



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Banche e Intermediari Finanziari

La gestione del risparmio e la crisi finanziaria:
un'analisi empirica sulla performance dei fondi
comuni d'investimento italiani

Relatore

Prof. Domenico Curcio

Candidato

Michele Volpe

Matricola 155011

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

Indice

Introduzione	4
1. Il risparmio gestito e le categorie di Fondi Comuni d'Investimento	6
1.1 La creazione di un portafoglio e il risparmio gestito.....	6
1.2 I vantaggi della gestione collettiva.....	8
1.3 Gli intermediari autorizzati alla gestione collettiva del risparmio	9
1.4 Le categorie di fondi comuni d'investimento.....	12
1.4.1 La classificazione secondo la normativa italiana.....	12
1.4.2 Le altre classificazioni.....	14
1.5 La struttura del mercato e l'offerta dei fondi comuni d'investimento in Italia	16
2. La raccolta dei fondi comuni d'investimento in Italia e le scelte dei risparmiatori italiani.....	19
2.1 L'incidenza degli investitori istituzionali sul sistema finanziario e il portafoglio d'investimento delle famiglie italiane.....	19
2.2 La raccolta e il patrimonio dei fondi comuni d'investimento	23
3. La performance dei fondi comuni d'investimento.....	29
3.1 La review della letteratura	29
3.1.1 Gli studi sulla performance dei fondi statunitensi	29
3.1.2 Gli studi sulla performance dei fondi europei.....	33
3.2 Il dataset.....	42
3.2.1 Com'è stato selezionato il campione	42
3.2.2 I rendimenti e i benchmark	44
3.3 La metodologia e i modelli utilizzati.....	49
3.3.1 Il modello di Jensen.....	49
3.3.2 Il modello Fama-French.....	50
3.3.3 Il modello Treynor-Mazuy	53
3.4 I risultati dell'indagine.....	56
3.4.1 I fondi azionari.....	56
3.4.2 I fondi obbligazionari e liquidità.....	66
3.4.3 Il confronto con le precedenti analisi.....	70
3.4.4 Survivorship bias	72
Conclusioni.....	74

Appendice – I fondi inclusi nel dataset.....	76
Bibliografia.....	86

Introduzione

Gli investitori istituzionali svolgono un'attività fondamentale per la corretta allocazione del risparmio e per lo sviluppo di un'intera economia. In Italia l'incidenza delle attività dei soggetti preposti alla gestione collettiva del risparmio sulle attività finanziarie detenute dalle famiglie è inferiore a quella degli altri paesi europei e degli Stati Uniti, e in particolare, nell'ultimo decennio, i fondi comuni d'investimento di diritto italiano hanno riscontrato un consistente deflusso di risorse. Vari studi precedenti hanno cercato d'individuare le ragioni di questo trend negativo focalizzandosi su elementi come la struttura delle reti di distribuzione, gli svantaggi fiscali rispetto ai fondi con sede all'estero e la crescente propensione degli investitori italiani all'investimento diretto in obbligazioni¹.

Benché siano state tenute in considerazione tutte queste ragioni, in questo elaborato si è focalizzata l'attenzione su uno degli aspetti fondamentali del declino subito dai fondi comuni: le deludenti performance, in particolare quelle dei fondi azionari, realizzate negli ultimi dieci anni. Attraverso un'analisi empirica si è cercato di investigare sulla capacità dei *portfolio manager* di ottenere risultati superiori, o quanto meno in linea, a quelli del mercato. Lo studio dei rendimenti è stato realizzato su un campione rappresentativo dei fondi comuni d'investimento di diritto italiano, appartenenti alle categorie dei fondi azionari, obbligazionari e liquidità, su un arco temporale che va da Aprile 2002 ad Aprile 2012. Rispetto agli studi precedenti, l'orizzonte temporale considerato permette di fare alcune considerazioni sugli effetti che la crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha avuto sul comportamento dei gestori dei fondi e degli investitori. Occorre chiarire che con questo studio non sono messi in discussione i servizi fondamentali che i fondi comuni realizzano per i risparmiatori, *in primis* l'efficace diversificazione degli investimenti, o le funzioni svolte in favore dell'efficienza del mercato, come la migliore allocazione dei capitali e la riduzione delle asimmetrie informative tra prenditori e datori di fondi.

¹ Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani. *Fondi Comuni Italiani: Situazione Attuale e Possibili Aree di Intervento*, 2008

L'elaborato si articola in tre diverse sezioni. Nella prima si è cercato di inquadrare le caratteristiche principali del risparmio gestito e degli intermediari preposti a svolgere questa funzione. Pertanto sono inclusi i vantaggi della gestione collettiva del risparmio per tutto il sistema finanziario, gli elementi essenziali della disciplina dei principali investitori istituzionali nell'ordinamento italiano, la classificazione e la struttura del mercato dei fondi comuni d'investimento. Nella seconda sezione figurano i dati e le considerazioni sull'andamento generale della raccolta realizzata dai fondi negli ultimi dieci anni, cercando di approfondire le peculiarità delle scelte dei risparmiatori italiani. La terza e ultima sezione è dedicata alla performance dei fondi comuni d'investimento; in essa sono presentate l'analisi empirica svolta e, al fine di permettere un agevole confronto, una sintesi degli studi precedenti su tale argomento.

Dai risultati dell'analisi empirica emerge che i fondi comuni d'investimento azionari hanno realizzato performance inferiori al benchmark di riferimento, mentre quelli obbligazionari sono mediamente riusciti a conseguire rendimenti in linea con il mercato. Inoltre, si può notare che a seguito della crisi finanziaria i *portfolio manager* hanno diminuito la loro esposizione verso il mercato azionario aumentando quella verso i titoli obbligazionari, si è quindi realizzato uno spostamento dai titoli più rischiosi a quelli più sicuri (*flight to quality*). Attraverso il modello a tre fattori di Fama-French è stata confermata la tendenza dei fondi comuni italiani a investire in azioni d'impres a bassa capitalizzazione (*small cap*); tuttavia, anche in questo caso, i risultati sono diversi nei periodi ante e post crisi. Infatti, nel secondo periodo i fondi hanno diminuito l'esposizione verso questa categoria di azioni, cercando di ridurre il rischio del portafoglio dal momento che le *small cap* sono in genere più sensibili al cambiamento dei fattori macroeconomici. Infine, non sono state trovate evidenze dell'implementazione di una strategia di *market timing* da parte dei fondi azionari, al contrario quelli obbligazionari sono mediamente riusciti a prevedere con successo l'andamento del mercato e a modificare il proprio portafoglio in virtù di tali previsioni.

1. Il risparmio gestito e le categorie di Fondi Comuni d'Investimento

1.1 La creazione di un portafoglio e il risparmio gestito.

Un investimento è l'impegno corrente di risorse finanziarie o reali in un asset nell'aspettativa di ottenere da esso benefici futuri. Gli asset possono essere a loro volta reali o finanziari. Gli asset reali contribuiscono alla capacità produttiva di un'economia; sono ad esempio i terreni, i fabbricati, gli impianti, oppure la conoscenza e le capacità utilizzate per produrre beni e servizi. Al contrario gli asset finanziari, come azioni e obbligazioni, non contribuiscono direttamente alla capacità produttiva dell'economia, sono diritti sui flussi finanziari generati dagli asset reali. Essi svolgono un duplice ruolo fondamentale nelle economie moderne: permettono la separazione tra proprietà e management, garantendo continuità e stabilità alle imprese; e spostano risorse finanziarie nel tempo e nello spazio, consentendo alle imprese di finanziare la propria attività e ai risparmiatori di scegliere il momento in cui consumare le proprie disponibilità.

I risparmiatori sono tipicamente soggetti in surplus finanziario, cioè i loro flussi finanziari in entrata sono maggiori di quelli in uscita. Di conseguenza, essi presentano un fabbisogno d'investimento che nasce dall'esigenza di perequare la possibilità di spesa nel corso della loro vita e dall'intenzione di cautelarsi dall'eventualità di dover sostenere spese impreviste². Tale fabbisogno può essere soddisfatto attraverso l'acquisto di asset e la creazione di un portafoglio, definito come l'insieme e la combinazione delle attività di un investitore.

Il processo di creazione di un portafoglio si articola attraverso tre decisioni fondamentali. La prima è la scelta tra le diverse categorie di asset in cui investire (*asset allocation*). La divisione in categorie degli asset è effettuata attraverso vari criteri non esistendo una classificazione univoca: tipologia dello strumento d'investimento (azioni, obbligazioni, valuta, metalli preziosi), capitalizzazione del soggetto emittente (*Large Cap, Small Cap*), settore merceologico (*Industria, Utility, Finanza*), merito creditizio,

² Nadotti L., Porzio C. e Previati D. Economia degli intermediari finanziari. McGraw – Hill, 2010

area geografica, durata dell'investimento, e molti altri. Un esempio di decisione che rientra nell'*asset allocation* potrebbe essere la scelta di investire in obbligazioni piuttosto che in azioni o beni immobiliari. La seconda riguarda la scelta dello specifico titolo da acquistare all'interno di una categoria di asset (*security selection*). Una volta stabilito di voler investire in azioni, quindi di aver compiuto le decisioni in merito all'*asset allocation*, la scelta di acquistare un titolo FIAT piuttosto che uno ENI sarà una decisione di *security selection*. L'approccio sopra descritto è riconosciuto come "top-down": un investitore che segue questa strategia prima stabilisce le percentuali del proprio portafoglio da allocare nelle diverse categorie di *asset*, e poi sceglie nello specifico quali titoli acquistare; dunque, esegue prima le decisioni di *asset allocation* e poi quelle di *security selection*. Il contrario è l'approccio "bottom-up", attraverso cui il portafoglio è costruito acquistando i titoli che promettono il maggior rendimento, senza badare molto alle categorie di asset che compongono il portafoglio finale. In quest'ultimo caso s'implementa per prima la fase della *security selection*. Infine, la terza decisione per l'investitore riguarda la scelta del momento più opportuno per procedere all'investimento delle sue disponibilità (*market timing*). Una volta stabilita la composizione, l'investitore deve monitorare attentamente l'evoluzione dei mercati al fine di "ribilanciare" correttamente gli asset all'interno del proprio portafoglio³.

Dal processo descritto si evince che la creazione e la gestione di un portafoglio in cui investire richiede tempo da dedicare alle scelte e un certo livello di cultura finanziaria. Pertanto il titolare dei fondi può occuparsi personalmente della gestione dei propri risparmi, o può delegarla a investitori professionisti. Molti intermediari finanziari focalizzano la propria attività nella *gestione di portafoglio*.

Per *gestione di portafoglio* s'intende l'investimento di disponibilità finanziarie con il fine di realizzare una combinazione di attività coerente con il profilo, le preferenze in materia di rischio e gli obiettivi d'investimento del titolare dei fondi⁴. La gestione di portafoglio può essere *individuale* o *collettiva*. Nella *gestione individuale* l'investitore conferisce il proprio patrimonio all'intermediario, delegandolo a effettuare decisioni di investimento mediante operazioni di acquisto e vendita di asset. Tale

³ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. Essential of Investments (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

⁴ Nadotti L., Porzio C. e Previati D. Economia degli intermediari finanziari. McGraw – Hill, 2010

patrimonio resta separato da quello degli altri clienti, nonché da quello dell'intermediario stesso, e non può essere utilizzato a favore dei creditori dell'intermediario che cura l'investimento. Al contrario la *gestione collettiva*, sulla quale focalizziamo la nostra attenzione, consiste nella gestione di un patrimonio unico, formato attraverso la raccolta di fondi di vari individui. Ciascun investitore ha un diritto al portafoglio collettivo stabilito dall'intermediario e proporzionale all'ammontare investito.

