnate in molti casi da una ristrutturazione della gamma prodotti. La **Tavola 1** fornisce una visione di insieme del numero di operatori presenti, tempo per tempo, nella banca dati, raggruppati in base all'anno di prima rilevazione.

Anno d'ingresso	Anno d'indagine										
	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
2002	12	17	18	17	22	24	27	27	30	32	38
2003	3	3	2	2	2	2	3	4	4	5	
2004	1	1	1	1	1	1	2	3	3		
2005	-	-	-	-	-	-	1	1			
2006	-	1	1	1	1	1	1				
2007	1	1	1	1	2	2					
2008	1	1	1	1	2						
2009	1	1	1	1							
2010	-	-	-								
2011	-	-									
2012	-										
<b>Totale</b>	19	25	25	24	30	30	34	35	37	37	38

Fonte: BDS.

**Tavola 1**  
Società di gestione presenti nella BDS. Numero per anno di indagine e di primo ingresso nella rilevazione.

Le informazioni sui sottoscrittori sono state raccolte in forma anonima, di conseguenza non è possibile rilevare l'eventuale presenza di individui che investono in fondi promossi da due o più società di gestione partecipanti all'indagine. Tuttavia, in linea con il dato prevalente a livello di mercato, la maggior parte delle società considerate presenta un modello di distribuzio-

ne caratterizzato da un elevato grado di integrazione verticale; ciò induce a ritenere che l'impossibilità di riconoscere i sottoscrittori che intrattengono rapporti con una molteplicità di società di gestione abbia effetti tutto sommato trascurabili.

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

Fatta eccezione per gli anni 2002 e 2007, il patrimonio complessivo dei fondi presenti nella banca dati rappresenta una quota vicina al 90% del dato riferito all'intero mercato. La rappresentatività calcolata sulla base del numero di fondi segnala un modesto sovrappeso dei fondi a patrimonio più elevato (**Tavola 2**).

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
<b>a. Patrimonio dei fondi della BDS</b>	133,7	135,5	168,2	176,5	181,6	181,2	306,6	345,6	344,7	350,0	280,1
<b>b. Patrimonio dell'intero mercato (fondi aperti)</b>	142,1	144,6	182,9	201,8	195,7	290,1	338,7	376,2	370,7	386,6	366,8
<b>c. Rappresentatività per patrimonio (a/b)</b>	94,1	93,7	92,0	87,5	92,8	62,4	90,5	91,9	93,0	90,5	76,4
<b>d. Numero di fondi presenti nella BDS</b>	513	582	528	514	621	591	780	817	891	885	877
<b>e. Rappresentatività per numero di fondi</b>	75,8	77,0	78,2	73,7	81,0	63,2	80,9	81,4	80,2	75,8	73,5
<b>f. Patrimonio della BDS detenuto da persone fisiche</b>	117,7	120,8	149,8	157,1	161,0	144,2	245,9	271,8	267,8	260,1	184,8
<b>g. Quota detenuta dalle persone fisiche (f/a)</b>	88,0	89,1	89,0	89,0	88,7	79,6	80,2	78,7	77,7	74,3	66,0

Fonte: BDS, Assogestioni.

Il peso dell'investimento da parte degli investitori individuali si attesta per gli anni più recenti intorno all'80-90%. Questo valore non si discosta dalle stime basate sui Conti Finanziari<sup>2</sup> e consente di affermare che la maggior parte dei prodotti di diritto italiano è collocata direttamente presso le famiglie.

<sup>2</sup> Sulla base dei dati pubblicati dalla Banca d'Italia, le famiglie detengono il 79% delle quote di fondi comuni emessi da residenti (dicembre 2012).

**Tavola 2**  
Patrimonio complessivo  
(in miliardi di €), indicatori  
di rappresentatività  
(in percentuale) e numero fondi.

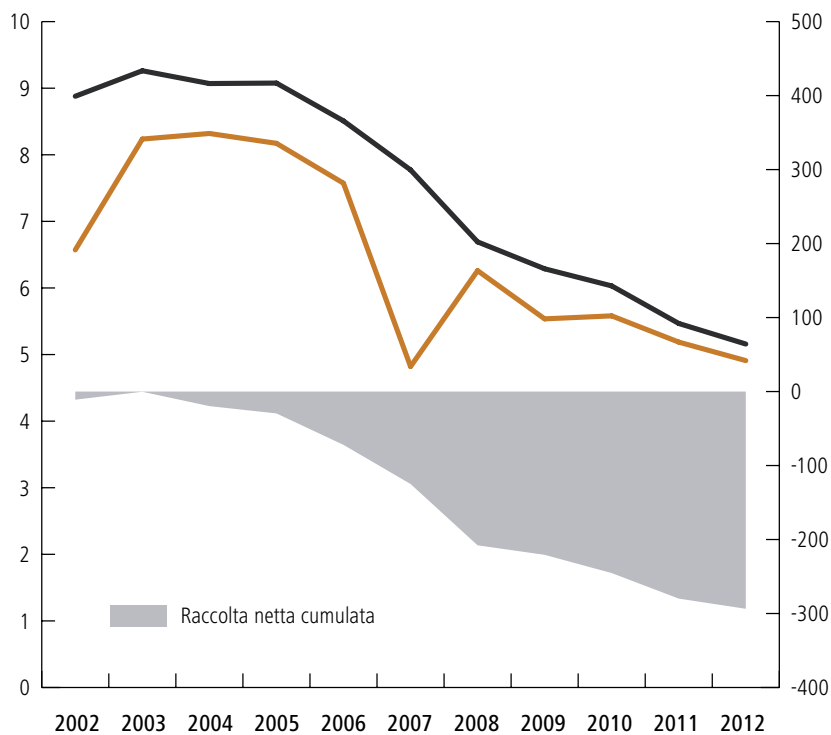


**3**

**PARTECIPAZIONE  
AL MERCATO  
DEI FONDI**



La **Figura 2** rappresenta l'andamento del numero di sottoscrittori censiti nella BDS, insieme a una stima del numero riferibile all'intero mercato dei fondi istituiti nel nostro Paese. Per le SGR (gli anni) non presenti nella banca dati questa informazione è stata calcolata sulla base delle stime di un modello di regressione del numero di sottoscrittori sul patrimonio<sup>3</sup>. Tra il 2002 e il 2005 il totale dei sottoscrittori stimati si è attestato intorno ai 9 milioni, per poi calare in parallelo con l'andamento negativo della raccolta netta, fino a portarsi a 5,1 milioni alla fine del 2012.



**Figura 2**  
Numero di sottoscrittori (milioni) censiti e stimati (a sx) e raccolta netta cumulata (in miliardi di euro) dei fondi italiani (a dx).

—	Sottoscrittori censiti	6,573	8,236	8,320	8,173	7,574	4,820	6,260	5,354	5,581	5,187	4,909
—	Sottoscrittori stimati	8,879	9,263	9,070	9,077	8,510	7,774	6,692	6,288	6,031	5,467	5,159

Fonte: elaborazioni su dati BDS e Assogestioni.

Nel corso del periodo considerato, l'incidenza del numero dei sottoscrittori sulla popolazione residente (*partecipazione*) si è quasi dimezzata, passando dal massimo del 16% registrato nel 2003 all'8,4% di fine 2012<sup>4</sup>.

A questo proposito è interessante confrontare la partecipazione così stimata con quella ricavabile dall'indagine campionaria sui bilanci delle famiglie italiane,

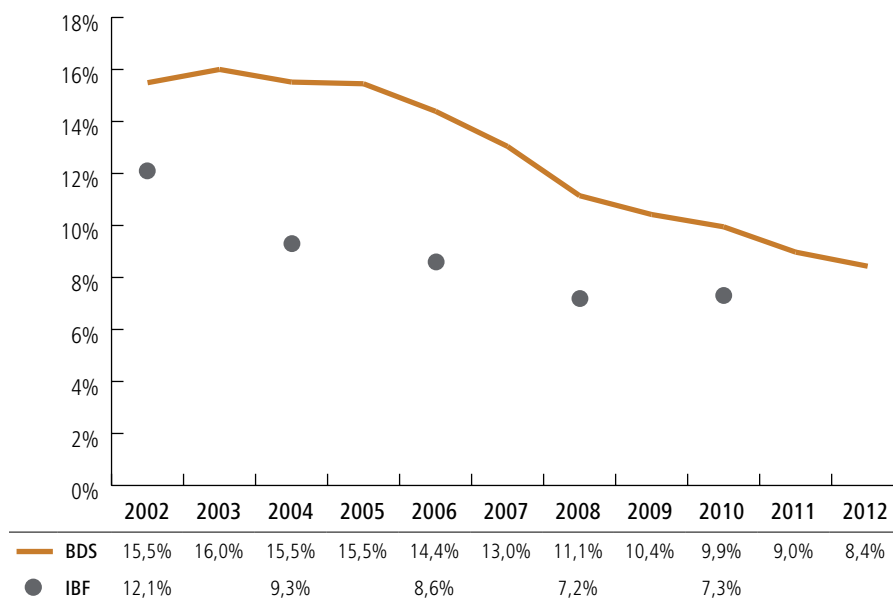
<sup>3</sup>  $NumSott = 1070(0.88) + 29(0.00)Pat_{em} - 0.00(0.00)Pat_{em}^2 + \epsilon$ .

Stime OLS. *P-value* tra parentesi.  $R^2 = 91\%$ ,  $Fstat = 331$ . Il modello è stato stimato con i minimi quadrati ordinari, utilizzando i dati BDS aggregati a livello di società per tenere conto dell'incidenza di sottoscrittori che investono in più di un fondo della medesima SGR (30% circa).

<sup>4</sup> I dati sulla popolazione residente, utilizzati a denominatore per determinare questi coefficienti, sono di fonte ISTAT. Nelle more del completamento del processo di revisione delle anagrafi comunali, a seguito del Censimento Generale della popolazione del 2011, i dati sulla popolazione per gli anni 2011 e 2012 sono stati attinti dalle previsioni demografiche 2011-2065 (scenario centrale).

pubblicata ogni due anni dalla Banca d'Italia<sup>5</sup> (Figura 3). Questa indagine fornisce stime delle scelte di investimento di una famiglia con ricchezza *mediana*; il dato di partecipazione stimato sulla base di BDS, invece, si riferisce alla popolazione nel suo complesso e quindi a una famiglia con una ricchezza *media*.

Figura 3  
Tassi di partecipazione ai fondi italiani (in percentuale).



Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

Dal momento che, come noto, la distribuzione della ricchezza è particolarmente concentrata<sup>6</sup>, il relativo valore medio risulta superiore a quello mediano. Di conseguenza le differenze tra i tassi di partecipazione BDS (più elevati) e IBF (più bassi) indicano che tra le famiglie con ricchezza media, cioè quelle più ricche, la probabilità di trovare investitori in fondi è più elevata che non tra i nuclei con minori dotazioni patrimoniali. Il comune *trend* negativo, inoltre, indica che tali probabilità sono calate nel corso degli anni per entrambe le famiglie tipo, sia pure con dinamiche differenziate.

L'esistenza di una relazione positiva tra ricchezza e partecipazione è confermata anche dall'analisi dei dati di partecipazione IBF per livelli di ricchezza: tra le famiglie appartenenti al primo quartile l'investimento in fondi è quasi del tutto assente, mentre passando ai quantili successivi si diffonde progressivamente, fino a toccare il 15% tra la popolazione più agiata (ultimo decile, **Tavola 3**<sup>7</sup>).

5 D'ora innanzi anche IBF. Si veda (Banca d'Italia, 2012). Disponibile su <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait>.

6 Il 10% delle famiglie più ricche possiede il 45% dell'intera ricchezza netta delle famiglie, mentre la quota di ricchezza posseduta dal 50% dei nuclei meno abbienti è pari al 10% (Banca d'Italia, 2012).

7 Probabilmente questi numeri sottostimano il fenomeno in quanto, come ricordato più sopra, l'indagine della Banca d'Italia fotografa le caratteristiche della famiglia mediana e quindi non riflette in maniera adeguata le peculiarità delle famiglie più ricche.

	Quartili				Top	Top
	I	II	III	IV	10%	5%
Fondi italiani (IBF, 2010)	0,9	3,7	6,1	12,1	15,0	16,1
Strumenti finanziari rischiosi (Guiso e Jappelli, 2002)	3,5	11,8	20,3	36,5	n.d.	54,0

Fonte: elaborazioni su dati IBF, Guiso e Jappelli (2002).

### Tavola 3

Partecipazione ai fondi italiani e strumenti finanziari rischiosi. Medie interquartiliche e top 10% e 5%. Valori in %.

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

La preminenza del ruolo ricoperto dai sottoscrittori con maggiori dotazioni patrimoniali nella determinazione della struttura della domanda è evidenziata anche dagli indicatori sulla distribuzione del patrimonio, che indicano un'elevata concentrazione nei quantili più elevati. Il primo 10% di individui per importo investito (mezzo milione circa di sottoscrittori) detiene più della metà del patrimonio complessivo. Dall'altro lato dello spettro, il 20% dei sottoscrittori di importi più modesti (un milione di individui) investe meno di 2.150 euro, mentre un altro milione investe tra 2.150 e 6.400 euro. L'investimento medio (24.000€) supera di due volte e mezza quello mediano (10.000€) e il livello di concentrazione misurato dall'indice di Gini risulta di poco superiore a quello relativo alla ricchezza complessiva netta, stimato sulla base dei dati IBF del 2010 (Tavola 4).

## Tavola 4

Anno 2012. Investimento medio, mediano, quartili di investimento (valore medio) e concentrazione del patrimonio per quartili e decili. Indici di concentrazione di Gini.