1.2 I vantaggi della gestione collettiva

I vantaggi della gestione collettiva sono evidenti, sia dal punto di vista del risparmiatore, sia dal punto di vista del funzionamento dei mercati finanziari. Gli intermediari che erogano servizi di gestione collettiva del risparmio danno la possibilità ai piccoli investitori di coadiuvarsi al fine di ottenere i benefici degli investimenti su larga scala⁵. Tali benefici riguardano in primo luogo la possibilità di diversificare il proprio investimento, quindi di trarre tutti i vantaggi della riduzione del rischio connessa con la diversificazione. Raccogliendo i fondi in un patrimonio unico, l'intermediario fa in modo che i piccoli investitori agiscano nella loro totalità come un unico grande investitore, e quindi possano ottenere livelli di diversificazione del portafoglio e di riduzione del rischio maggiori di quelli possibili agendo individualmente. Inoltre, la gestione collettiva permette di ridurre notevolmente i costi delle *brokerage fees* e delle commissioni, grazie alle economie di scala che gli intermediari realizzano scambiando ingenti quantità di titoli. Oltre a ciò, il risparmiatore, agendo attraverso le società di gestione del risparmio, affida le proprie disponibilità a investitori professionisti, potendo fare affidamento su soggetti con un'adeguata cultura finanziaria e riducendo al minimo il tempo da dedicare ai propri investimenti. Essi, grazie alle loro conoscenze e competenze, forniscono due tipologie d'informazioni che sarebbero difficilmente reperibili per il piccolo risparmiatore, quelle riguardanti la scelta delle migliori soluzioni d'investimento, con un'attenta analisi della propensione al rischio del soggetto e degli strumenti disponibili sul mercato, ovvero

⁵ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments* (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

quelle riguardanti l'amministrazione dei loro fondi, attraverso report periodici sul rendimento degli investimenti e sull'andamento dei mercati⁶.

Analizzati i benefici per il risparmiatore, si possono facilmente dedurre quali sono i vantaggi derivanti dalla gestione collettiva del risparmio per i mercati finanziari. Essi sono descritti dalle teorie dell'intermediazione finanziaria e derivano proprio dalle competenze degli investitori professionisti sopra elencate. Conoscendo meglio i soggetti che operano sul mercato e gli strumenti finanziari disponibili, gli investitori istituzionali possono contribuire a una migliore efficienza allocativa dell'offerta di fondi. Monitorando continuamente i mercati, essi hanno la capacità di ridurre le asimmetrie informative, quindi d'indirizzare l'offerta di fondi verso le unità economiche meritevoli di affidamento e creare un clima di maggior fiducia tra datori e prenditori di fondi. Così facendo, le società di gestione collettiva del risparmio attivano un circuito positivo: i risparmiatori sono più propensi a investire sui mercati finanziari per tutti gli aspetti elencati, allo stesso modo i soggetti in deficit finanziario (tipicamente le imprese e la Pubblica Amministrazione) possono ricorrere più facilmente al finanziamento sui mercati finanziari per la maggiore disponibilità di fondi⁷.

1.3 Gli intermediari autorizzati alla gestione collettiva del risparmio

La gestione collettiva del risparmio è disciplinata principalmente dal testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria⁸. Secondo l'art.1 del TUF la gestione collettiva del risparmio si realizza attraverso:

- a) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento, e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
- b) la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

⁶ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. Essential of Investments (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

⁷ Nadotti L., Porzio C. e Previati D. Economia degli intermediari finanziari. McGraw – Hill, 2010.

⁸ D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

Pertanto, l'esercizio professionale di tale attività nei confronti del pubblico è riservato agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) che, secondo lo stesso articolo del TUF, s'identificano nei fondi comuni d'investimento e nelle Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)⁹.

La *SICAV* è “la società per azioni a capitale variabile, con sede legale e direzione generale in Italia, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni”¹⁰. Invece il TUF definisce *fondo comune di investimento* “il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte”¹¹.

Da tali definizioni del TUF si evince subito una chiara distinzione tra le due tipologie di OICR: nelle SICAV il risparmiatore, investendo nelle azioni emesse dalla società, acquista lo *status* di socio partecipante, e come tale può incidere sulle scelte gestionali e strategiche d'investimento attraverso l'esercizio del diritto di voto; al contrario, non può in alcun modo impartire istruzioni in merito all'attività di gestione il sottoscrittore delle quote di un fondo comune di investimento, può soltanto selezionare in principio il fondo con le caratteristiche di rischio/rendimento e strategia d'investimento più consone alle proprie necessità¹².

Con riguardo ai fondi comuni d'investimento, che analizzeremo dettagliatamente, il legislatore tende a mettere in evidenza l'autonomia del patrimonio di ciascun fondo d'investimento; infatti, esso è distinto dal patrimonio dei partecipanti al fondo, del soggetto che gestisce il fondo, nonché da quello di altri fondi, anche se gestiti dallo stesso soggetto¹³.

I soggetti cui è riservata la gestione (e la promozione) dei fondi comuni d'investimento sono le Società di Gestione del Risparmio (SGR). Esse assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario. Le società di gestione del risparmio possono essere sia costituite in Italia, in tal caso sono autorizzate a operare dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, quando ricorrono

⁹ Art. 1, lettera *m*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹⁰ Art. 1, lettera *i*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹¹ Art. 1, lettera *j*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹² Nadotti L., Porzio C. e Previati D. *Economia degli intermediari finanziari*. McGraw – Hill, 2010

¹³ Art. 36, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

determinate condizioni¹⁴ sia costituite in un altro Stato membro dell'Unione Europea e autorizzate a operare in Italia attraverso il principio del mutuo riconoscimento¹⁴. In quest'ultimo caso sono denominate società di gestione del risparmio armonizzate (SGA) e possono svolgere esclusivamente l'attività di gestione, quindi non possono promuovere e istituire fondi comuni di diritto italiano. Inoltre il loro primo insediamento è preceduto da una comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato d'origine¹⁵.

Infine un'altra importante figura che partecipa alla gestione collettiva del risparmio attraverso i fondi comuni d'investimento è la *banca depositaria*. Essa, oltre alla funzione di custodire le risorse e il patrimonio del fondo, ha il compito di esercitare un'azione di controllo sulle operazioni realizzate dalla SGR; infatti, deve accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, verificare che queste siano calcolate adeguatamente, e vigilare sulla destinazione dei redditi del fondo¹⁶.

Secondo la Relazione della Banca d'Italia alla fine del 2011 risultavano 3 SICAV e 187 SGR (Tabella 1). Il numero, già in calo rispetto al 2010 in cui figuravano 8 SGR in più, è diminuito dall'inizio del 2012: le 3 SICAV, insieme ad altre 12 SGR, sono state oggetto di operazioni di fusione con altri organismi di investimento collettivo del risparmio¹⁷. Il trend negativo del numero delle società di gestione del risparmio è iniziato nel 2008; alla fine di quell'anno operavano sul mercato 211 operatori, calati a 201 e 195 rispettivamente nel 2009 e nel 2010¹⁸. La progressiva concentrazione del mercato è causata principalmente da operazioni di fusione, favorite sia dalle turbolenze del mercato finanziario, che hanno messo in difficoltà gli operatori di minori dimensioni rendendone più agevole l'incorporazione da parte delle società dei grandi gruppi (31 delle SGR sono di proprietà di gruppi bancari), sia da un trend negativo dell'entità della raccolta, che, a dire il vero, era già in corso nel periodo antecedente alla crisi. Infatti, dal

¹⁴ Affermato per la prima volta dalla Direttiva 1993/22/CEE - Investment Services Directive - secondo cui le imprese autorizzate alla prestazione dei servizi d'investimento in un Paese comunitario possono svolgere tali attività su tutto il territorio comunitario, in forza dell'autorizzazione ricevuta nel proprio Paese di origine.

¹⁵ Art. 41- bis, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹⁶ Art. 38, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹⁷ Banca d'Italia. *Relazione Annuale sul 2011, 2012*

¹⁸ Banca d'Italia. *Relazione Annuale* anni vari.

2000 al 2007 i fondi comuni di diritto italiano hanno realizzato una raccolta netta *negativa* pari a oltre 90 miliardi di euro¹⁹.

Tabella 1		
Numero di SIM, SGR e SICAV operanti in Italia nel 2010 e nel 2011		
2010	SIM	SGR e SICAV
Inclusi nei gruppi bancari	11	35
Inclusi nei gruppi di SIM	22	6
Non inclusi nei gruppi	78	157
Totale	111	198
2011	SIM	SGR e SICAV
Inclusi nei gruppi bancari	8	31
Inclusi nei gruppi di SIM	23	6
Non inclusi nei gruppi	71	153
Totale	102	190
Fonte: Tabella 16.1 Banca d'Italia. Relazione Annuale sul 2011, 2012		

1.4 Le categorie di fondi comuni d'investimento

1.4.1 La classificazione secondo la normativa italiana.

A seguito dell'emanazione del TUF è stato modificato l'assetto organizzativo della disciplina affidando al Ministro dell'Economia e delle Finanze il compito di determinarne le linee guida, previo regolamento adottato sentito il parere della Banca d'Italia e della Consob. In particolare ha la competenza di definire i criteri cui devono uniformarsi i fondi comuni con riguardo all'oggetto dell'investimento, alle categorie d'investitori cui è destinata l'offerta delle quote, alle modalità di partecipazione ai fondi aperti e chiusi, all'eventuale durata minima e massima.²⁰

Si è soliti distinguere i fondi d'investimento in due categorie fondamentali:

¹⁹ Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

²⁰ Art. 37, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria

- fondi comuni aperti
- fondi comuni chiusi

cui si aggiungono i fondi riservati e i fondi speculativi che presentano alcune peculiarità. I fondi dovranno rispondere ai criteri generali definiti dalla normativa secondaria per la categoria di appartenenza, fatta eccezione per i fondi speculativi che presentano una maggiore flessibilità.

Il fattore principale che differenzia i fondi comuni aperti da quelli chiusi è la facoltà, in capo all'investitore, di eseguire il disinvestimento in qualunque momento attraverso il rimborso della quota²¹. Da ciò deriva la considerazione che la scelta tra la forma aperta o chiusa incide direttamente non solo sulla definizione dei requisiti dei fondi, ma anche sulla strategia d'investimento²². Infatti, dovendo costantemente avere a disposizione le risorse necessarie per fronteggiare eventuali richieste di rimborso, il fondo comune aperto è esposto a un elevato rischio d'illiquidità e dovrà investire le proprie disponibilità in strumenti negoziabili, prevalentemente finanziari. Al contrario, devono essere istituiti nella forma chiusa i fondi che acquistano strumenti per i quali non esiste un mercato ufficiale, ovvero più difficilmente negoziabili come ad esempio beni immobili, crediti e titoli rappresentativi di crediti e strumenti finanziari non quotati.

Diverso è invece il trattamento riservato ai fondi speculativi, i quali hanno una più ampia libertà nella scelta della politica d'investimento, essi, infatti, possono investire il loro patrimonio in qualsiasi tipologia di beni in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per gli altri fondi comuni d'investimento²³. La quarta categoria di fondi prevista dalla normativa italiana è quella dei fondi riservati, la cui partecipazione è limitata a investitori qualificati. Tali fondi possono assumere la forma aperta o chiusa e devono indicare la categoria d'investitori cui sono riservati²⁴.

²¹ Art. 10 D.M. 24 maggio 1999, n° 22, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni d'investimento

²² Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments* (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

²³ Art. 16 D.M. 24 Maggio 1999, n° 22

²⁴ Art. 15 D.M. 24 Maggio 1999, n° 22.