Investimento medio	23.969	
Investimento mediano	10.047	
<b>Media interquartilica</b>		
I	1.166	
II	6.116	
III	15.746	
IV	72.849	
<b>% Patrimonio per quartile</b>		
		<b>Limite</b>
I	1,2	3.166
II	6,4	10.047
III	16,4	24.562
IV	76,0	
<b>% Patrimonio per decile</b>		
		<b>Limite</b>
I	0,1	639
II	0,6	2.152
III	1,3	4.253
IV	2,2	6.383
V	3,4	10.047
VI	4,8	13.726
VII	7,0	20.385
VIII	10,4	30.754
IX	17,0	54.328
X	53,3	
<b>Gini</b>	<b>0,68</b>	
<b>Per memoria:</b>		
<b>Gini - ricchezza netta (IBF)</b>	<b>0,62</b>	

Fonte: BDS, IBF.



**4**

**FONDI E RISPARMI**

**FINANZIARI**

**DELLE FAMIGLIE**

L'incidenza dei fondi italiani sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie (*quota*) è stata stimata facendo ricorso a due diverse fonti: i Conti Finanziari (CF) e la già citata indagine sui bilanci delle famiglie italiane<sup>8</sup> (Tavola 5).

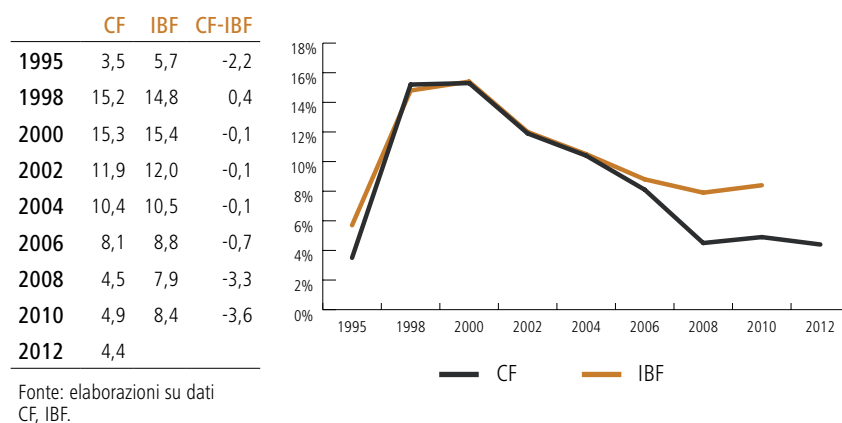


Tavola 5  
Ricchezza delle famiglie italiane investita in fondi comuni (percentuale). Confronto CF e IBF.

I dati di contabilità nazionale evidenziano una crescita sostenuta della proporzione dei fondi fino al 1999, periodo dal quale inizia a manifestarsi un *trend* negativo che si fa particolarmente accentuato nel 2008, per poi stabilizzarsi tra il 4% e il 5%.

La quota calcolata sui dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie mostra un andamento di segno analogo; tuttavia, i valori risultano costantemente superiori a quelli basati sui Conti Finanziari. Nel 2008, anno in cui i deflussi dai fondi hanno raggiunto il massimo storico, tale differenza si amplia fino a superare il 3%.

A tale proposito, può essere utile ricercare una spiegazione di questo andamento nella diversa definizione di "famiglia tipo" che le due fonti utilizzate tendono a rappresentare. Come già menzionato, la fonte IBF si propone di fornire stime rappresentative del portafoglio della famiglia *mediana* rispetto alla distribuzione della ricchezza. Per contro, i Conti Finanziari misurano il valore aggregato della ricchezza finanziaria del settore e pertanto riflettono maggiormente le caratteristiche della famiglia con ricchezza *media*.

Da tutto ciò ne consegue che l'accentuazione dello scostamento tra le due quote, registrato a partire dal 2008, è indice della circostanza che le scelte d'investimento delle famiglie più ricche si sono via via differenziate rispetto a quelle della famiglia mediana. Le famiglie più agiate (ricchezza *media*) hanno ridotto la propria quota a tassi più elevati rispetto alle famiglie meno

<sup>8</sup> I dati presenti nella BDS non possono essere utilizzati per questo tipo di analisi dal momento che non includono informazioni sul controvalore totale del portafoglio finanziario degli investitori.

facoltose (ricchezza mediana), e sono pertanto maggiormente responsabili dei deflussi registrati a livello di sistema durante la recente crisi finanziaria.

Lo studio della proporzione della ricchezza finanziaria investita in fondi può essere approfondito attraverso una scomposizione analitica, che mostra la sua dipendenza da due fondamentali decisioni prese da ogni risparmiatore. La prima scelta riguarda l'investimento in fondi *tout court* ed è misurata dal tasso di partecipazione. La seconda decisione, *condizionata alla prima*, attiene invece alla fissazione della quota parte del proprio *stock* di risparmio finanziario che s'intende allocare al prodotto considerato (*quota condizionata*)<sup>9</sup>.

La distinzione tra i due indicatori assume un evidente interesse di carattere commerciale. Sono diversi, infatti, gli approcci, le leve strategiche e gli sforzi che gli operatori di mercato devono mettere in campo per acquisire un nuovo cliente-risparmiatore, piuttosto che per indurre un cliente già acquisito ad aumentare la sua quota di fondi comuni.

Nel caso in esame, la disponibilità di dati microeconomici nell'IBF consente di esprimere la quota della famiglia *mediana* come il prodotto tra partecipazione, quota condizionata e rapporto tra ricchezza finanziaria media dei sottoscrittori e quella dell'intera popolazione ( $w$ )<sup>10</sup>. Nella **Tavola 6** vengono rappresentati i valori assunti da questi tre indicatori a partire dal 1995 e per tutti i successivi anni disponibili.

**Tavola 6**  
Le determinanti della quota investita in fondi. Valori in %.

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

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

Nella fase espansiva del mercato (1995-2000) la partecipazione cresce di quasi tre volte (dal 5% a poco più del 13%) e la quota condizionata

9 Si veda (Guiso e Jappelli, 2002).

10 La quota  $\alpha$  può essere scritta come  $P\alpha_P w_P$  dove  $P$  indica la partecipazione,  $\alpha_P$  è la quota condizionata e  $w_P$  è il rapporto tra la ricchezza finanziaria media di coloro che detengono fondi e quella dell'intera popolazione. La variazione della quota è perciò approssimabile con la seguente espressione:  $\Delta\alpha = (\alpha_P w_P)\Delta P + (P w_P)\Delta\alpha_P + (P\alpha_P)\Delta w_P$ .



aumenta di circa un quarto. Il dato relativo alla ricchezza media dei partecipanti in proporzione a quella dell'intera popolazione ( $w$ ) segnala un fenomeno che si potrebbe definire di "democratizzazione" dei fondi: le famiglie che entrano nel mercato dei fondi per la prima volta sono meno ricche rispetto a quelle già presenti.

L'analisi dei contributi relativi evidenzia che la crescita di quasi dieci punti della quota è spiegata per la maggior parte dall'aumento della porzione di popolazione che possiede fondi (+10% circa), seguito dall'aumento della porzione di ricchezza in essi investita (+1,5%), mentre - per evidenti motivi - la diminuzione del coefficiente di ricchezza  $w$  fornisce un contributo negativo (-1,3%).

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

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 quota della ricchezza complessivamente investita in questi prodotti. Sotto il profilo quantitativo, l'importanza di tale ruolo è nettamente superiore a quello della quota condizionata, cioè di quella calcolata sulla sola popolazione dei sottoscrittori.

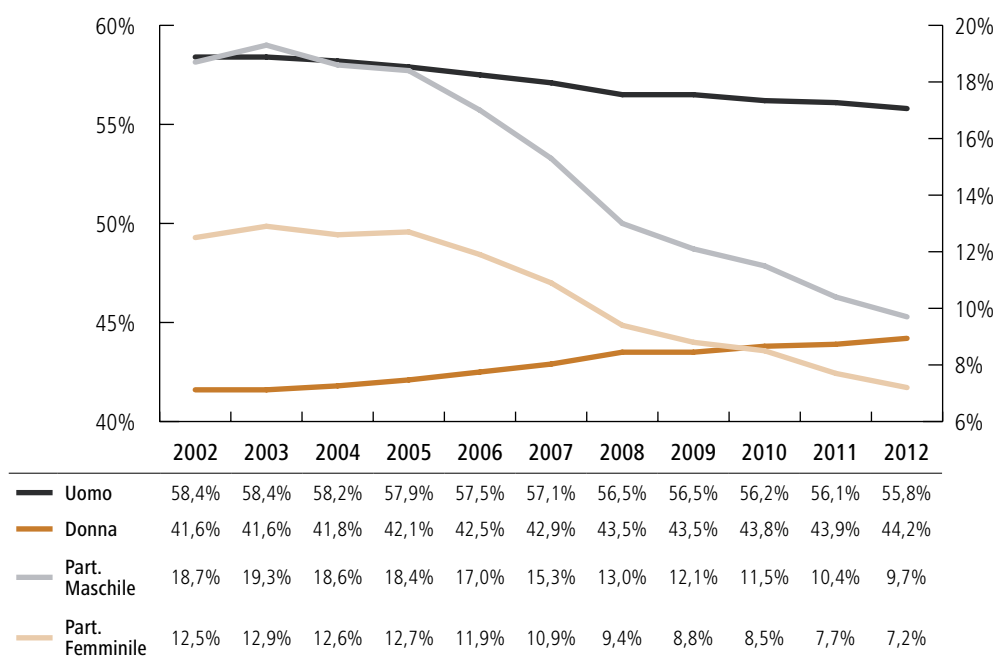
**5**

**CARATTERISTICHE**

**ANAGRAFICHE**

**DEI SOTTOSCRITTORI**

La **Figura 4** riporta, per ciascun anno di rilevazione, l'incidenza percentuale del numero dei sottoscrittori in base al sesso. Per assicurare un corretto confronto intertemporale, le informazioni per le società (per gli anni) non presenti nella BDS sono state integrate nella banca dati sulla base di opportune stime<sup>11</sup>.



**Figura 4**  
Quota percentuale del numero di sottoscrittori per sesso (a sx) e tasso di partecipazione maschile e femminile in percentuale (a dx).

Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

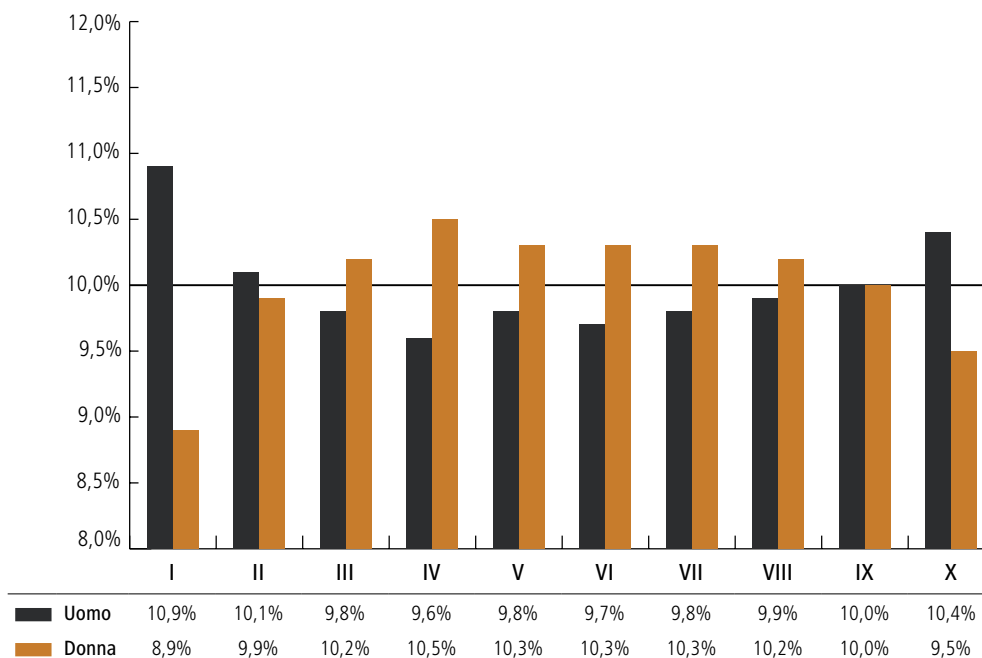
La ripartizione dei sottoscrittori tra uomini e donne mostra un lento calo della proporzione dei primi a favore delle seconde, con un *gap* sceso di circa cinque punti (dal 16,8 all'11,5%) nell'arco di 10 anni. Alla fine del 2012 il tasso di partecipazione femminile al mercato dei fondi si attestava al 7,2%, contro il 9,7% degli uomini.

Sulla base dei dati disponibili al 2012, l'informazione sul sesso dei sottoscrittori è stata incrociata con la distribuzione per decili di patrimonio investito. In questo modo è possibile apprezzare eventuali asimmetrie nella distribuzione della caratteristica considerata al variare della ricchezza detenuta in fondi, *al netto dell'eterogeneità che accumuna tutti i decili di patrimonio*. Nello specifico, i dati della **Figura 5** evidenziano che al netto della generale prevalenza nume-

<sup>11</sup> Per tutte le caratteristiche analizzate di seguito il dato medio BDS calcolato a livello di SGR (ad es. la percentuale di sottoscrittori maschi) è caratterizzato da una variabilità in *time series* inferiore rispetto a quella esibita *cross section*. Pertanto la procedura di stima è stata strutturata in due stadi. Il primo prevede il 'riempimento' di eventuali buchi temporali utilizzando il dato medio della società in questione (laddove presente per almeno un anno); il secondo stadio, riservato alle società che non sono mai state censite in BDS, prevede l'attribuzione della media calcolata *cross section*.

rica dei sottoscrittori uomini, le distribuzioni dei due sessi lungo i diversi livelli di investimento (decili) sono molto simili, tranne che per i valori estremi (1° e 10° decile) in cui si rileva una leggera prevalenza maschile.

**Figura 5**  
Anno 2012.  
Quota percentuale  
del numero  
di sottoscrittori  
per sesso e decile.

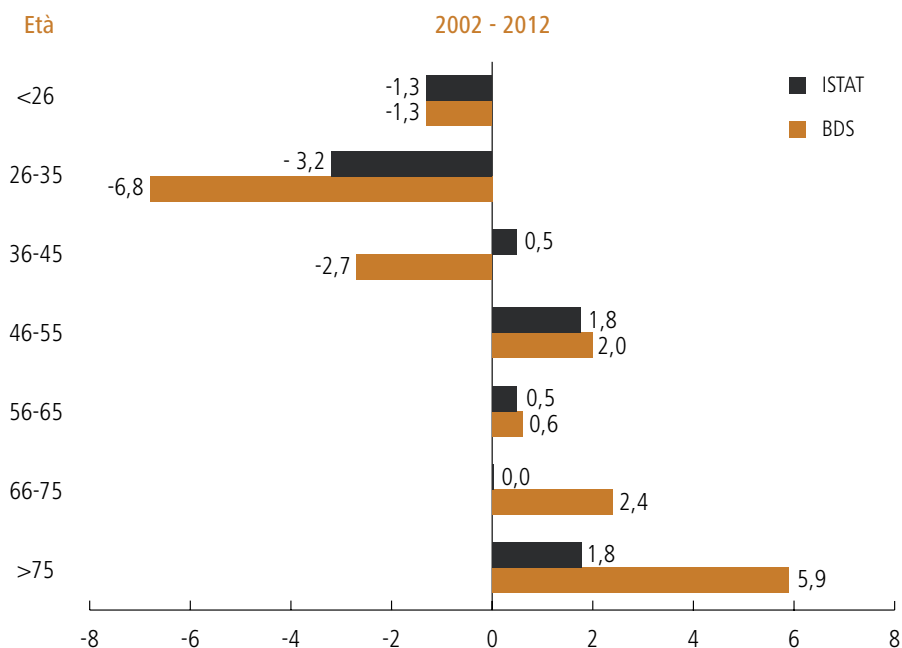


Fonte: elaborazioni su dati BDS.

La dinamica della distribuzione degli investitori per classi di età ha visto il peso degli individui più giovani calare a favore di quelli più anziani. La quota dei sottoscrittori di età compresa tra i 26 e i 35 anni è scesa dal 15% all'8%, quella degli investitori più anziani (oltre i 75 anni) è invece cresciuta passando dal 9% al 15%. Nel complesso l'età media è salita all'incirca di 6 mesi ogni anno ed è passata dai 52 anni del 2002 ai 57 del 2012.

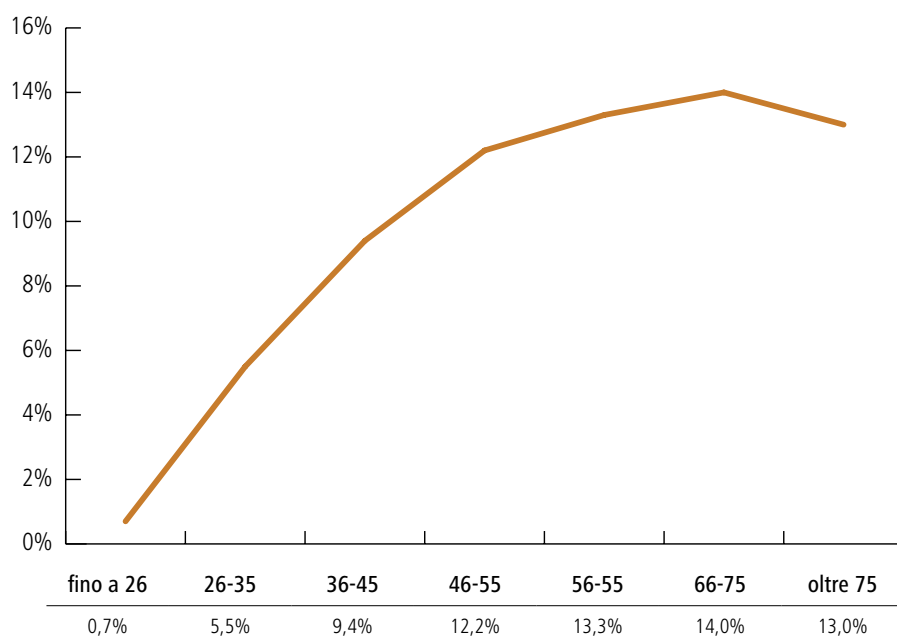
Tutto ciò è chiaramente indicativo di un insufficiente ricambio generazionale della clientela e di un suo generale invecchiamento. Inoltre, da un confronto con i dati ISTAT, questo è risultato essere più accentuato rispetto a quello che ha caratterizzato la popolazione italiana nel suo complesso (**Figura 6**).

La relazione tra partecipazione al mercato dei fondi italiani ed età è stata analizzata rapportando la distribuzione dei sottoscrittori per classi d'età stimata sulla base della BDS a quella della popolazione italiana. I risultati di questo esercizio riferiti all'ultimo anno di rilevazione sono riportati nella **Figura 7**, nella quale si evidenzia un andamento "a gobba" del profilo di partecipazione al mercato.



**Figura 6**  
Confronto tra le variazioni percentuali nelle distribuzioni per classi di età intervenute tra il 2002 e il 2012 relative alla popolazione italiana (ISTAT) e a quella della BDS.

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT e BDS.



**Figura 7**  
Partecipazione (in percentuale) per classi di età al 2012.

Fonte: elaborazioni su dati BDS e ISTAT.

Meno del 6% degli individui di età compresa tra i 26 e i 35 anni investono in fondi, valore che sale sopra il 9% (36-45 anni) e poi al 12% (46-55 anni), per attestarsi infine sopra il 13% fino ai 75 anni, età oltre la quale il valore tende a ridursi leggermente.

La forma a parabola della relazione tra età e partecipazione dei fondi è analoga a quella individuata dalla letteratura in tema di investimenti

rischiosi delle famiglie. In quella sede si suggerisce che la parte crescente può essere spiegata dalla presenza di una serie di ostacoli all'ingresso nel mercato da parte dei più giovani: costi fissi d'ingresso, investimento minimo, requisiti informativi (conoscenza/esperienza), limiti alla possibilità di indebitarsi (Guiso e Jappelli, 2002).

Nel caso dei fondi si ritiene che i costi di natura meramente monetaria, come l'investimento minimo o le commissioni d'ingresso, non rappresentino un ostacolo di particolare rilevanza alla partecipazione. 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.

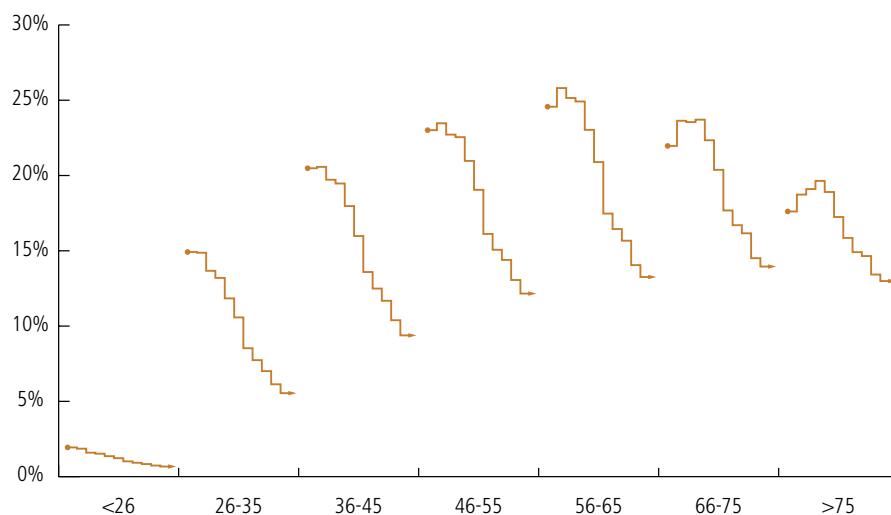
Il modesto livello di partecipazione da parte degli individui più giovani, invece, potrebbe essere spiegato dalla necessità di investire del tempo per acquisire quel minimo livello di competenza e consapevolezza che sembrerebbe associato alla decisione di investire in fondi. Investimento di tempo che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

Per quanto attiene alla fascia d'età più avanzata, la teoria del ciclo vitale potrebbe contribuire a spiegare la leggera riduzione della partecipazione che si verifica a partire dai 75 anni. Per una parte della popolazione, infatti, la fase di decumulo potrebbe arrivare a interessare l'intero investimento in fondi, determinandone la definitiva uscita dal mercato.

Nella **Figura 8** viene rappresentata la dinamica della distribuzione della partecipazione per classi d'età nel corso del periodo che va dal 2002 al 2012, attraverso punti di rilevazione annuali. È interessante notare che la diminuzione generalizzata della partecipazione si è espressa attraverso un marcato calo in tutte le fasce d'età, e in particolare in quelle centrali; quelle cioè a cui appartengono gli investitori nella massima fase di accumulo. Individui che, con ogni probabilità, hanno deciso di indirizzare il proprio risparmio verso altre forme d'investimento.

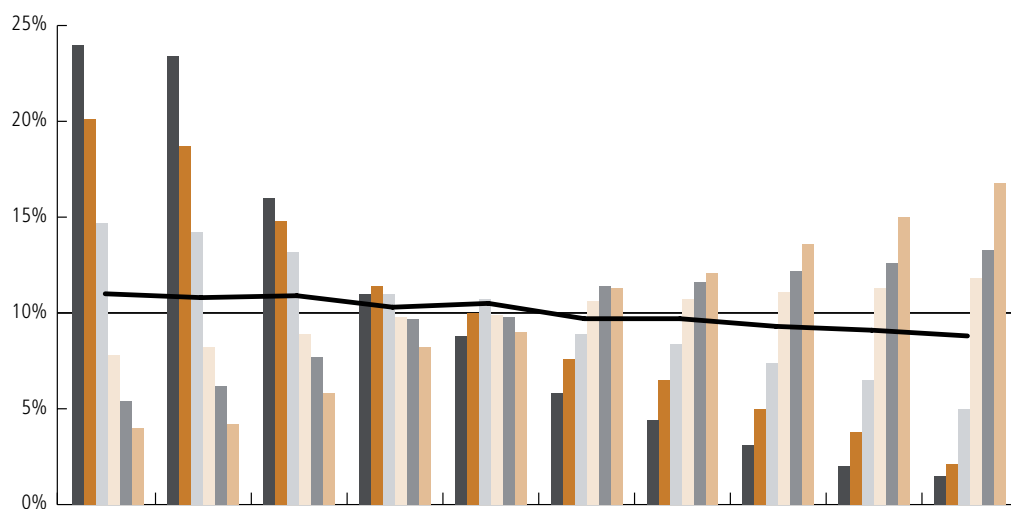
Per quanto attiene alla distribuzione per importo investito, si osserva che all'aumentare dell'età i sottoscrittori si concentrano maggiormente nei decili di patrimonio più elevato. In particolare, circa due terzi degli ultrasessantacinquenni investono importi superiori al patrimonio mediano (**Figura 9**). 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).

### Caratteristiche anagrafiche dei sottoscrittori



**Figura 8**  
Andamento della partecipazione (in percentuale) per classi di età nel periodo 2002-2012.

Fonte: elaborazioni su dati BDS e ISTAT.



**Figura 9**  
Anno 2012.  
Quota percentuale del numero di sottoscrittori per classe di età e decile.

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
<26	24,0%	23,4%	16,0%	11,0%	8,8%	5,8%	4,4%	3,1%	2,0%	1,5%
26-35	20,1%	18,7%	14,8%	11,4%	10,0%	7,6%	6,5%	5,0%	3,8%	2,1%
36-45	14,7%	14,2%	13,2%	11,0%	10,7%	8,9%	8,4%	7,4%	6,5%	5,0%
46-55	11,0%	10,8%	10,9%	10,3%	10,5%	9,7%	9,7%	9,3%	9,1%	8,8%
56-65	7,8%	8,2%	8,9%	9,8%	9,9%	10,6%	10,7%	11,1%	11,3%	11,8%
66-75	5,4%	6,2%	7,7%	9,7%	9,8%	11,4%	11,6%	12,2%	12,6%	13,3%
>75	4,0%	4,2%	5,8%	8,2%	9,0%	11,3%	12,1%	13,6%	15,0%	16,8%