1.4.2 Le altre classificazioni

Numerose sono le classificazioni dei fondi comuni d'investimento, e dato che sarebbe poco proficuo tentare di elencarle tutte ci limiteremo a evidenziare le principali, in modo da rendere più chiara la scelta dei fondi inseriti nel dataset dell'analisi empirica svolta. Sulla base della conformità o meno ad alcuni parametri che ne permettono la circolazione delle quote sui mercati dell'Unione Europea in virtù del principio del mutuo riconoscimento, si distinguono, nell'ambito della categoria dei fondi aperti, i fondi armonizzati o non armonizzati. I fondi armonizzati sono sottoposti ad alcune cautele; essi, infatti, non possono utilizzare il loro patrimonio per acquistare determinate categorie di beni²⁵, o per portare a termine alcune operazioni, come concedere prestiti ed eseguire vendite allo scoperto²⁶. A seconda di dove sono domiciliati, si distinguono fondi di diritto italiano, esteri e *roundtrip*. Della terza categoria, che nell'ultimo decennio ha rappresentato una percentuale sempre più consistente della raccolta del risparmio²⁷, fanno parte i fondi domiciliati all'estero ma promossi da intermediari italiani.

Si distinguono poi numerose categorie di fondi riguardo ai tipi di *asset* in cui è investito il patrimonio. Su questo criterio si basa lo schema di Assogestioni, in cui sono previste cinque macro-categorie che si differenziano per la percentuale di patrimonio dei fondi investito in azioni²⁸:

1. Fondi liquidità - non possono investire nessuna percentuale del loro patrimonio in azioni.
2. Fondi obbligazionari – non possono investire nessuna percentuale del loro patrimonio in azioni, fatta eccezione per i fondi *obbligazionari misti* che possono investire al massimo il venti per cento.
3. Fondi azionari – investono almeno il settanta per cento del loro patrimonio in azioni.

²⁵Metalli preziosi o certificati rappresentativi di questi beni; azioni emesse dalla SGR che gestisce il fondo e dalla società promotrice se diversa. Art. 8 D.M. 24 maggio 1999, n° 22.

²⁶Se non nei casi esplicitamente previsti dalla Banca d'Italia.

²⁷Vedi *infra* Capitolo 2

²⁸La classificazione è tratta da “Guida alla classificazione”, Assogestioni, 2003.

4. Fondi bilanciati – investono in azioni una percentuale che va dal dieci al novanta per cento del loro patrimonio.
5. Fondi flessibili – non hanno vincoli di *asset allocation*, possono liberamente scegliere la percentuale da investire in azioni.

Le prime tre macro-categorie, che rappresentano la maggior parte del patrimonio gestito dai fondi, sono l'oggetto dell'analisi empirica. Inoltre, i fondi obbligazionari e azionari sono ulteriormente classificati secondo i fattori di rischio in cui incorrono. Quest'ultima classificazione è fondamentale per l'analisi della performance dei fondi, poiché permette una corretta individuazione dei benchmark con i quali confrontare i rendimenti²⁹:

1. Per i *fondi azionari* sono utilizzate come criteri di classificazione la giurisdizione e la specializzazione settoriale dell'emittente delle azioni acquistate. Ogni categoria (Az. Italia, Az. Europa, Az. Area Euro, ecc.) è caratterizzata da:
 - Un *investimento principale* pari ad almeno il settanta per cento del patrimonio investito in azioni con emittente o specializzazione settoriale definita dalla categoria.
 - Un *investimento residuale* pari al massimo al trenta per cento del patrimonio investito in obbligazioni di qualunque emittente e in liquidità nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.
2. Per definire le categorie di *fondi obbligazionari* (obbligazionari euro governativi breve termine, obbligazionari euro medio/lungo termine, obbligazionari dollaro governativi breve termine, ecc.) si utilizzano come criteri di classificazione il *rischio di mercato* (rischio valuta, duration del portafoglio) e il *rischio di credito* (giurisdizione, tipologia e merito creditizio del soggetto emittente) sopportato dai fondi.

²⁹ Tutte le categorie sono elencate nel paragrafo dedicato al dataset; vedi *infra* par. 3.2

1.5 La struttura del mercato e l'offerta dei fondi comuni d'investimento in Italia

La struttura del mercato dei fondi comuni in Italia ha subito profondi cambiamenti negli ultimi anni dovuti sia a un'aumentata propensione dei risparmiatori all'investimento in titoli di Stato e in prodotti bancari di medio lungo termine, che stanno offrendo rendimenti a termine molto elevati con rischi relativamente contenuti, sia a un ruolo sempre più preponderante dei fondi comuni di diritto estero³⁰.

Al termine del 2006 si contavano 836 *fondi aperti di diritto italiano armonizzati*, principalmente distribuiti tra fondi azionari (346) e fondi obbligazionari (302), 417 *fondi aperti di diritto italiano non armonizzati*, 192 *fondi chiusi*, 742 *fondi esteri istituiti da intermediari italiani (c.d. roundtrip)*. Già a Dicembre 2007, anno dello scoppio della crisi finanziaria, il numero dei *fondi aperti di diritto italiano armonizzati* era inferiore rispetto all'anno precedente, la contrazione del numero è stata causata soprattutto all'uscita dal mercato di 37 fondi azionari (passati da 346 a 309). Al contrario, continuava a essere in crescita il numero dei fondi *roundtrip* passati da 742 a 784 (Tabella 2).

In ogni caso, la rilevante riduzione del numero dei fondi italiani causata dalla crisi è avvenuta tra il 2008 e il 2009: nel corso del 2008 il numero totale dei fondi aperti italiani è passato dai 1249 del 2007 a 1066, mentre quello dei fondi *roundtrip* ha riscontrato una frenata della sua crescita passando da 784 a 785. In particolare, 156 fondi azionari armonizzati di diritto italiano, tra azionari e obbligazionari, uscirono dal mercato o furono incorporati in altri fondi. I 1066 fondi aperti italiani del 2008 si ridussero ulteriormente nel 2009 passando a 891 e, per la prima volta dal 2000, il numero dei fondi *roundtrip* subì una riduzione passando da 785 a 734 (Tabella 2)³¹.

³⁰ Vedi *infra* cap.2.

³¹ Banca d'Italia. *Relazione annuale*, anni vari.

Tabella 2

La Struttura del mercato dei fondi comuni d'investimento in Italia

Categoria	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Fondi aperti armonizzati	836	802	655	608	593	608
Fondi aperti non armonizzati	417	454	411	283	249	203
Totale fondi aperti	1253	1256	1066	891	842	811
Fondi chiusi	192	217	345	383	428	464
Totale	1445	1527	1411	1274	1270	1275
Fondi roundtrip	742	784	785	734	834	901
Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni						

Dunque, il quadro del mercato dei fondi comuni d'investimento è stato radicalmente modificato dalla crisi finanziaria: in due anni (2008-2009) 358 fondi di diritto italiano e 51 fondi *roundtrip* sono usciti dal mercato. Negli ultimi due anni non sembra essersi arrestata la diminuzione dei fondi comuni italiani; infatti, altri 80 fondi appartenenti a questa categoria hanno smesso di operare sul mercato, facendone risultare il numero, al termine del 2011, pari a 811. Al contrario, sembra esserci una ripresa nell'aumento del numero dei fondi *roundtrip* risultati 901 nel 2011, in crescita rispetto ai 734 del 2009.

La struttura del mercato dei *fondi aperti di diritto italiano armonizzati* è stata analizzata più nel dettaglio, essendo questi l'oggetto dell'analisi empirica. Secondo la Relazione della Banca d'Italia, a Dicembre 2011 operavano sul mercato 608 fondi italiani armonizzati (228 in meno rispetto al 2006); analizzando nel dettaglio le varie categorie si può notare che, a differenza degli anni anteriori alla crisi, il numero dei fondi obbligazionari (196) è superiore a quello dei fondi azionari (166), vi è stato, inoltre, un sostanziale aumento dei fondi flessibili risultati pari a 167, mentre nel 2006 se ne contavano soltanto 85.

Possiamo quindi affermare che, a seguito della crisi finanziaria e delle molteplici operazioni di consolidamento, il numero dei fondi azionari si è ridotto in maniera più che proporzionale rispetto a quello degli obbligazionari, e che la categoria dei fondi flessibili ha assunto progressivamente un peso sempre maggiore nella struttura del mercato dei fondi comuni d'investimento. Ad ogni modo negli ultimi anni, come vedremo più dettagliatamente nella prossima sezione, la dimensione di ciascun fondo, misurata dal patrimonio gestito³², è ulteriormente diminuita in tutti i principali comparti³³.

Tabella 3						
La struttura del mercato dei fondi armonizzati di diritto italiano						
Categoria	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Azionari	346	309	232	200	173	166
Bilanciati	63	59	74	62	53	52
Obbligazionari	302	281	202	184	185	196
Liquidità	40	37	35	34	29	27
Flessibili	85	116	112	128	153	167
Totale Fondi Aperti Armonizzati	836	802	655	608	593	608
Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni						

³² Vedi *infra* Capitolo. 2

³³ Banca d'Italia. *Relazione Annuale sul 2011, 2012*

2. La raccolta dei fondi comuni d'investimento in Italia e le scelte dei risparmiatori italiani.

2.1 L'incidenza degli investitori istituzionali sul sistema finanziario e il portafoglio d'investimento delle famiglie italiane

Il sistema finanziario italiano presenta alcune peculiarità rispetto a quello degli altri paesi europei; la prima di queste è proprio il modesto ruolo rappresentato dagli investitori istituzionali nelle scelte dei risparmiatori italiani³⁴. Ciò può essere misurato attraverso due indicatori: il primo riporta l'incidenza del patrimonio dei fondi sulle attività finanziarie detenute dalle famiglie, mentre il secondo mette a rapporto le attività degli investitori istituzionali con il PIL. Possiamo notare dalla Tabella 4 che le attività detenute degli investitori istituzionali rappresentano il 52.3% del PIL, una percentuale decisamente inferiore non solo a quella del Regno Unito (160.6 %) e degli Stati Uniti (124.9 %), ma anche a quella di paesi dell'area euro come Francia (89.4%) e Germania (81.2%). Tuttavia, questa differenza non è ascrivibile ai fondi comuni d'investimento, bensì alle assicurazioni e ai fondi pensione. Infatti, le attività dei fondi comuni d'investimento sono pari al 5.9% delle attività detenute dalle famiglie italiane; tale indicatore non si discosta di molto da quello degli altri paesi (Francia 6.9%, Germania 8.3%, Spagna 6.8%, Regno Unito 3.1%), ad eccezione degli Stati Uniti (11.5%) in cui questa categoria d'investitori istituzionali gioca un ruolo considerevole nel risparmio delle famiglie. Quindi, la maggior parte del divario tra gli investitori istituzionali italiani e quelli degli altri paesi è dovuto allo scarso ricorso dei risparmiatori italiani ai fondi pensione e alle polizze assicurative (14.6% contro i 37.7%, 36.1%, 53.1% di Francia, Germania e Regno Unito).

In Italia negli ultimi cinque anni l'incidenza degli investitori istituzionali sul sistema finanziario è andata via via a ridursi; infatti, nel 2006 il rapporto tra le attività detenute da fondi comuni, fondi pensione e assicurazioni era pari al 64.4% del PIL, mentre nel 2011 risulta inferiore di circa 12 punti percentuali. In particolare, l'incidenza dei fondi comuni d'investimento sulle attività finanziarie delle famiglie si è quasi

³⁴ Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

dimezzata, passando dal 9.7% del 2006 al 5.9% del 2011³⁵. Bisogna comunque precisare che questa tendenza non è circoscritta alla realtà italiana; in tutti gli altri paesi europei si è manifestata una diminuzione del peso dei fondi comuni d'investimento sulle attività finanziarie detenute dalle famiglie (-2.2% in Germania, -1.8% in Francia, -2.2% in Germania, -4.8% in Spagna, -1.2% Regno Unito), con una diminuzione media, per quanto riguarda l'Area Euro, pari a 3.1%. Ancora una volta l'unica eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti, in cui i fondi comuni d'investimento hanno addirittura aumentato il volume delle loro attività in rapporto a quelle detenute dalle famiglie di circa lo 0.7%.

Tabella 4								
Incidenza del patrimonio degli investitori istituzionali sulle attività finanziarie detenute dalle famiglie e sul PIL - valori espressi in termini percentuali								
Voci	Anno	Italia	Francia	Germania	Spagna	Area euro	Regno Unito	Stati Uniti
Fondi comuni	2006	9,7	9,7	10,5	11,7	9,8	4,3	10,8
	2011	5,9	6,9	8,3	6,8	6,7	3,1	11,5
Assicurazioni e fondi pensione	2006	11,6	33,9	32,4	13,7	27,6	53,9	26,9
	2011	14,6	37,7	36,1	15,7	31,5	53,1	27,5
di cui: fondi pensione	2006	0,9	3,8	12,1	5,9	/	/	18,9
	2011	1,7	4,1	13,5	6,2	/	/	18,5
Totale	2006	24,8	43,6	42,9	25,4	37,4	58,2	37,7
	2011	23,6	44,6	44,4	22,5	38,2	56,2	39
in % del PIL	2006	64,4	84,7	78,4	47,2	77	171,7	136,4
	2011	52,3	89,4	81,2	36	76,1	160,6	124,9

Fonte: Tavola 18.2 - Banca d'Italia. *Relazione Annuale sul 2011, 2012*

³⁵ Banca d'Italia. *Relazione Annuale sul 2011, 2012*

Un'altra particolarità che caratterizza il sistema finanziario italiano è la composizione del portafoglio d'investimento delle famiglie in cui, rispetto agli altri paesi, è presente un'elevata quota di titoli obbligazionari, in particolare di titoli di Stato. Nella Tabella 5 sono riportate le percentuali delle varie tipologie di strumenti finanziari che compongono il portafoglio d'investimento delle famiglie italiane. Per verificare l'importanza che hanno le obbligazioni per gli investitori, basta confrontare in che percentuale sono detenute in Italia rispetto agli altri strumenti finanziari. Nel 2011 più di un quinto (20.4%) del portafoglio d'investimento delle famiglie italiane è stato rappresentato da titoli obbligazionari, contro una media dell'Eurozona pari al 7.5%. Questo valore, in crescita rispetto al 2010 dell'1.5%, è storicamente elevato in Italia. A questo proposito, si ricorda la figura, tipica degli anni settanta e ottanta, dello Stato come "banchiere" delle imprese tramite trasferimenti di risorse a loro volta acquisite dalle famiglie propense all'investimento in titoli di Stato; per queste ragioni si è spesso messa in dubbio l'efficienza allocativa del risparmio delle famiglie, spesso "bruciato" a seguito del mancato esito positivo degli investimenti compiuti da imprese non efficienti³⁶. Nel complesso, comunque, il portafoglio di attività finanziarie delle famiglie italiane appare ben distribuito tra i diversi strumenti, oltre alle obbligazioni (20.4%), vi è una bilanciata distribuzione tra azioni e quote di fondi comuni (25.6%), circolante e depositi (31.5%), prodotti assicurativi e previdenziali (19.1%). Analizzando il trend degli ultimi anni possiamo notare una netta diminuzione della percentuale d'investimenti in azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni d'investimento, dal 34.1% del 2007 al 25.6% di fine 2011, a fronte di un aumento del circolante e dei depositi dal 27.1% del 2007 al 31.5% del 2011 (Tabella 5). Ad ogni modo, così come abbiamo visto in precedenza per le quote dei fondi comuni d'investimento, questa tendenza di aumento del circolante e dei depositi e di diminuzione degli investimenti in azioni non ha riguardato soltanto l'Italia, ma si è verificata in modo più o meno rilevante in tutti gli altri paesi europei. Tutto ciò testimonia che il fenomeno della "transumanza del risparmiatore", definito come quel complesso di atteggiamenti e scelte

³⁶ Nadotti L., Porzio C. e Prevati D. *Economia degli intermediari finanziari*. McGraw – Hill, 2010

complessivamente uniformi in specifici archi temporali³⁷, non è più ascrivibile alle singole realtà nazionali, ma al complesso degli investitori europei.

Tabella 5					
Asset allocation - Le scelte degli investitori – percentuali delle varie tipologie di attività finanziarie detenute in portafoglio					
Paesi e Anni	Circolante e depositi	Obbligazioni	Azioni altre partecipazioni e quote di FCI	di cui: quote di FCI	Riserve assicurative e previdenziali
Italia					
2007	27,1	19,7	34,1	8,5	16
2010	30,4	18,9	29	6,4	18,4
2011	31,5	20,4	25,6	5,9	19,1
Francia					
2007	28,5	1,7	29,8	8,7	34,9
2010	28,6	1,6	25,3	7,3	37,3
2011	30,4	1,5	23	6,9	37,7
Germania					
2007	36,3	6,7	23,6	10,5	32,4
2010	40,1	5,5	18,6	9,4	35
2011	41,1	5,3	16,7	8,3	36,1
Spagna					
2007	38,3	2,6	42,1	10,8	13,6
2010	48,2	2,6	30,6	7,1	15,1
2011	49,9	3,6	27	6,8	15,7
Area euro					
2007	31,8	7,7	29,7	9,1	28
2010	35,2	7,2	23,9	7,4	30,6
2011	36,5	7,5	21,4	6,7	31,5
Regno Unito					
2007	27,1	0,8	14,8	4,1	54,2
2010	28	1	14,6	3,1	53,1
2011	29,2	1,1	13,1	3,1	53,1
Stati Uniti					
2007	11,7	9,4	47,6	11,5	28,1
2010	13,5	10,6	43,7	11,6	28,9
2011	14,4	9,9	43	11,5	29,2
Fonte: Tavola 14.1 - Banca d'Italia. <i>Relazione Annuale sul 2011, 2012</i>					

³⁷ Nadotti L., Porzio C. e Previati D. *Economia degli intermediari finanziari*. McGraw – Hill, 2010

2.2 La raccolta e il patrimonio dei fondi comuni d'investimento

Dopo aver analizzato e confrontato con gli altri paesi europei il peso degli investitori istituzionali sul sistema finanziario e le scelte dei risparmiatori, in questa sezione è stata focalizzata l'attenzione sulla raccolta che i fondi comuni d'investimento aperti sono riusciti a compiere e il patrimonio che questi hanno in gestione.

I fondi comuni d'investimento di diritto italiano, secondo lo studio di Barucci (2007), hanno avuto una raccolta netta negativa già dal 2000 pari a circa 90 miliardi di euro, unica eccezione è rappresentata dal 2003 in cui vi è stata una raccolta positiva di 11 miliardi di euro³⁸. A fronte di questa costante raccolta negativa, il patrimonio gestito dai fondi italiani è gradualmente scemato, rappresentando già al termine del 2006 soltanto il 78% del valore massimo raggiunto nel 1999. Al contrario, in quegli anni la raccolta dei fondi esteri e *roundtrip* è aumentata in modo esponenziale; grazie ad essa il patrimonio gestito nel 2006, rispetto a quello del 2000, era circa il doppio per i fondi *roundtrip* e più del quadruplo per i fondi esteri.

Osservando l'andamento degli ultimi tre anni (2009-2011) dalla Tabella 6, sembra non essersi arrestata la raccolta netta negativa dei fondi di diritto italiano aggiratasi intorno ai -97 miliardi di euro, mentre i fondi esteri e i fondi *roundtrip* hanno continuato a espandersi raccogliendo dal 2009 rispettivamente 20 e 5 miliardi di euro³⁹. Se invece ci focalizziamo soltanto sul 2011, possiamo notare che, dopo molti anni di raccolta netta positiva, i fondi *roundtrip* hanno invertito il loro trend; gli investitori hanno richiesto il rimborso delle loro quote per quasi 4 miliardi di euro in più rispetto a coloro che le hanno sottoscritte. Il 2011 è stato un anno sicuramente negativo anche per la raccolta dei fondi di diritto italiano che, al netto delle nuove sottoscrizioni, hanno dovuto rimborsare ai loro investitori più di 34 miliardi di euro. Seppure in modo contenuto rispetto all'andamento degli anni precedenti, l'unica di queste tre categorie di fondi ad aver riportato una raccolta positiva (5 miliardi di euro) nel 2011 è stata quella dei fondi esteri. Nel complesso possiamo quindi ritenere che nell'ultimo anno i fondi gestiti da intermediari italiani hanno registrato ingenti riscatti di quote, e la già debole

³⁸ Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

³⁹ Assogestioni. *Mapa del Risparmio Gestito*, 2011

raccolta degli anni precedenti ha risentito di due fattori caratteristici del 2011: la riduzione del risparmio delle famiglie e la ricomposizione dei portafogli a favore di titoli di Stato e prodotti bancari⁴⁰.

Tabella 6		
Raccolta netta dei fondi italiani, esteri e roundtrip - dati in milioni di euro		
Categoria	2011	2009-2011
Fondi di diritto italiano	-34.492	-97.069
Fondi esteri	5.190	20.650
Fondi roundtrip	-3.974	5.350
Fonte: Assogestioni		

Definito il flusso della raccolta in modo separato per i fondi italiani, esteri e *roundtrip*, occorre delineare in che modo tale flusso si è diviso nei vari compartimenti, quali azionari, bilanciati, obbligazionari, flessibili e liquidità. Negli ultimi tre anni, i settori che hanno trainato la riduzione della raccolta sono stati quelli dei fondi obbligazionari (-8 miliardi di euro) e dei fondi liquidità (-42 miliardi di euro - Tabella 7). Per i fondi obbligazionari questa raccolta negativa si è concentrata prevalentemente nel 2011 (-9 miliardi di euro), rispecchiando, come detto in precedenza, un'augmentata propensione all'investimento diretto in titoli di Stato italiani e in prodotti bancari di medio lungo termine, favorita sia dalle deludenti performance dei fondi negli anni precedenti⁴¹, sia da una più aggressiva strategia di offerta da parte delle banche volta a incrementare la raccolta diretta presso la clientela⁴². Al contrario, i fondi liquidità, artefici principali della complessiva raccolta negativa dei fondi negli ultimi anni, hanno presentato un costante deflusso distribuito in modo omogeneo sul triennio 2009-2011. In analogia con i fondi obbligazionari, anche la raccolta negativa dei fondi azionari si è verificata esclusivamente nel 2011 (-4 miliardi di euro), infatti, i due anni precedenti avevano mostrato segnali di ripresa dalla caduta iniziata nel 2000. Infine, dall'andamento negativo della raccolta non si sottraggono nemmeno i fondi bilanciati e