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

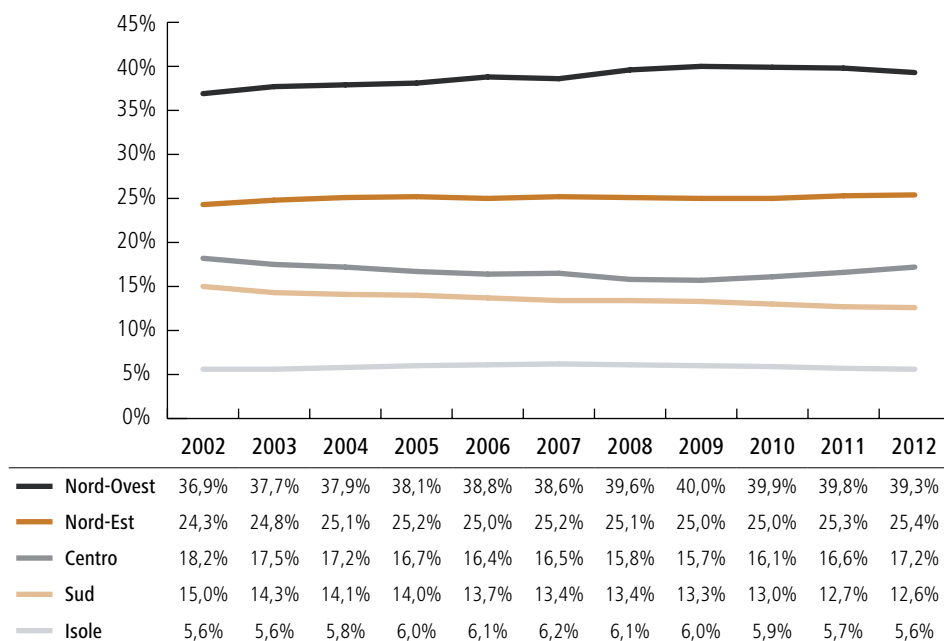
**6**

**DISTRIBUZIONE**

**GEOGRAFICA**



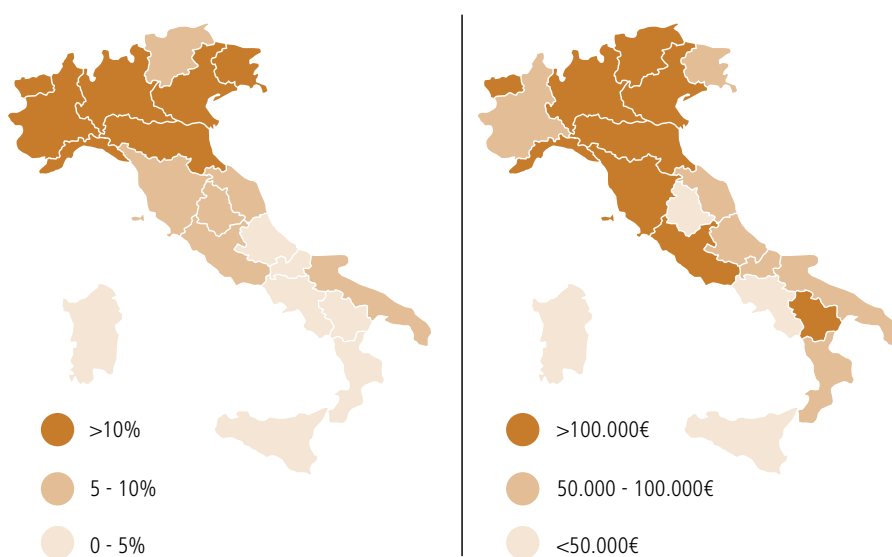
La **Figura 10** riporta, per ciascun anno di rilevazione, la distribuzione stimata dei sottoscrittori in cinque diverse macro aree del Paese. Lungo tutto il periodo considerato si osserva una sostanziale stabilità delle proporzioni: il 65% circa degli investitori sono residenti nelle regioni del Nord, il 17% nel Centro e il 18% nel Sud e nelle Isole.



**Figura 10**  
Quota percentuale del numero di sottoscrittori per area geografica.

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

Rapportando il numero dei sottoscrittori alla popolazione residente a fine 2012, i più alti livelli di partecipazione al mercato dei fondi si registrano in Liguria (14,1%), Emilia-Romagna (12,5%) e Lombardia (12,4%); questi valori calano a mano a mano che ci si sposta verso Sud (**Figura 11**).



**Figura 11**  
Livelli di partecipazione (a sx) per l'anno 2012.  
Ricchezza netta pro-capite (a dx) per l'anno 2010.

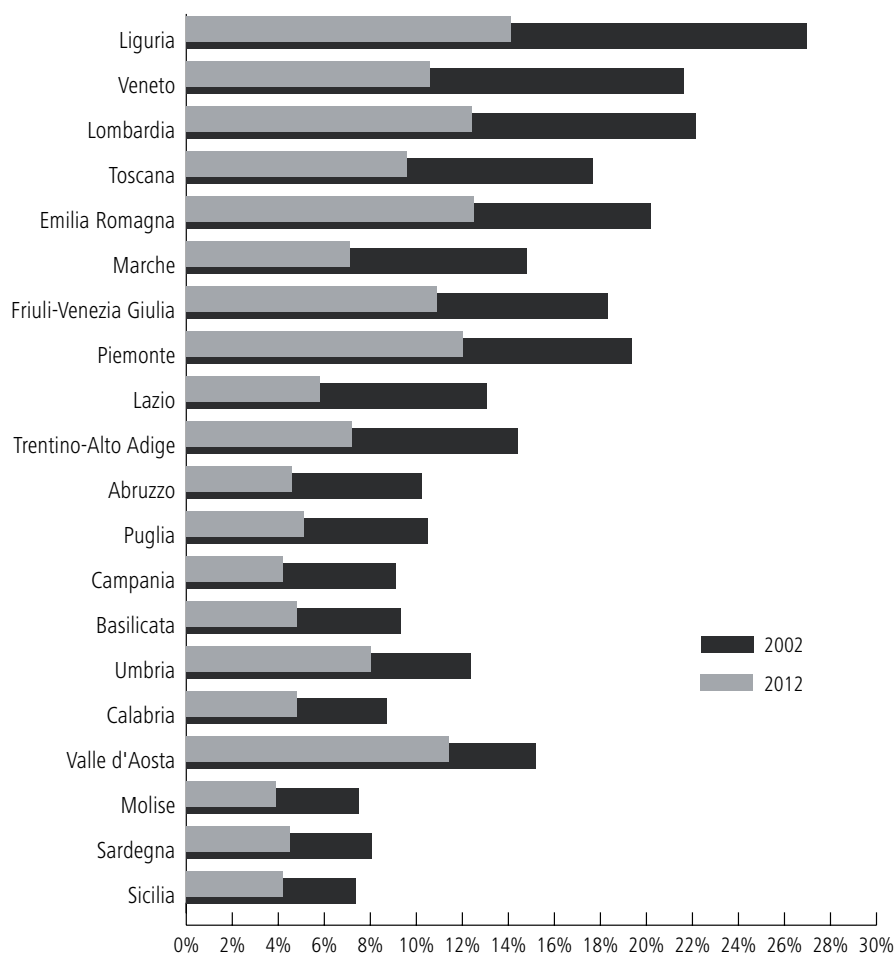
Fonte: elaborazioni su dati BDS, IBF e ISTAT.

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

Per quanto attiene all'evoluzione nel tempo della distribuzione geografica della partecipazione, si osserva che la generale diminuzione avvenuta tra il primo e l'ultimo anno della rilevazione ha riguardato tutte le aree geografiche e ha interessato, in particolare, Lombardia (-10%), Veneto (-11%), Liguria (-13%) e Toscana (-8%) (Figura 12).

Al netto della difforme ripartizione territoriale dei sottoscrittori, la distribuzione del patrimonio è spostata a sinistra (decili più bassi) nel Sud e nelle Isole, a destra (decili più elevati) nelle regioni del Nord-Ovest, dove il 53% dei sottoscrittori detiene importi superiori alla mediana (Figura 13).

Figura 12  
Tassi di partecipazione.  
Anni 2002 e 2012.



Fonte: elaborazioni su dati BDS e ISTAT.

## Distribuzione geografica

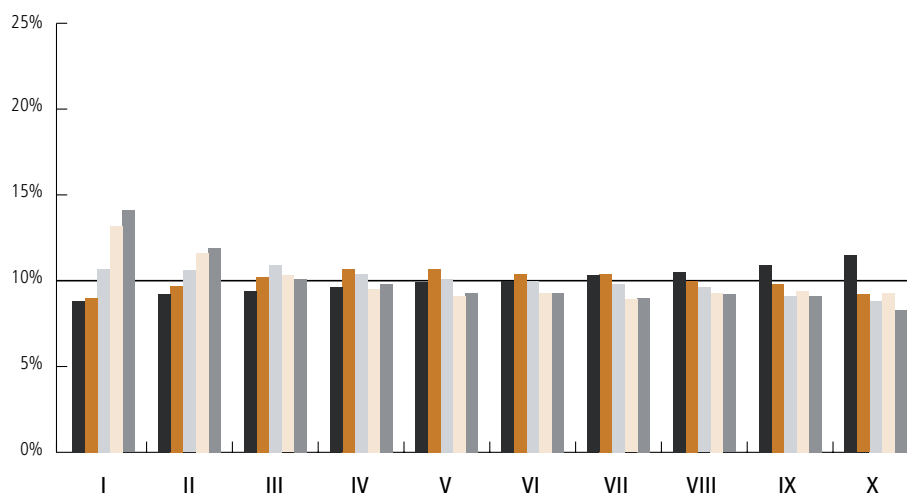


Figura 13  
Anno 2012.  
Quota percentuale  
del numero di sottoscrittori  
per area geografica e decile.

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
<b>Nord-Ovest</b>	8,8%	9,2%	9,4%	9,6%	9,9%	10,0%	10,3%	10,5%	10,9%	11,5%
<b>Nord-Est</b>	9,0%	9,7%	10,2%	10,7%	10,7%	10,4%	10,4%	10,0%	9,8%	9,2%
<b>Centro</b>	10,7%	10,6%	10,9%	10,4%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,1%	8,8%
<b>Sud</b>	13,2%	11,6%	10,3%	9,5%	9,1%	9,3%	8,9%	9,3%	9,4%	9,3%
<b>Isole</b>	14,1%	11,9%	10,1%	9,8%	9,3%	9,3%	9,0%	9,2%	9,1%	8,3%

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

**7**

**ANALISI MULTIVARIATA  
DELLA PARTECIPAZIONE**

Nelle sezioni precedenti le relazioni tra partecipazione e ricchezza, età e luogo di residenza sono state indagate separatamente. In questa si presentano invece i risultati di un esercizio econometrico effettuato sui dati IBF del 2010, con il quale si è inteso studiare tali relazioni secondo un approccio multivariato, in grado di tenere conto in modo opportuno delle relazioni tra le diverse variabili esplicative considerate.

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

I risultati presentati nella **Tavola 7** evidenziano che tutti i regressori sono statisticamente significativi, con l'unica eccezione del numero di figli. I segni relativi al primo insieme di variabili sono coerenti con l'evidenza dell'analisi univariata: il possesso di una ricchezza elevata (appartenenza al quartile superiore) e la residenza nel Nord hanno un effetto positivo sulla probabilità di detenere fondi. I coefficienti relativi all'età e al suo quadrato indicano la presenza di un profilo "a gobba".

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

Fonte: elaborazioni su dati IBF.

**Tavola 7**  
Anno 2010. Analisi *probit* delle determinanti della partecipazione. Il numero di asterischi è riferito al livello di significatività del parametro dove tre, due e un asterisco indicano rispettivamente significatività statistica all'1, 5 e 10%.

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

La ricchezza e il possesso di un livello d'istruzione elevato (laurea) hanno

un impatto elevato sull'innalzamento del livello di partecipazione (+4,8% e +6,6% rispettivamente).

Tra gli altri regressori presi in considerazione, la residenza al Nord e lo svolgimento di un lavoro autonomo o in posizione di responsabilità hanno un buon potere esplicativo della partecipazione (segno positivo ed effetto marginale compreso tra l'1,5% e il 3,7% 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 partecipazione).

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

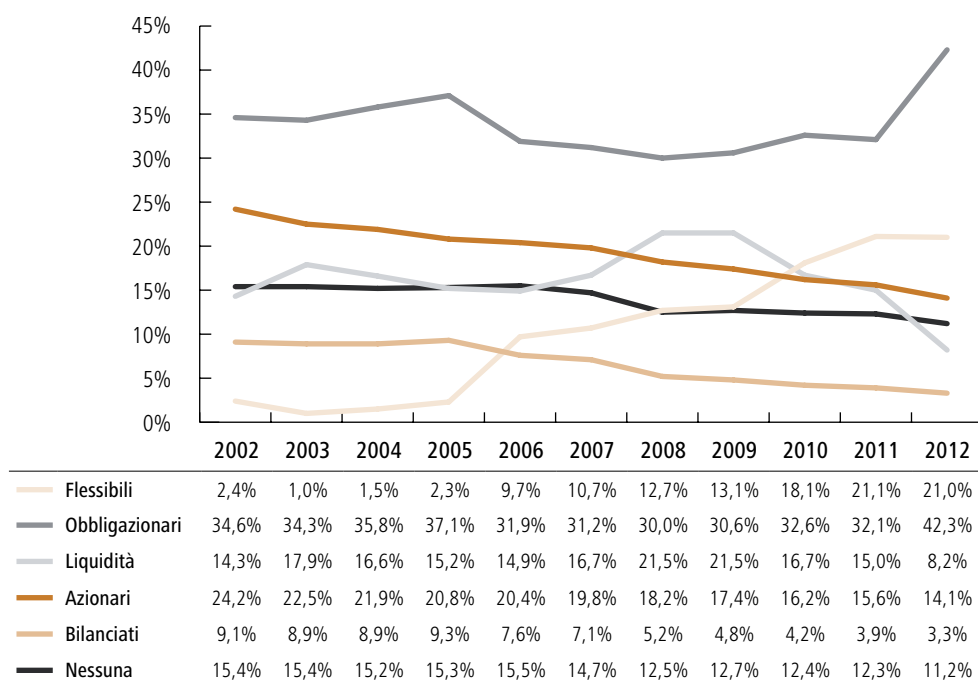


**8**

**SCELTE ALLOCATIVE  
E MODALITÀ  
DI INVESTIMENTO**



Le scelte allocative sono state analizzate individuando, per ciascun sottoscrittore, l'*asset class* del fondo in cui questo investe. Nel caso di investimento in una pluralità di fondi è stata rilevata, se esistente, la macrocategoria in cui egli risulta investire almeno il 70% del proprio portafoglio fondi (macrocategoria prevalente, **Figura 14**).