⁴⁰ Banca d'Italia. *Relazione Annuale sul 2011*, 2012

⁴¹ Vedi *infra* Capitolo 3.4

⁴² Vedi nota n.40

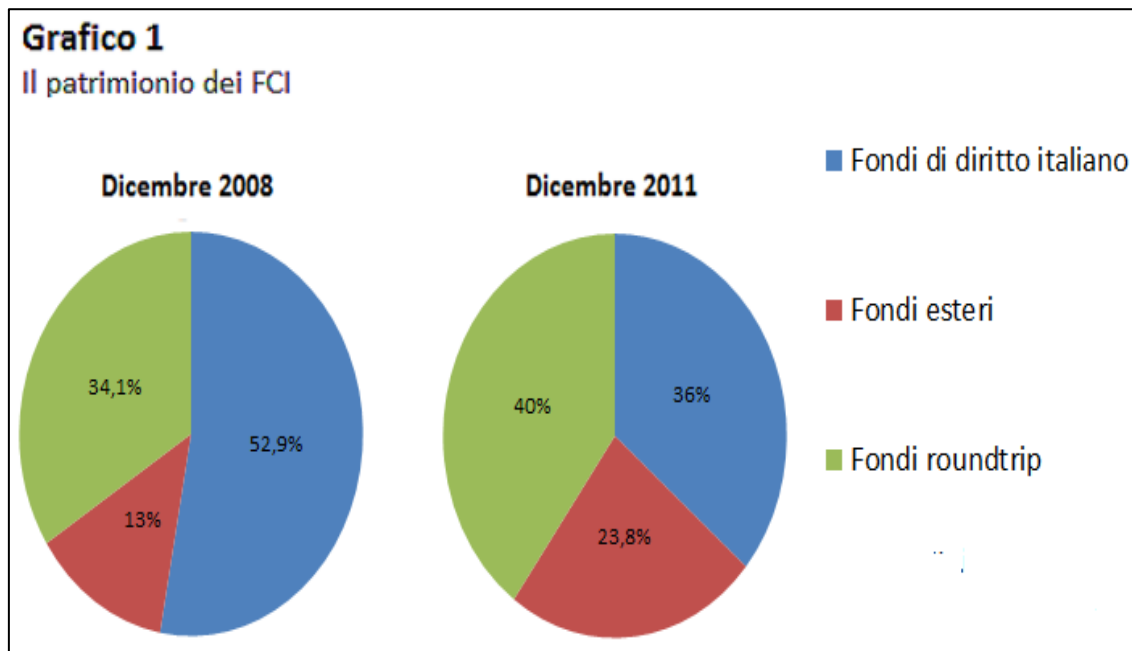
flessibili che negli ultimi tre anni hanno registrato riscatti di quote pari rispettivamente a -392 milioni e -4.7 miliardi di euro.

Tabella 7 La raccolta delle singole categorie di fondi - dati in milioni di euro		
Categoria	2011	2009-2011
Azionari	-4.285	355
Bilanciati	-1.494	-392
Obbligazionari	-9.241	-8.006
Liquidità	-12.149	-42.991
Flessibili	-3.993	-4.748
Fonte: Assogestioni		

Analizzato l'andamento della raccolta, possiamo notare come questo ha inciso sulla divisione del patrimonio dei fondi comuni d'investimento, che rappresenta il 5.9% delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane (Tabella 1), tra fondi italiani, esteri e *roundtrip* al termine del 2011. Circa il 63% è gestito da fondi di diritto estero, in particolare il 40% appartiene a fondi comuni di diritto estero istituiti da intermediari italiani (fondi *roundtrip*) e solo il 23.8% fa capo a fondi istituiti da intermediari esteri; la restante parte (36%) è invece amministrata da fondi di diritto italiano (Grafico 1). I fondi *roundtrip*, grazie alla loro raccolta positiva dell'ultimo decennio e a quella negativa dei fondi di diritto italiano, rappresentano la categoria che ormai detiene la percentuale più elevata del complessivo patrimonio dei fondi. Coerentemente ai dati riportati per la raccolta, la perdita del patrimonio dei fondi comuni di diritto italiano si è concentrata soprattutto negli ultimi tre anni; difatti, soltanto a dicembre 2008 questa categoria deteneva più della metà (52.9%) di tutto il patrimonio dei fondi operanti in Italia (Grafico 1). Inoltre, la raccolta positiva dei fondi esteri degli ultimi tre anni⁴³, di gran lunga superiore a quella dei fondi *roundtrip*, ha permesso a questa categoria di raddoppiare la percentuale del proprio patrimonio relativo (dal 13% del 2008 al 23.8% del 2011) e, dato che nel 2011 soltanto questa tipologia di fondi ha realizzato una

⁴³Oltre 20 miliardi di euro – vedi *supra* Tabella 6

raccolta netta positiva ⁴⁴, è molto probabile che gli operatori esteri siano destinati nei prossimi anni ad assumere un ruolo dominante nel panorama del risparmio gestito italiano (Grafico1).

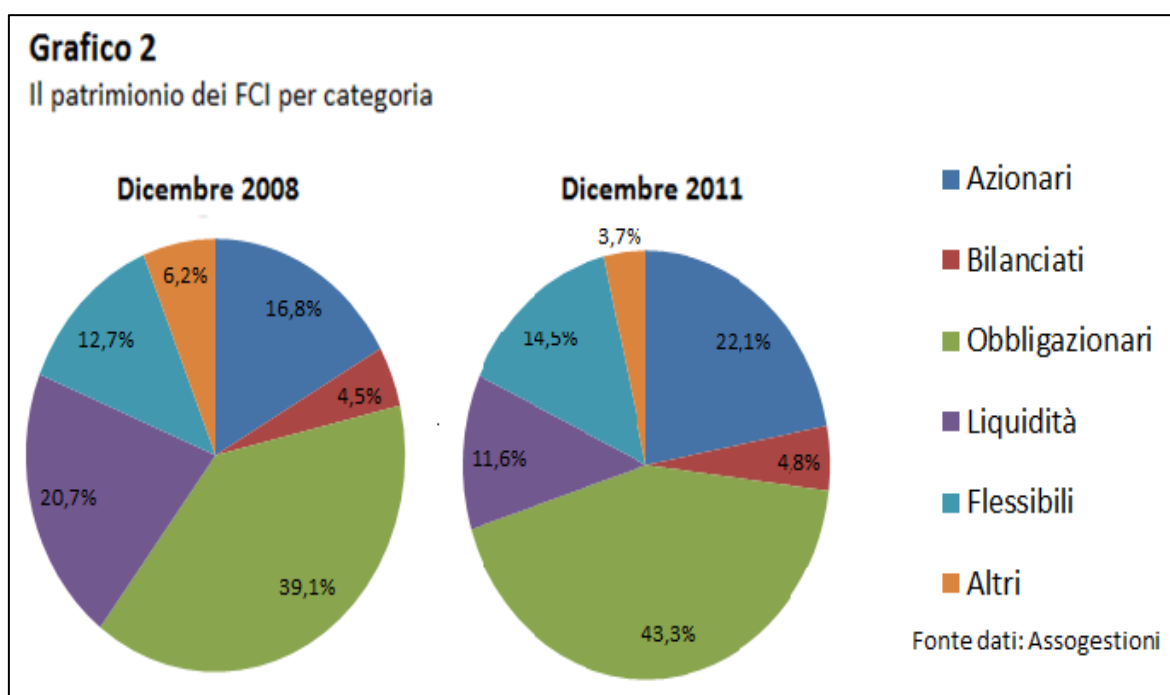


Si è poi riportata la divisione del patrimonio tra le macro-categorie definite secondo lo schema di Assogestioni riportato in precedenza⁴⁵, con l'aggiunta di una categoria residuale (*Altri*) in cui sono inseriti i fondi speculativi e i fondi non classificabili. Anche se nel 2011 si è accentuata la propensione a investire in modo diretto in obbligazioni, in particolare in titoli di Stato, piuttosto che attraverso degli investitori istituzionali, i fondi obbligazionari detengono ancora la percentuale maggiore (43.3%) del patrimonio complessivo (Grafico 2). Poco più di un quinto (22.1%) è detenuto dai fondi azionari, mentre i fondi flessibili e i fondi liquidità gestiscono rispettivamente il 14.5% e l'11.6%. Confrontando i dati dell'ultimo trimestre del 2008 sulla distribuzione del patrimonio, può sembrare che vi sia stata un'espansione dei fondi azionari e dei fondi obbligazionari visto che nel 2008 detenevano rispettivamente il 16.8% e il 39.1% (Grafico 2). In realtà le stime riportate sulla raccolta realizzata dai fondi ci suggeriscono che negli ultimi tre anni i fondi obbligazionari hanno presentato un deflusso netto di circa 8 miliardi di euro, mentre i fondi azionari non hanno raccolto

⁴⁴ 5 miliardi di euro – vedi *supra* Tabella 6

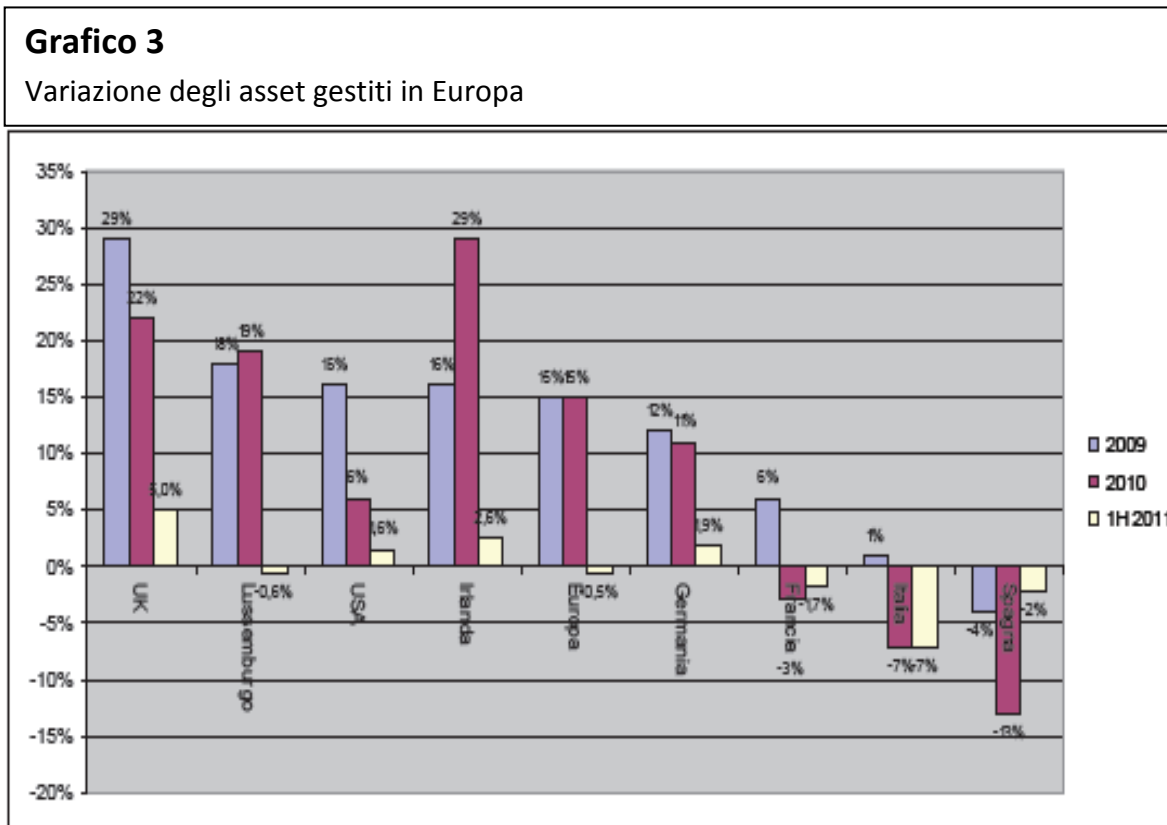
⁴⁵ Vedi *supra* par. 1.4.2

più di 355 milioni di euro (Tabella 4). Dunque, la crescita del patrimonio è solo relativa e non è attribuibile a una maggior raccolta di queste due macro-categorie di fondi, bensì al rimborso più consistente che gli investitori hanno richiesto per le quote dei fondi liquidità. Com'è stato esposto nella sezione precedente, i fondi liquidità hanno riportato tra il 2009 e il 2011 una raccolta netta negativa di 42 miliardi di euro, e hanno visto diminuire la propria partecipazione al patrimonio detenuto complessivamente dai fondi aperti dal 20.7% di dicembre 2008 all' 11.6% dell'ultimo trimestre del 2011, e aumentare il peso relativo dei fondi azionari e obbligazionari di circa il 10% in totale, senza che queste ultime due macro-categorie abbiano realizzato un afflusso positivo di capitali. Approssimativamente stabili, invece, sono le percentuali di patrimonio detenute dai fondi flessibili e dai fondi bilanciati, che hanno subito lievi variazioni da fine 2008, pari a +1.8% per i primi e +0.3% per i secondi (Grafico 2).