**Figura 14**  
Quota percentuale del numero di sottoscrittori per macrocategoria prevalente.

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

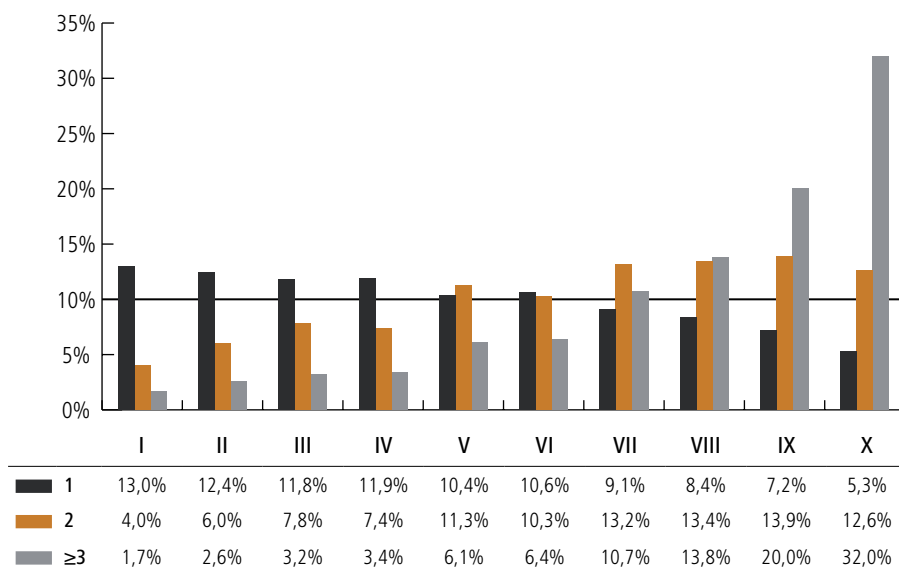
Nel corso del tempo l'incidenza dell'investimento nel comparto azionario e nei fondi bilanciati ha subito una progressiva erosione: alla fine del 2012, rispettivamente, meno del 15% e del 5% dei sottoscrittori concentrava i propri investimenti su questi due segmenti di offerta.

Per converso i fondi flessibili, e più di recente i fondi obbligazionari, si sono caratterizzati per una dinamica più pronunciata. A partire dal 2006 i primi si sono rapidamente diffusi come prodotti di *asset allocation* "completi" e oggi rappresentano l'investimento principale per il 20% dei sottoscrittori. I secondi, tradizionalmente molto presenti nelle scelte degli investitori italiani, hanno subito un'ulteriore impennata nell'ultimo anno, grazie soprattutto al crescente successo riscosso dai fondi obbligazionari a cedola *target date*.

Sulla base dei dati 2012, la distribuzione per macrocategoria prevalente e numero di fondi detenuti per decile di patrimonio evidenzia che al crescere degli importi investiti aumenta la diversificazione tra le *asset class* del portafoglio fondi: il 53% dei portafogli in cui *non prevale* nessuna macroca-

tegoria è posseduto da sottoscrittori appartenenti ai decili dall'8° al 10°; nello stesso intervallo si concentra il 66% degli individui che detengono 3 o più fondi (Figura 15).

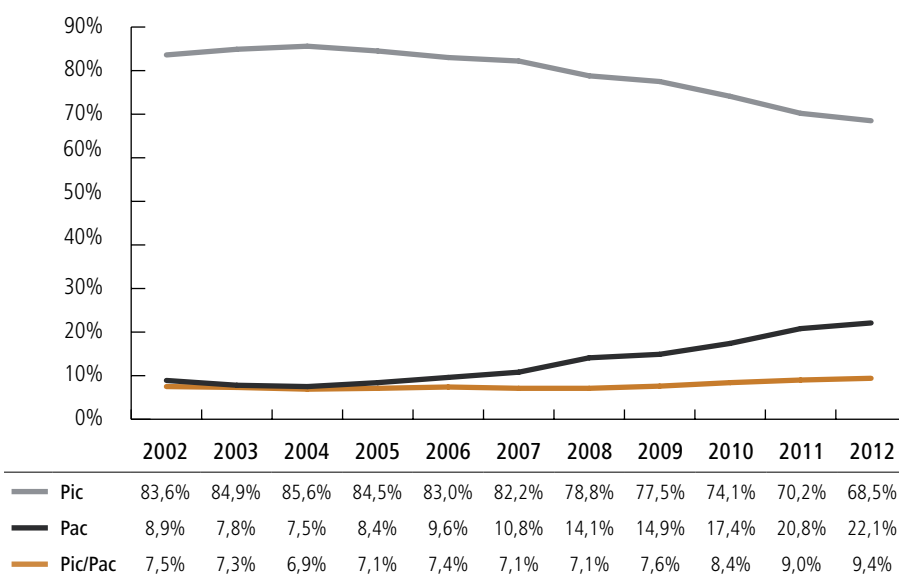
Figura 15  
Anno 2012.  
Quota percentuale  
dei sottoscrittori  
per numero di fondi  
e decile.



Fonte: elaborazioni su dati BDS.

Per quanto attiene alle modalità di sottoscrizione, il 70% circa degli investitori predilige il versamento unico (Pic); tuttavia, il numero di coloro che hanno fatto ricorso in via esclusiva ai piani di accumulo è cresciuto nel corso degli anni e oggi rappresenta il 22% della popolazione degli investitori (Figura 16). Chi ha investito attraverso un Pac detiene fondi per importi complessivamente modesti rispetto alla media: la maggior parte di essi, infatti, risulta concentrata nei primi tre decili (fino a 4.200€, Figura 17).

Figura 16  
Quota percentuale  
del numero  
di sottoscrittori  
per modalità  
di sottoscrizione.



Fonte: elaborazioni su dati BDS.

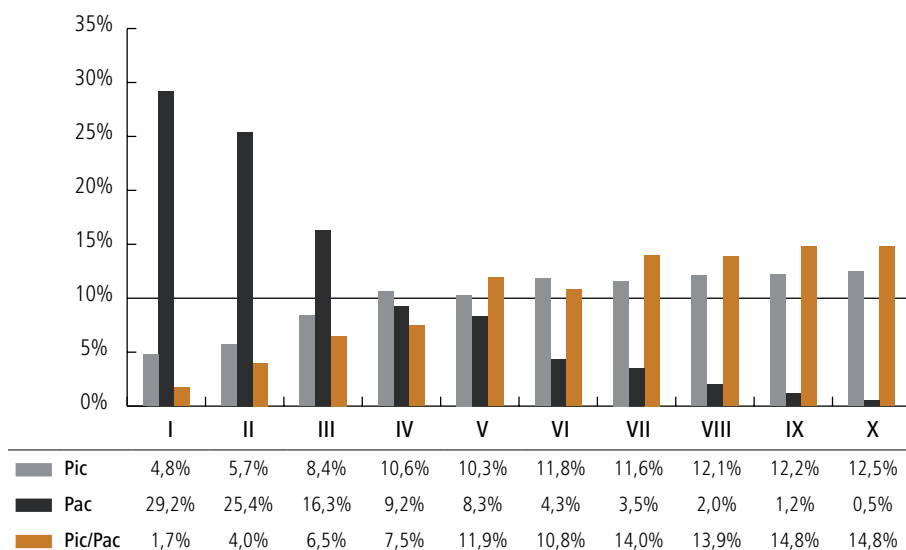


Figura 17  
Anno 2012. Quota percentuale del numero di sottoscrittori per modalità di sottoscrizione e decile.

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

La maggior parte dei sottoscrittori di fondi italiani sottoscrive attraverso il canale bancario (85-90%), mentre la rimanente proporzione si è affidata alle reti di promotori finanziari (Figura 18). A tale proposito, tuttavia, è opportuno ricordare che il valore relativamente modesto dell'incidenza del canale dei promotori finanziari è il riflesso della netta prevalenza dei prodotti esteri - esclusi dalla presente indagine - nella composizione tipologica dei fondi collocati dalle reti.

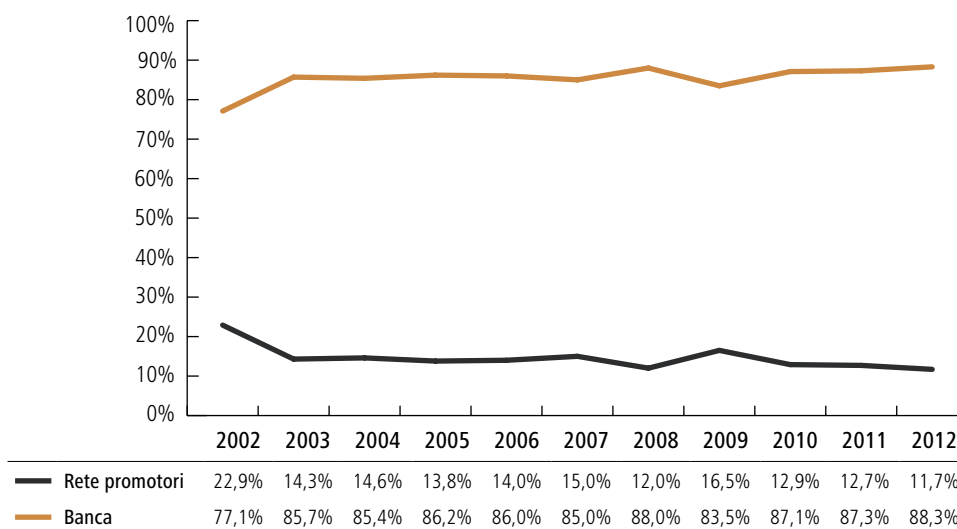


Figura 18  
Quota percentuale del numero di sottoscrittori per canale di vendita.

Fonte: elaborazioni su dati BDS.

# 9

## CONCLUSIONI

Tra il 2002 e il 2005 il totale dei sottoscrittori stimati si è attestato intorno ai 9 milioni, per poi calare fino a portarsi a 5,1 milioni alla fine del 2012, in parallelo con il negativo andamento della raccolta netta. Negli anni l'incidenza del numero dei sottoscrittori sulla popolazione residente (*partecipazione*) si è quasi dimezzata, passando dal 16% massimo registrato nel 2003 all'8,4% di fine 2012.

Tra le famiglie con ricchezza *media*, cioè quelle più ricche, la probabilità di trovare investitori in fondi è più elevata che non tra i nuclei con minori dotazioni patrimoniali. Più in generale, la relazione tra partecipazione e ricchezza è risultata crescente: tra le famiglie appartenenti al primo quartile l'investimento in fondi è quasi del tutto assente, mentre passando ai quantili successivi esso si diffonde progressivamente, fino a toccare il 15% tra la popolazione più agiata (ultimo decile). Questo risultato è analogo a quello riscontrato nell'ambito della letteratura sulla scelta di investire in strumenti rischiosi, e fornisce un supporto alla tesi secondo la quale i fondi tendono a essere associati a un certo livello di risparmio.

La preminenza del ruolo ricoperto dai sottoscrittori con maggiori dotazioni patrimoniali nella determinazione della struttura della domanda è evidenziata anche dagli indicatori sulla distribuzione del patrimonio, che mostrano un'elevata concentrazione nei quantili più elevati. Il primo 10% di individui per importo investito (mezzo milione circa di sottoscrittori) detiene più della metà del patrimonio complessivo; dall'altro lato dello spettro, il 20% dei sottoscrittori di importi più modesti (un milione di individui) investe meno di 2.150 euro, e un altro milione tra 2.150 e 6.400 euro.

Sulla base dei dati di contabilità nazionale, l'incidenza dei fondi italiani sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie (quota) ha avuto una crescita sostenuta fino al 1999, periodo dal quale inizia a manifestarsi un *trend* negativo che si fa particolarmente accentuato nel 2008, per poi stabilizzarsi tra il 4% e il 5%.

Da un confronto con i dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie è emerso che, a partire dal 2008, le famiglie più agiate (ricchezza *media*) hanno ridotto la propria quota a tassi più elevati rispetto alle famiglie meno facoltose (ricchezza *mediana*), e sono pertanto maggiormente responsabili dei deflussi registrati a livello di sistema durante la recente crisi finanziaria.

## Partecipazione al mercato dei fondi

## Fondi e risparmi finanziari delle famiglie

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

### Caratteristiche anagrafiche dei sottoscrittori

Nel periodo 2002-2012 il profilo anagrafico dei sottoscrittori di fondi comuni è stato caratterizzato dalla tendenza a un lento riequilibrio tra i sessi (oggi le donne rappresentano il 44% dei sottoscrittori), cui si è accompagnato un generale invecchiamento a un tasso superiore rispetto a quello della popolazione italiana, indicativo di un insufficiente ricambio generazionale (l'età media è passata da 52 a 57 anni).

La relazione tra partecipazione ed età mostra un caratteristico andamento "a gobba". Meno del 6% degli individui di età compresa tra i 26 e i 35 anni investono in fondi, valore che sale sopra il 9% (36-45 anni) e poi al 12% (46-55 anni), per attestarsi sopra il 13% fino ai 75 anni, età oltre la quale il valore tende a ridursi leggermente. Anche questo risultato è analogo a quello riscontrato nella letteratura sulla scelta di investire in strumenti rischiosi.

Sotto il profilo dinamico, la diminuzione generalizzata della partecipazione si è espressa attraverso un marcato calo in tutte le fasce d'età e in particolare in quelle centrali, cioè quelle a cui appartengono gli investitori nella massima fase di accumulo. Individui che, con ogni probabilità, hanno deciso di indirizzare il proprio risparmio verso altre forme d'investimento.