Infine, bisogna precisare che, anche se particolarmente accentuata nella realtà italiana, nel 2011 la perdita di patrimonio dei fondi comuni d'investimento si è realizzata mediamente in tutta Europa. Stando ai dati della *European Fund and Asset Management Association*, il totale degli *asset* gestiti in Europa, soltanto nella prima metà del 2011 si è ridotto dello 0.5% passando dagli 8.144 miliardi di euro del dicembre

2010 agli 8.104 miliardi di fine giugno 2011 (Lussemburgo -0.6%, Italia -7%, Spagna -2%, Francia -1.7% - Grafico 3)⁴⁶.



Fonte: Figura 2 Comana M., Curcio D., Donadelli M., Frigeri D. *Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa*. CASMEF Working Paper Series, 2012.

⁴⁶ Comana M., Curcio D., Donadelli M., Frigeri D. *Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa*. CASMEF Working Paper Series, 2012.

3. La performance dei fondi comuni d'investimento

3.1 La review della letteratura

3.1.1 Gli studi sulla performance dei fondi statunitensi

In questa sezione è riportata una panoramica dei risultati delle principali ricerche fatte in precedenza sulle performance dei fondi comuni d'investimento. Tale argomento è oggetto di numerosi studi che si concentrano soprattutto nella letteratura statunitense. Essi affondano le loro radici nell'analisi di Jensen del 1967⁴⁷, in cui è investigata la capacità dei *portfolio manager* americani di ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato. Per fare ciò, Jensen deriva una misura *risk-adjusted* (successivamente nota come "Jensen's Alpha") basata sul Capital Asset Pricing Model di Sharpe⁴⁸. In questa sede è sufficiente sottolineare il significato di tale misura senza soffermarsi troppo sul modello utilizzato, che sarà oggetto della sezione dedicata all'esposizione delle metodologie con le quali è stata eseguita l'analisi empirica. Essa è interpretata da Jensen come un indicatore della capacità dei gestori dei fondi di prevedere quali saranno i titoli più redditizi, e quindi di creare un maggior valore per gli investitori rispetto a quello ottenuto riproducendo il portafoglio di mercato. In particolare, ad alpha significativamente positivi si associano rendimenti più alti rispetto a quelli attesi, mentre ci si aspetta un alpha pari a zero da un fondo che riproduce il portafoglio di mercato (*buy-the-market and hold policy*), o addirittura che sceglie casualmente i titoli su cui investire (*random buy and hold policy*). Seguendo tale logica, un alpha significativamente negativo indica rendimenti più bassi di quelli ottenuti dal mercato o dalla *random strategy*. Anche se può sembrare inizialmente strano pensare che si possano ottenere performance più basse da una strategia di selezione casuale dei titoli, esse sono giustificate da Jensen come scaturenti dall'impatto che le spese per la gestione e i costi dell'infruttuosa ricerca dei titoli più redditizi hanno sulla performance totale del fondo. Svolgendo tale analisi per un campione di 115 fondi d'investimento operanti sul

⁴⁷ Jensen, M. C. *The performance of Mutual Funds*. Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 1967.

⁴⁸ Sharpe W.F. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance, Volume 19, Issue 3, 1964.

mercato americano dal 1945 al 1964, Jensen evidenzia non solo che in media i portfolio manager non sono riusciti a prevedere l'andamento dei titoli in maniera sufficientemente accurata da ottenere una performance superiore a quella della strategia passiva, ma anche che ciascun fondo individualmente non ha ottenuto rendimenti superiori a quelli attesi. Il primo risultato è dedotto dal fatto che la media degli alpha calcolati al netto delle spese è risultata pari a -0.011, di conseguenza i fondi hanno ottenuto dei rendimenti su base annuale inferiori dell'1.1% a quelli del mercato (Tabella 8). Il secondo risultato dell'analisi di Jensen si evince dagli alpha calcolati individualmente per ciascun fondo, i quali risultano positivi soltanto in 3 casi su 115 (Tabella 9). In ogni caso, gli alpha non si discostano molto dallo zero nell'analisi al lordo delle spese del fondo (*gross alpha* – Tabella 8).

Tabella 8	
Risultati medi delle regressioni di Jensen	
Net Alpha (medio)	-0.011
Gross Alpha (medio)	-0.004
Beta	0.840
R2	0.840
Fonte: Tabella 2 Jensen, M. C. The performance of Mutual Funds. Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 1967	

Tabella 9			
Alpha di ogni fondo analizzato da Jensen			
Negativi	Zero	Positivi	Totale
14	98	3	115
Fonte: Tabella 3 Jensen, M. C. The performance of Mutual Funds. Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 1967			

Dunque, Jensen concluse il suo studio sostenendo che i gestori dei fondi comuni d'investimento, operanti sul mercato americano durante il periodo analizzato, non furono in grado di prevedere a sufficienza l'andamento dei titoli per garantire la copertura delle spese di ricerca, delle ritenute del fondo (*management fees*), e delle commissioni sulle transazioni (*brokerage expenses*).

Alcuni studi effettuati durante la seconda metà degli anni '80 e relativi al periodo successivo a quello analizzato da Jensen mostrano evidenze opposte. Ippolito⁴⁹ (1989) analizza la performance di 143 fondi statunitensi su un orizzonte temporale di 20 anni (1965-1984). Tale studio è finalizzato a testare l'efficienza del mercato quando le informazioni sono costose da reperire. Ippolito parte dalla teoria Grossman e Stiglitz (1980) secondo cui, se vi è assenza di costi nel processo di reperimento delle informazioni, l'efficienza del mercato permetterà che i prezzi dei titoli rispecchino tutte le informazioni disponibili. Al contrario se tale processo comporta dei costi, il trading dovrebbe avvenire ad un prezzo diverso che non rispecchierà la totalità dei dati disponibili e tale differenza permetterà di compensare gli operatori dei costi di acquisizione delle informazioni. Dato che il secondo scenario è più realistico, l'ipotesi che i prezzi riflettano tutte le informazioni va oltre il concetto di efficienza del mercato, poiché in tal caso non vi sarebbe spazio per compensare gli investitori dei costi di acquisizione⁵⁰. Ippolito dimostra che se il mercato è efficiente secondo le suddette modalità, i fondi comuni d'investimento, ponendo in essere una strategia attiva e di continuo trading, dovranno obbligatoriamente ottenere dei rendimenti superiori a quelli di una strategia passiva affinché siano compensati dei costi di acquisizione delle informazioni. Pur utilizzando la stessa metodologia, i risultati sono completamente diversi rispetto a quelli trovati da Jensen; i fondi nei 20 anni analizzati da Ippolito ottengono in media risultati superiori ai benchmark utilizzati (S&P 500, NYSE common stock index, Salomon Brothers long-term bond market index), mostrando alpha significativamente positivi al livello di confidenza del 90 per cento (Tabella 10). Questi alpha positivi sono al netto di tutte le commissioni e le spese, tranne che delle *load charges*, cioè le remunerazioni dei gestori del fondo che questi addebitano ai loro azionisti solitamente al momento dell'acquisto delle quote. Aggiungendo quest'ultima categoria di spese nel computo dei rendimenti, gli alpha medi risultano non essere più significativamente positivi, di conseguenza i fondi comuni realizzano delle performance superiori al mercato appena sufficienti a coprire le commissioni. Tale risultato è

⁴⁹ Ippolito R.A. *Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 104, n.1, 1989.

⁵⁰ Grossman S. J. e Stiglitz J.E. *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. American Economic Review, Volume 70, 1980

coerente, secondo Ippolito, con la teoria dell'efficienza di mercato in presenza di costi per acquisire le informazioni di Grossman e Stiglitz.

Tabella 10				
Alpha risultanti dall'analisi di Ippolito				
Negativi	Zero	Positivi	Media	N°di fondi
4	127	12	0.81*	143
*statisticamente significativo al livello di confidenza 95%				
Fonte: Tabella 1-5 Ippolito R.A. Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance. The Quarterly Journal of Economics, Volume 104, n.1, 1989.				

Una terza generazione di studi, nei quali rientrano Hendricks-Patel-Zeckhauser (1993), Goetzmann-Ibbotson (1994) e Brown e Goetzmann (1995), osserva una persistenza delle performance dei fondi nel breve periodo. In particolare Brown e Goetzmann analizzano le performance di un campione di fondi dal 1976 al 1988 anno per anno. Il numero di fondi inseriti nel campione varia da 329 nel 1976 a 829 nel 1988, e sono divisi in otto gruppi a seconda delle performance raggiunte nell'anno precedente. Secondo questo studio i fondi che avevano mostrato un alpha più elevato nell'anno precedente (*Winners*) tendevano a ripetere tale performance negli anni immediatamente successivi; allo stesso modo quelli che avevano ottenuto i rendimenti più bassi (*Losers*) persistevano nella loro scarsa performance⁵¹. Carhart in uno studio del 1997 dimostra che l'effetto di persistenza della performance nei fondi (chiamato "*hot hands effect*") è dovuto perlopiù al perseguimento della strategia *momentum*⁵². Tale strategia prevede una concentrazione degli investimenti nelle azioni risultate più redditizie nei periodi precedenti; l'analisi della performance dei fondi può quindi essere corretta aggiungendo un quarto fattore al modello del CAPM (nell'analisi di Otten-Bams, che sarà esposta successivamente, tale fattore è chiamato "*prior six months*" – "Pr6m"), consistente in un portafoglio in cui sono acquistate le azioni con i rendimenti più elevati negli ultimi sei mesi e vendute allo scoperto quelle con i rendimenti peggiori.

⁵¹ Brown S.J. e Goetzmann W.N. *Performance Persistence*. The Journal of Finance, Volume 50, n.2, pp 679-698

⁵² Carhart, M. *On Persistence in Mutual Fund Performance*. Journal of Finance, Volume 52, Issue 1, 1997.

3.1.2 Gli studi sulla performance dei fondi europei

Dal punto di vista della letteratura europea, numerosi studi si sono focalizzati sui mercati domestici, si ricordano tra gli altri Dermine-Röller (1992) per i fondi francesi, Blake-Timmerman (1998) per i fondi britannici, e Wittrock-Steiner (1995) per quelli tedeschi. Tuttavia ci soffermeremo principalmente sullo studio di Otten e Bams (2002), che riporta una sintesi delle performance dei fondi comuni d'investimento operanti nei principali mercati europei nel corso degli anni '90. Per quanto riguarda la realtà italiana in particolare, rilevano le ricerche di Cesari-Panetta (2002) e Barucci (2007), che saranno esposte analiticamente poiché permettono un confronto diretto con l'analisi empirica svolta.

Il campione analizzato da Otten e Bams⁵³ è composto da 506 fondi aperti azionari operanti in cinque mercati europei (Francia, Italia, Regno Unito, Germania e Paesi Bassi) che complessivamente rappresentano l'85% del patrimonio dei fondi comuni europei. La performance è misurata utilizzando i rendimenti logaritmici mensili da gennaio 1991 fino a dicembre 1998 e la fonte di questi dati è "Datastream". Nella Tabella 11 sono illustrati i rendimenti medi (annualizzati) e la loro deviazione standard. I fondi italiani sono tra quelli che hanno ottenuto i rendimenti medi più elevati (15.2%) a fronte comunque del maggior rischio assunto (S.D. 19.6 %).