### Distribuzione geografica

La distribuzione stimata dei sottoscrittori, in cinque diverse macro aree del Paese, vede una sostanziale stabilità delle proporzioni lungo tutto il periodo considerato: il 65% circa degli investitori sono residenti nelle regioni del Nord, il 17% nel Centro e il 18% nel Sud e nelle Isole. Rapportando il numero dei sottoscrittori alla popolazione residente a fine 2012, i livelli più alti di partecipazione si registrano in Liguria (14,1%), Emilia-Romagna (12,5%) e Lombardia (12,4%); questi valori calano a mano a mano che ci si sposta verso Sud.

Al netto della difforme ripartizione territoriale dei sottoscrittori, la distribuzione del patrimonio è spostata a sinistra (decili più bassi) nel Sud e nelle Isole, a destra (decili più elevati) nelle regioni del Nord-Ovest, dove il 53% dei sottoscrittori detiene importi superiori alla mediana.

L'analisi multivariata ha evidenziato che la partecipazione, oltre che da ricchezza ed età, è influenzata positivamente anche da altri fattori, quali un livello d'istruzione elevato, lo svolgimento di un lavoro autonomo o in posizione di responsabilità e la residenza nel Nord del Paese.

Per quanto attiene alle variabili professionali, ricoprire incarichi di responsabilità nell'ambito di un rapporto di lavoro subordinato (dirigente o quadro) ha un effetto doppio sulla probabilità di investire in fondi rispetto a quello dell'esercizio di un'attività autonoma; ciò potrebbe essere motivato dal fatto che chi si trova nella seconda condizione è esposto a un *background risk* più elevato rispetto a chi svolge un lavoro dipendente.

Nel corso del tempo l'incidenza dell'investimento nel comparto azionario e nei fondi bilanciati ha subito una progressiva erosione: alla fine del 2012, rispettivamente meno del 15% e del 5% dei sottoscrittori concentrava i propri investimenti su questi due segmenti di offerta.

Per converso i fondi flessibili e, più di recente, i fondi obbligazionari si sono caratterizzati per una dinamica più pronunciata. A partire dal 2006 i primi si sono rapidamente diffusi come prodotti di *asset allocation* "completi", e oggi rappresentano la scelta principale del 20% dei sottoscrittori. I secondi, tradizionalmente molto presenti nelle scelte degli investitori italiani, hanno subito un'ulteriore impennata nell'ultimo anno, grazie soprattutto al crescente successo riscosso dai fondi obbligazionari a cedola/*target date*.

Per quanto attiene alle modalità di sottoscrizione, il 70% circa dei sottoscrittori predilige il versamento unico (Pic); tuttavia, il numero di chi ha fatto ricorso in via esclusiva ai piani di accumulo è cresciuto nel corso degli anni e oggi rappresenta il 22% della popolazione degli investitori. Infine la maggior parte dei sottoscrittori di fondi italiani sottoscrive attraverso il canale bancario (85-90%), mentre la rimanente proporzione si è affidata alle reti di promotori finanziari.

## Analisi multivariata della partecipazione

## Scelte allocative e modalità di investimento

**APPENDICE I**

**L'INDAGINE DELLA**

**BANCA D'ITALIA**

**SUI BILANCI**

**DELLE FAMIGLIE**

**ITALIANE E I CONTI**

**FINANZIARI**



Fin dagli anni '60 la Banca d'Italia conduce regolarmente un'indagine campionaria, con 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 italiani<sup>12</sup>.

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

Dal momento che per alcune analisi contenute nel presente lavoro ci si è avvalsi di informazioni provenienti da entrambe le fonti, al fine di assicurare la massima confrontabilità tra le basi dati si è ritenuto opportuno intervenire sulle seguenti variabili di IBF<sup>13</sup>:

- 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 a 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 nel questionario IBF hanno dichiarato di possedere tali strumenti.

Le gestioni patrimoniali, disponibili come aggregato separato, sono state

---

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

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

attribuite agli strumenti oggetto d'investimento in base alle statistiche di portafoglio messe a disposizione dalla Banca d'Italia<sup>14</sup>.

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

---

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



**APPENDICE II**

**ULTERIORI**

**TAVOLE STATISTICHE**

In questa appendice sono riportate, per l'anno 2012, ulteriori statistiche bivariate riguardanti la distribuzione del patrimonio detenuto (Parte A) e del numero di sottoscrittori (Parte B) per sesso, fasce d'età, macrocategoria, area geografica di residenza, numero di fondi detenuti, modalità di sottoscrizione e canale di vendita.

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 vi è investito almeno il 70% del portafoglio. Qualora tale soglia non venga raggiunta, il sottoscrittore viene assegnato al raggruppamento "Nessuna".

Tutte le statistiche sono estratte dalla Banca Dati dei Sottoscrittori (BDS) e si riferiscono alla situazione a fine 2012.

**Elenco delle  
tavole statistiche  
sul patrimonio**

Tavola	A1	Sesso
»	A2	Età
»	A3	Macrocategoria
»	A4	Area geografica
»	A5	Numero di fondi
»	A6	Modalità di sottoscrizione
»	A7	Canale di vendita

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

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

	Pat.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE PAT	117.672	100	57,1	42,9

**Età**

< 26	654	0,6	56,4	43,6
26 - 35	3.541	3,0	55,5	44,5
36 - 45	12.578	10,7	56,7	43,3
46 - 55	22.781	19,4	59,9	40,1
56 - 65	25.702	21,8	60,7	39,3
66 - 75	25.351	21,5	59,2	40,8
> 75	27.065	23,0	49,7	50,3

**Macrocategoria**

Azionari	15.332	13,0	67,2	32,8
Bilanciati	6.170	5,2	55,9	44,1
Flessibili	24.256	20,6	54,3	45,7
Obbligaz.	61.667	52,4	59,1	40,9
Liquidità	10.247	8,7	57,7	42,3

**Area geografica**

Nord-Ovest	51.894	44,1	60,0	40,0
Nord-Est	27.865	23,7	57,6	42,4
Centro	18.576	15,8	58,1	41,9
Sud	13.834	11,8	57,3	42,7
Isole	5.503	4,7	55,6	44,4

**Numero fondi**

1	53.958	45,9	55,2	44,8
2	24.634	20,9	56,5	43,5
3	13.892	11,8	58,4	41,6
4 - 6	17.861	15,2	60,5	39,5
7 - 10	5.995	5,1	62,3	37,7
Oltre 10	1.332	1,1	63,3	36,7

**Modalità di sottoscrizione**

Pic	97.524	82,9	56,4	43,6
Pac	5.023	4,3	61,7	38,3
Pic/Pac	15.124	12,9	60,0	40,0

**Canale di vendita**

Rete promotori	11.380	9,7	61,6	38,4
Banca	106.291	90,3	56,6	43,4

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

A2 - Età

	Pat.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
<b>TOTALE PAT</b>	117.672	100	0,6	3,0	10,7	19,4	21,8	21,5	23,0
<b>Sesso</b>									
<b>Uomo</b>	67.175	57,1	0,5	2,9	10,6	20,3	23,2	22,3	20,0
<b>Donna</b>	50.497	42,9	0,6	3,1	10,8	18,1	20,0	20,5	27,0
<b>Macrocategoria</b>									
<b>Azionari</b>	15.332	13,0	0,4	2,6	11,7	22,8	24,0	21,9	16,6
<b>Bilanciati</b>	6.170	5,2	0,5	2,6	9,9	19,7	22,0	22,5	22,7
<b>Flessibili</b>	24.256	20,6	0,6	3,3	10,9	19,3	21,8	21,3	22,9
<b>Obbligaz.</b>	61.667	52,4	0,6	2,9	10,1	18,3	21,3	21,8	25,1
<b>Liquidità</b>	10.247	8,7	0,7	4,0	12,8	20,3	22,0	19,8	20,3
<b>Area geografica</b>									
<b>Nord-Ovest</b>	51.894	44,1	0,5	2,6	9,7	18,1	21,1	22,3	25,7
<b>Nord-Est</b>	27.865	23,7	0,6	3,2	10,9	19,3	21,7	21,7	22,7
<b>Centro</b>	18.576	15,8	0,6	2,9	10,7	19,6	22,1	22,0	22,0
<b>Sud</b>	13.834	11,8	0,7	4,0	13,7	23,4	23,8	18,2	16,3
<b>Isole</b>	5.503	4,7	0,6	3,4	11,6	21,0	23,7	20,2	19,5
<b>Numero fondi</b>									
<b>1</b>	53.958	45,9	0,8	3,7	11,4	18,8	21,3	20,9	23,0
<b>2</b>	24.634	20,9	0,5	3,0	10,7	19,2	21,7	21,3	23,5
<b>3</b>	13.892	11,8	0,3	2,4	10,4	19,6	22,2	22,0	23,1
<b>4 - 6</b>	17.861	15,2	0,3	1,9	9,7	20,3	22,9	22,7	22,2
<b>7 - 10</b>	5.995	5,1	0,2	1,4	8,7	21,4	22,6	23,0	22,8
<b>Oltre 10</b>	1.332	1,1	0,1	0,9	7,6	21,2	24,3	23,2	22,8
<b>Modalità di sottoscrizione</b>									
<b>Pic</b>	97.524	82,9	0,4	2,3	9,4	18,5	22,0	22,4	25,0
<b>Pac</b>	5.023	4,3	2,8	12,4	23,3	24,8	17,8	11,8	7,2
<b>Pic/Pac</b>	15.124	12,9	0,6	4,6	14,7	23,3	22,3	19,2	15,4
<b>Canale di vendita</b>									
<b>Rete promotori</b>	11.380	9,7	0,5	3,2	11,7	20,7	22,9	21,6	19,4
<b>Banca</b>	106.291	90,3	0,6	3,0	10,6	19,2	21,7	21,5	23,4



A3 - Macrocategoria

	Pat.	%	Macrocategoria				
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità
TOTALE PAT	117.672	100	13,0	5,2	20,6	52,4	8,7

Sesso

Uomo	67.175	57,1	15,3	5,4	20,8	49,9	8,5
Donna	50.497	42,9	9,9	5,0	20,3	55,8	9,0

Età

< 26	654	0,6	8,9	4,8	21,6	53,3	11,5
26 - 35	3.541	3,0	11,4	4,6	22,3	50,1	11,7
36 - 45	12.578	10,7	14,3	4,9	21,0	49,4	10,5
46 - 55	22.781	19,4	15,4	5,3	20,6	49,6	9,1
56 - 65	25.702	21,8	14,3	5,3	20,6	51,1	8,8
66 - 75	25.351	21,5	13,2	5,5	20,3	53,0	8,0
> 75	27.065	23,0	9,4	5,2	20,5	57,2	7,7

Area geografica

Nord-Ovest	51.894	44,1	14,5	7,2	16,6	52,3	9,4
Nord-Est	27.865	23,7	11,8	4,2	27,4	52,1	4,6
Centro	18.576	15,8	14,3	3,6	20,6	51,7	9,8
Sud	13.834	11,8	9,9	3,3	19,6	54,6	12,6
Isole	5.503	4,7	9,4	2,8	26,9	51,9	9,1

Numero fondi

1	53.958	45,9	6,5	3,0	18,9	58,3	13,3
2	24.634	20,9	12,6	5,4	23,1	52,2	6,6
3	13.892	11,8	18,3	7,1	22,7	47,1	4,7
4 - 6	17.861	15,2	24,2	8,6	20,7	43,2	3,4
7 - 10	5.995	5,1	26,1	9,4	19,9	41,9	2,6
Oltre 10	1.332	1,1	23,0	9,1	24,4	41,5	2,0

Modalità di sottoscrizione

Pic	97.524	82,9	11,2	4,9	19,7	54,5	9,6
Pac	5.023	4,3	25,8	5,6	29,5	34,6	4,5
Pic/Pac	15.124	12,9	20,6	7,1	23,3	44,7	4,3

Canale di vendita

Rete promotori	11.380	9,7	10,4	3,0	28,1	42,2	16,3
Banca	106.291	90,3	13,3	5,5	19,8	53,5	7,9

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

A4 - Area geografica

	Pat.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
<b>TOTALE PAT</b>	117.672	100	44,1	23,7	15,8	11,8	4,7
<b>Sesso</b>							
Uomo	67.175	57,1	43,0	23,9	16,1	12,4	4,7
Donna	50.497	42,9	45,6	23,4	15,4	10,9	4,7
<b>Età</b>							
< 26	654	0,6	40,1	24,6	15,9	14,4	5,1
26 - 35	3.541	3,0	38,8	24,9	15,3	15,7	5,3
36 - 45	12.578	10,7	40,0	24,1	15,8	15,1	5,1
46 - 55	22.781	19,4	41,2	23,6	16,0	14,2	5,1
56 - 65	25.702	21,8	42,6	23,5	16,0	12,8	5,1
66 - 75	25.351	21,5	45,7	23,9	16,1	9,9	4,4
> 75	27.065	23,0	49,2	23,4	15,1	8,3	4,0
<b>Macrocategoria</b>							
Azionari	15.332	13,0	49,0	21,4	17,3	8,9	3,4
Bilanciati	6.170	5,2	60,5	18,8	10,9	7,4	2,5
Flessibili	24.256	20,6	35,5	31,5	15,8	11,2	6,1
Obbligaz.	61.667	52,4	44,0	23,5	15,6	12,2	4,6
Liquidità	10.247	8,7	47,7	12,6	17,8	17,1	4,9
<b>Numero fondi</b>							
1	53.958	45,9	38,6	22,3	17,8	15,2	6,1
2	24.634	20,9	45,6	23,8	15,9	10,5	4,3
3	13.892	11,8	49,2	24,6	14,5	8,2	3,5
4 - 6	17.861	15,2	51,4	25,6	12,9	7,3	2,8
7 - 10	5.995	5,1	53,3	26,1	10,5	7,6	2,4
Oltre 10	1.332	1,1	48,1	31,6	7,0	10,9	2,4
<b>Modalità di sottoscrizione</b>							
Pic	97.524	82,9	44,0	23,0	16,0	12,2	4,8
Pac	5.023	4,3	41,3	24,4	17,3	11,9	5,1
Pic/Pac	15.124	12,9	45,7	27,9	14,1	8,7	3,5
<b>Canale di vendita</b>							
Rete promotori	11.380	9,7	32,9	21,8	24,8	13,8	6,6
Banca	106.291	90,3	45,3	23,9	14,8	11,5	4,5