Tabella 11			
Statistiche descrittive fondi analizzati da Otten-Bams			
Nazionalità	N°di fondi	Rendimenti Medi (%)	Deviazione Standard (%)
Francia	258	10.9	14.2
Germania	335	13.9	17.5
Italia	242	15.2	19.6
Paesi Bassi	350	22	16.6
Regno Unito	304	12.3	13.9

Fonte: Tabella 3 - Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

⁵³ Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

Le metodologie utilizzate sono sia il modello a tre fattori di Fama-French, sia il modello a quattro fattori di Carhart; i risultati sono presentati al lordo e al netto delle spese del fondo. In questa sezione, come detto, ci limiteremo a riportare i risultati di questi studi, forniremo quindi soltanto la chiave per interpretarli, chiarendo nel dettaglio i modelli utilizzati nelle sezioni successive. In particolare occorre definire il significato dei coefficienti nei risultati dell'analisi. Il beta è un indicatore della sensibilità dei rendimenti dei fondi alle variazioni del mercato e quindi dell'esposizione verso quest'ultimo. Allo stesso modo, i coefficienti SMB positivi segnalano una correlazione con le azioni delle imprese a bassa capitalizzazione e sono quindi indice di un'esposizione dei fondi verso questa categoria di titoli, viceversa coefficienti SMB negativi denotano una maggiore esposizione verso le azioni delle imprese ad alta capitalizzazione⁵⁴. Seguendo questa logica, coefficienti HML positivi suggeriscono che i fondi investono più in “*value stock*”, cioè azioni di imprese con un alto rapporto valore contabile-valore di mercato, al contrario quelli negativi ne indicano una maggiore esposizione verso le “*growth stock*”, azioni di imprese con un basso rapporto valore contabile-valore di mercato⁵⁵. Infine, i fondi che mostrano un coefficiente “Pr6m” (*prior six months*) positivo sono fondi che investono prevalentemente nelle azioni che hanno ottenuto i rendimenti più elevati nei sei mesi precedenti (*Winners*), cercando quindi di seguire la strategia “*momentum*”⁵⁶.

Otten e Bams dividono i fondi a seconda della strategia perseguita, realizzando poi un'analisi a livello aggregato (portafoglio *All Funds*). Dai risultati si osserva che, al netto delle spese, gli alpha dei fondi europei risultano essere mediamente positivi⁵⁷, ma statisticamente significativi soltanto per i fondi inglesi (Tabella 12). Inoltre, i fondi che investono prevalentemente nelle imprese a bassa capitalizzazione ottengono rendimenti mediamente più elevati, essi, infatti, mostrano alpha significativamente positivi in tre dei cinque mercati analizzati (*Small companies* - Francia, Paesi Bassi e Regno Unito - Tabella 12).

⁵⁴ Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

⁵⁵ Fama E. F. e French K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*. Journal of Finance, Volume 51, n° 1, 1996

⁵⁶ Vedi l'analisi di Carhart- Capitolo 3.1.1

⁵⁷ Fatta eccezione per quelli che operano sul mercato tedesco.

Nella Tabella 13 sono confrontati i risultati dell'analisi di Otten e Bams utilizzando il modello di Carhart e quello di Fama-French. Possiamo notare che le performance dei fondi italiani e britannici sono quelle che subiscono i maggiori cambiamenti a seconda del modello utilizzato. In particolare, utilizzando il modello a tre fattori, quindi escludendo il cosiddetto fattore “*momentum*”, i fondi italiani mostrano una migliore performance, al contrario gli alpha significativamente positivi dei fondi UK decrescono di oltre un punto percentuale. Dato che utilizzando il modello a tre fattori, invece del modello di Carhart⁵⁸, la performance dei fondi italiani migliora sensibilmente e quella dei fondi inglesi risulta peggiorata, Otten e Bams individuano nei primi l'implementazione della strategia *momentum*, quindi l'investimento nei “*Winners*”, e nei secondi la strategia contraria, cioè l'investimento nelle azioni che negli ultimi sei mesi hanno riportato i peggiori rendimenti. In ogni caso il modello a quattro fattori di Carhart sembra più idoneo a stimare la performance dei fondi nell'analisi di Otten-Bams, dato che riporta mediamente un *adjusted R²* più elevato⁵⁹.

Così come nelle analisi di Jensen e Ippolito, le performance dei fondi sono decisamente migliori se calcolate al lordo delle commissioni. Infatti, considerando i rendimenti lordi, i fondi riescono chiaramente a battere il mercato, essendo gli alpha statisticamente significativi (per i fondi italiani e UK a un livello di confidenza del 95 per cento, mentre quelli francesi e olandesi a un livello di confidenza del 90 per cento - Tabella 14).

⁵⁸ Quindi eliminando tra i correttori dei rendimenti per il rischio il fattore *momentum*.

⁵⁹ Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

Tabella 12

Alpha e Beta dei fondi analizzati da Otten

Nazione	Categoria	Alpha	Beta Mercato	Beta SMB	Beta HML	Beta Pr6m	Adj.R2
Francia	All funds	0.22	0.89***	0.06***	-0.07***	0.01	0.97
	Growth	0.36	0.87***	0.00	-0.09***	-0.02	0.95
	Index	-1.68	1.03***	-0.21***	-0.06*	-0.10**	0.97
	Small companies	2.28*	0.78***	0.50***	-0.01	0.15***	0.91
Germania	All funds	-1.20	1.07***	0.06	0.03	0.07**	0.97
	General	-1.32	1.05***	-0.01	0.04	0.08**	0.96
	Growth	-1.68	1.12***	0.00	0.07*	0.11**	0.95
	Income	-2.40	1.04***	-0.03	0.05	0.08**	0.95
	Small companies	0.56	1.21***	0.91***	-0.09*	-0.03	0.89
Italia	All funds	0.84	0.71***	0.06	0.10***	0.08***	0.95
	Italian equity	0.72	0.67***	0.07*	0.10**	0.06**	0.95
	Italian specialist	1.20	0.77***	0.04	0.12***	0.11***	0.95
Paesi Bassi	All funds	1.80	0.95***	0.24***	0.08***	-0.01	0.95
	Growth	1.80	0.95***	0.18***	0.09	0.01	0.94
	Index	1.20	1.06***	0.14***	0.11***	-0.04	0.94
	Small companies	3.69*	0.84***	0.80***	0.00	-0.06	0.76
Regno Unito	All funds	1.33**	0.94***	0.29***	0.04**	-0.04*	0.98
	Growth/Income	0.84	0.95***	0.07***	0.08***	-0.05*	0.97
	Income	1.56	0.92***	0.15***	0.14***	-0.05*	0.96
	Growth	1.32*	0.98***	0.22***	0.00	-0.06**	0.98
	Small companies	2.04**	0.87***	0.98***	-0.11***	0.05*	0.97

*statisticamente significativo al livello di confidenza 90%

**statisticamente significativo al livello di confidenza 95%

*** statisticamente significativo al livello di confidenza 99%

Fonte: Tabella 5 - Otten R. e Bams D. European Mutual Fund Performance. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

Tabella 13				
Confronto modello a 3 fattori e modello a 4 fattori – Otten-Bams				
Nazione	Carhart 4-factor alpha	Adj. R2	FF 3-factor alpha	Adj. R-Square
Francia	0.22	0.97	0.23	0.96
Germania	-1.20	0.97	-1.32	0.96
Italia	0.84	0.95	1.80	0.94
Paesi Bassi	1.80	0.95	2.02*	0.95
Regno Unito	1.33**	0.98	0.93*	0.98
*statisticamente significativo al livello di confidenza 90%				
**statisticamente significativo al livello di confidenza 95%				
Fonte: Tabella 6 - Otten R. e Bams D. European Mutual Fund Performance. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002				

Tabella 14		
Alpha al netto e al lordo delle spese - Otten-Bams		
Nazione	Net Alpha(%)	Gross Alpha(%)
Francia	0.22	1.40*
Germania	-1.20	-0.36
Italia	0.84	2.88**
Paesi Bassi	1.80	2.64*
Regno Unito	1.33**	2.56**
*statisticamente significativo al livello di confidenza 90%		
**statisticamente significativo al livello di confidenza 95%		
Fonte: Tabella 8 - Otten R. e Bams D. European Mutual Fund Performance. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002		

Risultati perfettamente coerenti con quelli di Otten e Bams scaturiscono dall'analisi empirica sui fondi comuni d'investimento italiani azionari realizzata da Cesari e Panetta nel 2002, secondo cui dal 1985 al 1995 i fondi hanno mostrato un alpha significativamente positivo al lordo delle spese, ma non diverso da zero considerando i rendimenti al netto delle *management fees*⁶⁰. In questo studio sono stati considerati 354 fondi italiani inseriti in un portafoglio chiamato “*All Funds*” che rappresenta un *fondo di fondi* in cui i pesi sono equamente distribuiti (*equally weighted*); i database utilizzati sono quelli della Banca d'Italia e del quotidiano *Il Sole 24-ore*. Le metodologie sono del tutto analoghe a quelle degli studi considerati in precedenza, fatta eccezione per l'analisi sul *market timing*. Focalizzeremo l'attenzione sui risultati dell'analisi scaturenti dal modello unifattoriale di Jensen, dal modello multifattoriale di Fama-French e dal modello per stimare il *market timing* di Treynor e Mazuy. Per *market timing* s'intende l'abilità dei manager di modificare tempestivamente la composizione del proprio portafoglio in risposta alle proprie previsioni sull'andamento del mercato⁶¹. Nell'interpretare i risultati di Cesari e Panetta occorre sapere che, nel caso in cui i gestori dei fondi presentino una predisposizione nell'anticipare i movimenti del mercato, il coefficiente gamma (γ^{TM}) risulterà positivo.

Nei risultati dell'analisi si riscontrano alpha positivi ma non significativamente diversi da zero quando sono considerati i rendimenti netti. L'alpha del portafoglio *All Funds* è pari a 1.09%, sia utilizzando il modello unifattoriale, sia utilizzando il modello a tre fattori; tuttavia quest'ultimo, presentando un *Adjusted R²* più elevato, si rivela ancora una volta più idoneo a descrivere i rendimenti dei fondi. Considerando invece i rendimenti al lordo delle *management fees*, gli alpha risultano positivi e significativamente diversi da zero (2.41%), confermando ancora una volta (come nelle analisi di Ippolito e Otten) la visione dell'efficienza di mercato di Grossman e Stiglitz (1980), secondo cui gli investitori sono compensati dei costi di acquisizione delle informazioni⁶² (Tabella 15).

⁶⁰ Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. Journal of Banking & Finance 26, 2002.

⁶¹ Treynor J. e Mazury K. *Can Mutual Funds Outguess the Market?* Harvard Business Review, n. 44, 1966.

⁶² Grossman S. J. e Stiglitz J.E. *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. American Economic Review, Volume 70, 1980

Infine, i due autori stimano il coefficiente del *market timing* che è mediamente negativo (-0.08; -0.11), ma non statisticamente significativo (Tabella 16).

Tabella 15 Gli alpha dei fondi italiani – Cesari-Panetta			
Modello	Net Alpha	Gross Alpha	Adj. R ²
CAPM	1.09%	2.41%*	87.8
Fama-French 3-factor	1.09%	2.41%**	92.6
*statisticamente significativo al livello di confidenza 99%			
**statisticamente significativo al livello di confidenza 97,5%			
Fonte: Tabella 2 - Cesari R. e Panetta F. The performance of Italian equity funds. Journal of Banking & Finance 26, 2002.			

Tabella 16 Market Timing dei fondi italiani - Cesari-Panetta	
Modello	Coefficiente Market timing (γ^{TM})
CAPM	-0.08
Fama-French 3-factor	-0.11
Fonte: Tabella 3 - Cesari R. e Panetta F. The performance of Italian equity funds. Journal of Banking & Finance 26, 2002.	