	Pat.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
TOTALE PAT	117.672	100	45,9	20,9	11,8	15,2	5,1	1,1

Sesso

Uomo	67.175	57,1	44,3	20,7	12,1	16,1	5,6	1,3
Donna	50.497	42,9	47,9	21,2	11,5	14,0	4,5	1,0

Età

< 26	654	0,6	65,4	18,3	7,2	7,4	1,5	0,2
26 - 35	3.541	3,0	56,9	21,1	9,5	9,8	2,3	0,4
36 - 45	12.578	10,7	48,9	21,0	11,4	13,7	4,2	0,8
46 - 55	22.781	19,4	44,6	20,7	11,9	15,9	5,6	1,2
56 - 65	25.702	21,8	44,7	20,8	12,0	15,9	5,3	1,3
66 - 75	25.351	21,5	44,6	20,7	12,1	16,0	5,4	1,2
> 75	27.065	23,0	45,9	21,4	11,8	14,7	5,0	1,1

Area geografica

Nord-Ovest	51.894	44,1	40,1	21,6	13,2	17,7	6,2	1,2
Nord-Est	27.865	23,7	43,2	21,0	12,3	16,4	5,6	1,5
Centro	18.576	15,8	51,8	21,0	10,8	12,4	3,4	0,5
Sud	13.834	11,8	59,2	18,6	8,3	9,5	3,3	1,0
Isole	5.503	4,7	59,5	19,3	8,8	9,2	2,6	0,6

Macrocategoria

Azionari	15.332	13,0	22,8	20,3	16,6	28,2	10,2	2,0
Bilanciati	6.170	5,2	26,3	21,7	16,1	24,8	9,2	2,0
Flessibili	24.256	20,6	42,1	23,4	13,0	15,2	4,9	1,3
Obbligaz.	61.667	52,4	51,0	20,9	10,6	12,5	4,1	0,9
Liquidità	10.247	8,7	69,9	16,0	6,4	5,9	1,5	0,3

Modalità di sottoscrizione

Pic	97.524	82,9	50,5	20,7	10,9	13,1	4,0	0,8
Pac	5.023	4,3	72,2	17,5	5,5	4,1	0,6	0,1
Pic/Pac	15.124	12,9	7,0	23,6	19,7	32,2	13,6	3,9

Canale di vendita

Rete promotori	11.380	9,7	62,7	19,6	8,0	8,2	1,4	0,0
Banca	106.291	90,3	44,1	21,1	12,2	15,9	5,5	1,2

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

A6 - Modalità di sottoscrizione

	Pat.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
<b>TOTALE PAT</b>	117.672	100	82,9	4,3	12,9
<b>Sesso</b>					
Uomo	67.175	57,1	81,9	4,6	13,5
Donna	50.497	42,9	84,2	3,8	12,0
<b>Età</b>					
< 26	654	0,6	65,6	21,3	13,1
26 - 35	3.541	3,0	62,9	17,6	19,5
36 - 45	12.578	10,7	73,0	9,3	17,7
46 - 55	22.781	19,4	79,1	5,5	15,4
56 - 65	25.702	21,8	83,4	3,5	13,2
66 - 75	25.351	21,5	86,2	2,3	11,4
> 75	27.065	23,0	90,1	1,3	8,6
<b>Area geografica</b>					
Nord-Ovest	51.894	44,1	82,7	4,0	13,3
Nord-Est	27.865	23,7	80,4	4,4	15,2
Centro	18.576	15,8	83,8	4,7	11,5
Sud	13.834	11,8	86,2	4,3	9,5
Isole	5.503	4,7	85,6	4,7	9,8
<b>Macrocategoria</b>					
Azionari	15.332	13,0	71,2	8,5	20,3
Bilanciati	6.170	5,2	78,1	4,5	17,3
Flessibili	24.256	20,6	79,4	6,1	14,5
Obbligaz.	61.667	52,4	86,2	2,8	11,0
Liquidità	10.247	8,7	91,5	2,2	6,3
<b>Numero fondi</b>					
1	53.958	45,9	91,3	6,7	2,0
2	24.634	20,9	81,9	3,6	14,5
3	13.892	11,8	76,6	2,0	21,5
4 - 6	17.861	15,2	71,6	1,1	27,2
7 - 10	5.995	5,1	65,1	0,5	34,4
Oltre 10	1.332	1,1	55,4	0,5	44,2
<b>Canale di vendita</b>					
Rete promotori	11.380	9,7	86,3	6,4	7,3
Banca	106.291	90,3	82,5	4,0	13,4

A7 - Canale di vendita

	Pat.	%	Canale di vendita	
			Rete promotori	Banca
TOTALE PAT	117.672	100	9,7	90,3
<b>Sesso</b>				
Uomo	67.175	57,1	10,4	89,6
Donna	50.497	42,9	8,7	91,3
<b>Età</b>				
< 26	654	0,6	8,8	91,2
26 - 35	3.541	3,0	10,2	89,8
36 - 45	12.578	10,7	10,6	89,4
46 - 55	22.781	19,4	10,3	89,7
56 - 65	25.702	21,8	10,2	89,8
66 - 75	25.351	21,5	9,7	90,3
> 75	27.065	23,0	8,2	91,8
<b>Area geografica</b>				
Nord-Ovest	51.894	44,1	7,2	92,8
Nord-Est	27.865	23,7	8,9	91,1
Centro	18.576	15,8	15,2	84,8
Sud	13.834	11,8	11,4	88,6
Isole	5.503	4,7	13,6	86,4
<b>Macrocategoria</b>				
Azionari	15.332	13,0	7,7	92,3
Bilanciati	6.170	5,2	5,5	94,5
Flessibili	24.256	20,6	13,2	86,8
Obbligaz.	61.667	52,4	7,8	92,2
Liquidità	10.247	8,7	18,1	81,9
<b>Numero fondi</b>				
1	53.958	45,9	13,2	86,8
2	24.634	20,9	9,1	90,9
3	13.892	11,8	6,5	93,5
4 - 6	17.861	15,2	5,2	94,8
7 - 10	5.995	5,1	2,7	97,3
Oltre 10	1.332	1,1	0,4	99,6
<b>Modalità di sottoscrizione</b>				
Pic	97.524	82,9	10,1	89,9
Pac	5.023	4,3	14,5	85,5
Pic/Pac	15.124	12,9	5,5	94,5

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

B1 - Sesso

	# Sott.	%	Sesso	
			Uomo	Donna
TOTALE SOTT	4.909	100	55,5	44,5

Età

< 26	94	1,9	58,7	41,3
26 - 35	385	7,8	55,6	44,4
36 - 45	859	17,5	56,1	43,9
46 - 55	1.060	21,6	57,7	42,3
56 - 65	948	19,3	58,2	41,8
66 - 75	829	16,9	56,2	43,8
> 75	733	14,9	47,2	52,8

Macrocategoria prevalente

Azionari	677	13,8	64,2	35,8
Bilanciati	152	3,1	57,3	42,7
Flessibili	1.061	21,6	56,5	43,5
Obbligaz.	2.093	42,6	51,9	48,1
Liquidità	399	8,1	53,7	46,3
Nessuna	526	10,7	58,0	42,0

Area geografica

Nord-Ovest	1.929	39,3	53,7	46,3
Nord-Est	1.243	25,3	55,2	44,8
Centro	845	17,2	56,9	43,1
Sud	622	12,7	59,5	40,5
Isole	270	5,5	56,5	43,5

Numero fondi

1	3.420	69,7	54,7	45,3
2	856	17,4	56,1	43,9
3	321	6,5	57,8	42,2
4 - 6	261	5,3	60,2	39,8
7 - 10	44	0,9	62,4	37,6
Oltre 10	6	0,1	65,1	34,9

Modalità di sottoscrizione

Pic	3.336	67,9	54,0	46,0
Pac	1.105	22,5	59,7	40,3
Pic/Pac	469	9,5	56,9	43,1

Canale di vendita

Rete promotori	474	9,7	61,8	38,2
Banca	4.435	90,3	54,9	45,1

	# Sott.	%	Età						
			< 26	26 - 35	36 - 45	46 - 55	56 - 65	66 - 75	> 75
TOTALE SOTT	4.909	100	1,9	7,8	17,5	21,6	19,3	16,9	14,9

Sesso

Uomo	2.727	55,5	2,0	7,9	17,7	22,5	20,2	17,1	12,7
Donna	2.182	44,5	1,8	7,8	17,3	20,5	18,2	16,6	17,7

Macrocategoria prevalente

Azionari	677	13,8	1,3	7,3	21,4	26,0	20,4	14,7	8,8
Bilanciati	152	3,1	2,4	9,0	19,7	23,8	19,1	14,7	11,3
Flessibili	1.061	21,6	2,5	9,2	18,2	21,7	18,7	16,0	13,7
Obbligaz.	2.093	42,6	1,9	7,3	15,7	19,9	19,1	18,1	17,9
Liquidità	399	8,1	2,4	9,1	17,8	20,6	18,9	16,5	14,7
Nessuna	526	10,7	1,3	6,6	17,3	22,7	20,1	17,4	14,7

Area geografica

Nord-Ovest	1.929	39,3	1,9	7,2	16,3	20,4	19,0	18,1	17,1
Nord-Est	1.243	25,3	2,1	8,2	17,7	21,4	18,9	16,9	14,8
Centro	845	17,2	1,6	7,5	17,6	22,0	19,7	17,1	14,5
Sud	622	12,7	2,1	9,5	20,3	24,5	20,1	13,5	10,0
Isole	270	5,5	1,7	8,4	18,6	23,0	20,6	15,4	12,3

Numero fondi

1	3.420	69,7	2,2	8,6	17,8	21,2	18,9	16,5	14,7
2	856	17,4	1,5	7,1	17,3	21,9	19,6	17,3	15,3
3	321	6,5	1,0	5,6	16,5	22,7	20,5	18,1	15,6
4 - 6	261	5,3	0,8	4,6	15,7	23,4	21,2	18,7	15,6
7 - 10	44	0,9	0,5	3,1	14,0	23,9	22,1	19,6	16,8
Oltre 10	6	0,1	0,4	2,7	13,3	24,9	22,0	19,4	17,4

Modalità di sottoscrizione

Pic	3.336	67,9	0,9	4,6	14,2	20,7	20,9	19,7	18,9
Pac	1.105	22,5	5,0	17,2	26,2	23,3	14,6	9,0	4,8
Pic/Pac	469	9,5	1,7	9,0	20,5	23,8	19,1	15,3	10,6

Canale di vendita

Rete promotori	474	9,7	1,0	6,2	18,0	24,0	21,0	17,1	12,8
Banca	4.435	90,3	2,0	8,0	17,5	21,3	19,1	16,9	15,2

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

B3 - Macrocategoria prevalente

	# Sott.	%	Macrocategoria prevalente					
			Azionari	Bilanciati	Flessibili	Obbligaz.	Liquidità	Nessuna
<b>TOTALE SOTT</b>	4.909	100	13,8	3,1	21,6	42,6	8,1	10,7
<b>Sesso</b>								
Uomo	2.727	55,5	15,9	3,2	22,0	39,8	7,9	11,2
Donna	2.182	44,5	11,1	3,0	21,2	46,1	8,5	10,1
<b>Età</b>								
< 26	94	1,9	9,5	3,9	27,6	41,8	10,0	7,4
26 - 35	385	7,8	12,9	3,6	25,4	39,7	9,4	9,0
36 - 45	859	17,5	16,8	3,5	22,5	38,3	8,3	10,6
46 - 55	1.060	21,6	16,6	3,4	21,7	39,2	7,8	11,3
56 - 65	948	19,3	14,6	3,1	20,9	42,3	8,0	11,1
66 - 75	829	16,9	12,0	2,7	20,5	45,8	7,9	11,0
> 75	733	14,9	8,2	2,3	19,9	51,1	8,0	10,5
<b>Area geografica</b>								
Nord-Ovest	1.929	39,3	13,0	3,7	19,0	42,9	9,2	12,2
Nord-Est	1.243	25,3	12,7	2,7	26,0	42,3	5,3	11,0
Centro	845	17,2	18,0	2,8	21,0	40,4	8,1	9,6
Sud	622	12,7	13,6	2,8	19,8	45,1	10,3	8,3
Isole	270	5,5	11,9	2,0	26,3	43,4	8,5	7,9
<b>Numero fondi</b>								
1	3.420	69,7	13,0	3,5	24,0	48,6	10,8	0,0
2	856	17,4	14,8	2,6	17,9	32,6	2,9	29,1
3	321	6,5	16,8	1,8	15,0	26,6	1,3	38,6
4 - 6	261	5,3	17,5	0,9	12,4	21,6	0,7	46,9
7 - 10	44	0,9	11,6	0,3	12,4	16,4	0,3	59,0
Oltre 10	6	0,1	7,2	0,1	15,5	13,9	0,2	63,1
<b>Modalità di sottoscrizione</b>								
Pic	3.336	67,9	11,5	2,8	19,4	47,3	9,6	9,4
Pac	1.105	22,5	20,7	4,2	29,5	33,1	5,9	6,6
Pic/Pac	469	9,5	13,6	2,8	18,7	31,9	3,4	29,7
<b>Canale di vendita</b>								
Rete promotori	474	9,7	11,8	2,3	31,6	30,9	15,9	7,5
Banca	4.435	90,3	14,0	3,2	20,6	43,9	7,3	11,1



	# Sott.	%	Area geografica				
			Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole
TOTALE SOTT	4.909	100	39,3	25,3	17,2	12,7	5,5

**Sesso**

Uomo	2.727	55,5	38,0	25,2	17,6	13,6	5,6
Donna	2.182	44,5	40,9	25,5	16,7	11,5	5,4

**Età**

< 26	94	1,9	39,5	27,7	14,3	13,7	4,8
26 - 35	385	7,8	36,1	26,3	16,4	15,4	5,9
36 - 45	859	17,5	36,5	25,6	17,3	14,7	5,8
46 - 55	1.060	21,6	37,2	25,1	17,5	14,4	5,9
56 - 65	948	19,3	38,6	24,8	17,6	13,2	5,9
66 - 75	829	16,9	42,0	25,4	17,4	10,1	5,0
> 75	733	14,9	45,1	25,2	16,7	8,5	4,5

**Macrocategoria prevalente**

Azionari	677	13,8	37,1	23,2	22,4	12,5	4,8
Bilanciati	152	3,1	47,3	22,2	15,4	11,6	3,5
Flessibili	1.061	21,6	34,5	30,5	16,7	11,6	6,7
Obbligaz.	2.093	42,6	39,5	25,1	16,3	13,4	5,6
Liquidità	399	8,1	44,5	16,4	17,2	16,1	5,8
Nessuna	526	10,7	44,7	26,0	15,5	9,8	4,1

**Numero fondi**

1	3.420	69,7	37,5	24,7	17,8	13,9	6,1
2	856	17,4	42,4	26,2	16,5	10,4	4,5
3	321	6,5	44,7	26,9	15,7	9,0	3,7
4 - 6	261	5,3	45,2	27,1	15,0	9,3	3,3
7 - 10	44	0,9	45,0	29,3	12,3	10,4	3,0
Oltre 10	6	0,1	40,3	31,0	10,4	15,2	3,2

**Modalità di sottoscrizione**

Pic	3.336	67,9	39,5	25,0	17,2	12,9	5,4
Pac	1.105	22,5	37,2	24,7	18,1	13,6	6,4
Pic/Pac	469	9,5	43,0	29,3	15,0	8,9	3,7

**Canale di vendita**

Rete promotori	474	9,7	31,1	23,2	25,6	13,2	6,9
Banca	4.435	90,3	40,2	25,5	16,3	12,6	5,4

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

B5 - Numero fondi

	# Sott.	%	Numero fondi					
			1	2	3	4-6	7-10	Oltre 10
<b>TOTALE SOTT</b>	4.909	100	69,7	17,4	6,5	5,3	0,9	0,1
<b>Sesso</b>								
Uomo	2.727	55,5	68,7	17,6	6,8	5,8	1,0	0,1
Donna	2.182	44,5	70,9	17,2	6,2	4,8	0,8	0,1
<b>Età</b>								
< 26	94	1,9	81,0	13,3	3,3	2,2	0,2	0,0
26 - 35	385	7,8	76,1	15,7	4,7	3,1	0,4	0,0
36 - 45	859	17,5	71,0	17,3	6,1	4,8	0,7	0,1
46 - 55	1.060	21,6	68,5	17,7	6,9	5,8	1,0	0,1
56 - 65	948	19,3	68,3	17,7	6,9	5,9	1,0	0,1
66 - 75	829	16,9	68,1	17,8	7,0	5,9	1,0	0,1
> 75	733	14,9	68,6	17,8	6,8	5,6	1,0	0,1
<b>Area geografica</b>								
Nord-Ovest	1.929	39,3	66,5	18,8	7,4	6,1	1,0	0,1
Nord-Est	1.243	25,3	68,1	18,0	6,9	5,7	1,0	0,2
Centro	845	17,2	71,9	16,8	6,0	4,6	0,6	0,1
Sud	622	12,7	76,3	14,3	4,6	3,9	0,7	0,2
Isole	270	5,5	77,5	14,3	4,4	3,2	0,5	0,1
<b>Macrocategoria prevalente</b>								
Azionari	677	13,8	65,8	18,7	7,9	6,7	0,8	0,1
Bilanciati	152	3,1	79,7	14,9	3,7	1,5	0,1	0,0
Flessibili	1.061	21,6	77,4	14,4	4,5	3,0	0,5	0,1
Obbligaz.	2.093	42,6	79,5	13,3	4,1	2,7	0,3	0,0
Liquidità	399	8,1	92,3	6,2	1,0	0,4	0,0	0,0
Nessuna	526	10,7	0,0	47,4	23,5	23,3	5,0	0,8
<b>Modalità di sottoscrizione</b>								
Pic	3.336	67,9	73,1	16,0	5,8	4,3	0,7	0,1
Pac	1.105	22,5	81,7	12,9	2,9	2,2	0,2	0,0
Pic/Pac	469	9,5	17,1	38,0	20,4	19,7	4,2	0,7
<b>Canale di vendita</b>								
Rete promotori	474	9,7	78,9	13,6	4,1	3,1	0,3	0,0
Banca	4.435	90,3	68,7	17,9	6,8	5,6	1,0	0,1

	# Sott.	%	Modalità di sottoscrizione		
			Pic	Pac	Pic/Pac
<b>TOTALE SOTT</b>	4.909	100	67,9	22,5	9,5
<b>Sesso</b>					
Uomo	2.727	55,5	66,0	24,2	9,8
Donna	2.182	44,5	70,3	20,4	9,3
<b>Età</b>					
< 26	94	1,9	33,3	58,4	8,2
26 - 35	385	7,8	39,8	49,2	11,0
36 - 45	859	17,5	55,2	33,6	11,2
46 - 55	1.060	21,6	65,2	24,3	10,5
56 - 65	948	19,3	73,5	17,1	9,4
66 - 75	829	16,9	79,3	12,0	8,7
> 75	733	14,9	86,1	7,2	6,8
<b>Area geografica</b>					
Nord-Ovest	1.929	39,3	68,3	21,3	10,5
Nord-Est	1.243	25,3	67,0	22,0	11,1
Centro	845	17,2	68,1	23,6	8,3
Sud	622	12,7	69,0	24,2	6,7
Isole	270	5,5	67,2	26,3	6,5
<b>Macrocategoria prevalente</b>					
Azionari	677	13,8	56,8	33,8	9,4
Bilanciati	152	3,1	61,0	30,5	8,5
Flessibili	1.061	21,6	61,1	30,7	8,3
Obbligaz.	2.093	42,6	75,4	17,5	7,1
Liquidità	399	8,1	79,9	16,2	3,9
Nessuna	526	10,7	59,7	13,9	26,4
<b>Numero fondi</b>					
1	3.420	69,7	71,3	26,4	2,3
2	856	17,4	62,5	16,7	20,8
3	321	6,5	60,1	10,1	29,8
4 - 6	261	5,3	55,2	9,4	35,4
7 - 10	44	0,9	50,4	5,8	43,8
Oltre 10	6	0,1	42,6	7,8	49,7
<b>Canale di vendita</b>					
Rete promotori	474	9,7	74,9	20,1	5,0
Banca	4.435	90,3	67,2	22,8	10,0

I sottoscrittori di fondi comuni italiani 2002-2012

B7 - Canale di vendita

	# Sott.	%	Canale di vendita	
			Rete promotori	Banca
<b>TOTALE SOTT</b>	4.909	100	9,7	90,3
<b>Sesso</b>				
Uomo	2.727	55,5	10,7	89,3
Donna	2.182	44,5	8,3	91,7
<b>Età</b>				
< 26	94	1,9	5,0	95,0
26 - 35	385	7,8	7,6	92,4
36 - 45	859	17,5	9,9	90,1
46 - 55	1.060	21,6	10,7	89,3
56 - 65	948	19,3	10,5	89,5
66 - 75	829	16,9	9,8	90,2
> 75	733	14,9	8,2	91,8
<b>Area geografica</b>				
Nord-Ovest	1.929	39,3	7,6	92,4
Nord-Est	1.243	25,3	8,8	91,2
Centro	845	17,2	14,4	85,6
Sud	622	12,7	10,1	89,9
Isole	270	5,5	12,1	87,9
<b>Macrocategoria prevalente</b>				
Azionari	677	13,8	8,2	91,8
Bilanciati	152	3,1	7,3	92,7
Flessibili	1.061	21,6	14,1	85,9
Obbligaz.	2.093	42,6	7,0	93,0
Liquidità	399	8,1	18,8	81,2
Nessuna	526	10,7	6,8	93,2
<b>Numero fondi</b>				
1	3.420	69,7	10,9	89,1
2	856	17,4	7,5	92,5
3	321	6,5	6,1	93,9
4 - 6	261	5,3	5,7	94,3
7 - 10	44	0,9	2,8	97,2
Oltre 10	6	0,1	0,5	99,5
<b>Modalità di sottoscrizione</b>				
Pic	3.336	67,9	10,6	89,4
Pac	1.105	22,5	8,6	91,4
Pic/Pac	469	9,5	5,1	94,9

# **APPENDICE III**

## **ELENCO SOCIETÀ**

### **PRESENTI**

### **NELLA BDS**

SOCIETA'	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Note	
ABN AMRO ASSET MANAGEMENT ITALY SGR													
ACOMEA SGR													EFFE GESTIONI SGR fino al 2006; SAI ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2009
AKROS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR													
ALETTI GESTIELLE SGR													
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR													
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS LUXEMBOURG SA													ALLIANZ DRESDNER ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG SA fino al 2006
AMUNDI SGR													CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2009
ANIMA SGR													BIPIEMME GESTIONI SGR fino al 2008
ANIMA SGR													
ANTONVENETA ABN AMRO SGR													
ARCA SGR													
BANCO DI NAPOLI A.M. SGR													
BANCOPOSTA FONDI SGR													
BCC RISPARMIO & PREVIDENZA SGR													AUREO GESTIONI SGR fino al 2011
BG SGR													
BIM SGR													
BIPITALIA GESTIONI SGR SpA													BIPIELLE FONDICRI SGR fino al 2004
BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR													BNL GESTIONI SGR fino al 2006; BNP PARIBAS AM SGR fino al 2009
BPVI FONDI SGR													
CAPITALGEST SGR													
CAPITALIA ASSET MANAGEMENT SGR													FINECO ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2005
CAPITALIA INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR													FIN.LECO INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR fino al 2005
CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR													
CREDIT AGRICOLE AM SGR													
CREDIT SUISSE ASSET MANAG. FUNDS SGR													
DWS INVESTMENTS ITALY SGR													
E.A.I. FIDEURAM ALTERNATIVE FUNDS													
EPSILON ASSOCIATI SGR													
EPTAFUND SGR													
ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR													
ETICA SGR													
ETRA-ASSET MANAGEMENT SGR													
EURIZON A.I. SGR													NEXTRA-ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR fino al 2005; CAAM ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR SPA fino al 2006
EURIZON ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR													SANPAOLO IMI ALTERNATIVE INV. SGR fino al 2005
EURIZON CAPITAL SGR													SANPAOLO IMI ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2005
EURIZON INVESTIMENTI SGR													NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR fino al 2005; CAAM SGR SpA fino al 2006
EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR													

Società presenti in BDS

Società mancanti o escluse da BDS

Società non esistenti o senza fondi promossi

SOCIETA'	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Note
FIDEURAM GESTIONS SA												
FIDEURAM INVESTIMENTI SGR												FIDEURAM FONDI SGR fino al 2002
FINECO GESTIONI SGR												CISALPINA GESTIONI SGR fino al 2002
FONDI ALLEANZA SGR												
GENERALI INVESTMENTS EUROPE SGR												GENERALI ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2006; GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR fino al 2011
GENERALI THALIA INVESTMENTS ITALY SGR												GENERALI INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR fino al 2006
GRIFOGEST SGR												
INTERFUND SICAV												
INTERNATIONAL SECURITIES FUND NEW ECONOMY												
MC GESTIONI SGR												
MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR												
MEDIOLANUM INTERNATIONAL FUNDS LTD												
OPTIMA SGR												
PENSPLAN INVEST SGR												
PIONEER ALTERNATIVE INV. SGR												
PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR												
PIXEL INVESTMENT MANAGEMENT SGR												ING INVESTMENT MANAG. ITALIA SGR fino al 2003
PRIMA ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR												MPS ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR fino al 2008
PRIMA SGR												MONTE PASCHI ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2008
PRIME FUNDS SGR												
PRIMEGEST SGR												
RAS ASSET MANAGEMENT LUX SA												
SAI INVESTIMENTI SGR												
SELLA GESTIONI SGR												GESTNORD FONDI SGR fino al 2005
SOPRARNIO SGR												
SYMPHONIA MULTISICAV												
SYMPHONIA SGR												
SYMPHONIA SICAV												
UBI PRAMERICA ALTERNATIVE INVESTMENT SGR												
UBI PRAMERICA SGR												BPB PRUMERICA GLOBAL INVESTMENTS SGR fino al 2002; BPU PRUMERICA SGR SPA fino al 2003; BPU PRAMERICA SGR SPA fino al 2006
UNICREDIT FONDI SGR												
UNIPOL FONDI LTD												
VEGA ASSET MANAGEMENT SGR												EUROCONSULT SGR fino al 2003; SISTEMA ASSET MANAGEMENT SGR fino al 2009;
VEGAGEST SGR												

Società presenti in BDS
  Società mancanti o escluse da BDS
  Società non esistenti o senza fondi promossi

# BIBLIOGRAFIA



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







[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)