Evidenze completamente diverse rispetto a quelle di Cesari-Panetta e di Otten-Bams derivano dall'analisi effettuata da Barucci nel 2007⁶³. In questo studio sono analizzate le performance di 1326 fondi comuni d'investimento scelti tra fondi italiani, esteri e *roundtrip*. Il periodo considerato è il decennio successivo a quello analizzato da Cesari-Panetta, quindi da gennaio 1997 a dicembre 2006.

I risultati riportati nella Tabella 17 sono quelli scaturenti dal modello unifattoriale, con il quale è calcolato l'alpha di Jensen, e dal modello Treynor-Mazuy, già utilizzato da Cesari-Panetta per tener conto del *market timing* dei gestori dei fondi. Da quest'analisi emerge che i fondi italiani e i fondi *roundtrip* sono caratterizzati da un alpha negativo e statisticamente significativo a un livello di confidenza del 99 per cento. Quindi, al netto delle spese, i fondi italiani e *roundtrip* sono "battuti" dal mercato, al

⁶³ Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

contrario dei fondi esteri che presentano una performance in linea con il benchmark di riferimento. Il coefficiente di *market timing* risulta significativamente positivo per i fondi italiani e negativo, anche se non sempre statisticamente significativo, per i fondi esteri e *roundtrip* (Tabella 17).

Infine, Barucci analizza le performance dei fondi italiani al lordo delle commissioni. Anche senza considerare le spese di gestione, i fondi presentano performance non in linea con il mercato: l'alpha è negativo utilizzando entrambi i modelli, ma i risultati sono statisticamente significativi soltanto per il modello unifattoriale (Tabella 18).

Tabella 17 Alpha e coefficiente market timing – Barucci				
Modello	Variabile	Italiani	Roundtrip	Esteri
CAPM	Alpha	-0.12%*	-0.15%*	-0.62e ⁻⁶
	R ²	0.81	0.75	0.68
Treyner-Mazuy	Alpha	-0.15%*	-0.15%*	0.00%
	Gamma (γ^{TM})	0.21*	-0.014	0.055
	R ²	0.81	0.75	0.68
*statisticamente significativo al livello di confidenza 99%				
Fonte: Tavola 28 - Barucci E. <i>Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia</i> . Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.				

Tabella 18 Alpha fondi italiani al lordo delle commissioni - Barucci			
Modello	Alpha	Coefficiente Market	
		Timing (γ^{TM})	R-square
CAPM	-0.12%*	-	0.82
Treyner-Mazuy	-0.09%	0.67*	0.82
*statisticamente significativo al livello di confidenza 99%			
Fonte: Tavola 33 - Barucci E. <i>Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia</i> . Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.			

Riassumendo i vari studi riportati per la realtà dei fondi comuni italiani, le pubblicazioni di Otten-Bams e Cesari-Panetta del 2002, riferite al periodo che va dalla seconda metà degli anni '80 alla fine della prima metà degli anni '90, dimostrano che i fondi comuni d'investimento italiani sono stati capaci di ottenere performance superiori a quelle del mercato, quantomeno al lordo delle commissioni. Viceversa, il più recente studio di Barucci del 2007 indica che da fine anni '90 fino al 2006 i fondi italiani non sono riusciti ad ottenere rendimenti in linea con il mercato.

3.2 Il dataset

3.2.1 Com'è stato selezionato il campione

L'analisi della performance si basa sul database "Datastream" e prende in considerazione soltanto i fondi aperti di *diritto italiano armonizzati* risultanti dal censimento di Assogestioni di Aprile 2012. Volendo analizzare soltanto la realtà italiana nel dettaglio, sono stati esclusi i fondi esteri e *roundtrip*.

Il dataset si compone di 218 fondi su un periodo temporale di 10 anni da Aprile 2002 ad Aprile 2012. Sono state scelte soltanto tre delle cinque categorie di fondi previste da Assogestioni⁶⁴: azionari (110), obbligazionari (85) e fondi liquidità (23)⁶⁵. Sono quindi stati esclusi i fondi privi di benchmark per natura o per i quali non è stato possibile identificarne uno con precisione (fondi "flessibili", obbligazionari "misti", obbligazionari "altre specializzazioni"), e quelli per i quali i modelli utilizzati non sono adatti a una corretta analisi della performance (fondi "bilanciati" e "bilanciati" obbligazionari). Per non inficiare i risultati dell'analisi, non sono stati considerati i fondi per i quali non è stato possibile reperire i rendimenti per un periodo superiore a tre anni.

Il campione può essere ritenuto rappresentativo per quelle categorie di fondi sui quali si è focalizzata l'analisi (*fondi aperti di diritto italiano armonizzati azionari, obbligazionari e liquidità*). Infatti, considerando soltanto le categorie di fondi oggetto d'analisi, i 110 fondi azionari inseriti nel dataset rappresentano l'86% dei fondi censiti nel primo trimestre del 2012 da Assogestioni; i fondi obbligazionari il 78%, mentre i fondi liquidità l'88%. Se invece consideriamo la totalità dei fondi comuni di diritto italiano armonizzati, intendendo inclusi in essa anche i fondi appartenenti alle categorie che volutamente non sono state inserite nel dataset per i suddetti motivi (es. Fondi flessibili, Misti, Bilanciati), la percentuale di rappresentatività dei 217 fondi analizzati è pari al 42.5%⁶⁶.

⁶⁴ Vedi *supra* 1.4.2

⁶⁵ I fondi sono elencati nell'Appendice vedi *infra*

⁶⁶ Il censimento di Assogestioni di Aprile 2012 riporta un numero di fondi più basso rispetto alla Relazione della Banca d'Italia riferita al 2011, ciò è dovuto probabilmente alle operazioni di fusione avvenute nel primo trimestre del 2012. Infatti, in totale i *fondi armonizzati di diritto italiano* erano pari a 608 a Dicembre 2011 secondo la relazione della Banca d'Italia, ma nel censimento di Assogestioni di

Per identificare il corretto benchmark con cui confrontare la performance dei fondi, le tre macro-categorie sono state ulteriormente divise seguendo la classificazione di Assogestioni secondo le politiche d'investimento e le tipologie di rischio assunto.⁶⁷ Le categorie sono riportate nella Tabella 19, in cui sono indicati anche il numero di fondi presenti nel campione e quelli risultanti dal censimento di Assogestioni di Aprile 2012 per ciascuna categoria.

Tabella 19 Numero di fondi armonizzati di diritto italiano inseriti nel campione e censiti da Assogestioni ad Aprile 2012		
Categoria	N. di fondi nel campione	N. di fondi censimento Assogestioni 04/2012
Az. Italiani	22	27
Az. America	16	16
Az. Area Euro	8	8
Az. Europa	25	27
Az. Internazionali	18	25
Az. Pacifico	12	12
Az. Paesi Emergenti	9	9
Ob. Euro Breve Termine	25	36
Ob. Euro M/L Termine	22	25
Ob. Dollaro M/L Termine	6	6
Ob. Euro Corporate	12	15
Ob. Internazionali Governativi	11	13
Ob. Paesi Emergenti	9	10
Fondi Liquidità	23	26
Fonte Dati: Assogestioni/ Datastream		

Aprile 2012 ne figurano soltanto 511. Allo stesso modo i *fondi armonizzati italiani azionari* erano pari a 168, mentre nell'elenco di Assogestioni sono soltanto 128.

⁶⁷ Vedi supra, Capitolo 1.4.2

3.2.2 I rendimenti e i benchmark

I rendimenti utilizzati nell'analisi sono quelli logaritmici mensili calcolati partendo dal Total Return Index (RI) utilizzato da Datastream. Tale indice, che è utilizzato sia per calcolare i rendimenti delle azioni che quelli dei fondi comuni, rappresenta una crescita teorica nel valore di una quota di un fondo comune d'investimento, assumendo che i dividendi siano reinvestiti. Nel caso dei fondi comuni d'investimento il prezzo considerato è il *prezzo bid* di chiusura.

Per meglio comprendere questa misurazione riportiamo la formula con la quale è calcolata:⁶⁸

$$RI_t = RI_{t-1} * (PI_t / PI_{t-1}) * (1 + DY_t / 100 * 1/N)$$

dove

RI_t = Return index al giorno t .

RI_{t-1} = Return index del giorno precedente.

PI_t = Prezzo bid di chiusura al giorno t .

PI_{t-1} = Prezzo bid di chiusura del giorno precedente.

DY_t = Dividend yield espresso in termini percentuali al giorno t .

N = Numero di giorni lavorativi in un anno (260).

Su tale variabile è stato poi calcolato il rendimento logaritmico mensile dei fondi, calcolando il logaritmo (su base 10) del rapporto tra il total return riferito a uno specifico mese e quello riferito al mese precedente:

$$\text{Ritorno logaritmico mensile} = \text{LOG} (RI_t / RI_{t-1})$$

Quest'ultima è la misura con la quale si è stimata la performance dei fondi.

⁶⁸ Datastream, *Global Equity Indices – User Guide – Issue 5*, 2008.

Per quanto riguarda la variabile utilizzata come *risk-free* nei modelli di misurazione della performance, è stato scelto il tasso interbancario mensile europeo (EURIBOR), mentre i benchmark utilizzati per calcolare la performance *risk-adjusted* variano a seconda della categoria cui ci riferiamo (Tabella 20).

Tabella 20 I benchmark utilizzati per misurare la performance di ogni categoria di fondi	
Categoria	Benchmark
Az. Italiani	MSCI ITALY
Az. America	MSCI USA
Az. Area Euro	MSCI EMU
Az. Europa	MSCI EUROPE
Az. Internazionali	MSCI WORLD
Az. Pacifico	MSCI PACIFIC
Az. Paesi Emergenti	MSCI EM
Ob. Euro Breve Termine	BOFA ML EMU D. GOVERNMENTS 1-3Y
Ob. Euro M/L Termine	BOFA ML EMU D. GOVERNMENTS 5-10Y
Ob. Internazionali Governativi	JPM GBI GLOBAL ALL MATS
Ob. Dollaro M/L Termine	BOFA ML US TREASURY 3-5Y
Ob. Euro Corporate	BOFA ML EMU CORPORATE
Ob. Paesi Emergenti	JPM EU EMBI GLOBAL DIV. COMPOSIT
Fondi Liquidità	BOFA ML ITALIAN GVT BILL

A questi indici, che sono stati utilizzati come “fattore mercato” nelle rette di regressione, vanno aggiunti quelli utilizzati per creare il portafoglio SMB e HML nel modello Fama French⁶⁹.

⁶⁹ Vedi *infra* Capitolo. 3.3.2

La performance per ciascuna categoria è stata stimata costruendo un portafoglio in cui tutti i fondi hanno un peso identico (*equally weighted*), creando quelli che possono essere definiti dei “*fondi di fondi*”. Questa scelta è dipesa dalla considerazione che un portafoglio con pesi proporzionali alle dimensioni dei fondi (*value weighted*) sarebbe stato dominato da quelli con il patrimonio più ingente. In tal modo, si sarebbe preclusa la possibilità di realizzare una rappresentazione dell’intera industria dei fondi comuni italiani⁷⁰.

Nelle tabelle 21 e 22 sono riportate alcune statistiche descrittive dei rendimenti logaritmici mensili delle varie categorie di fondi azionari, obbligazionari e liquidità e dei loro rispettivi benchmark. I rendimenti devono essere considerati al netto delle spese di gestione dei fondi, ciò deriva dal fatto che il *prezzo bid* delle quote scaturisce dal *Net Asset Value* (NAV) dei fondi da cui le spese sono già detratte⁷¹. Per ciascuna categoria, oltre ai rendimenti medi, sono riportati la deviazione standard, che permette di misurare la volatilità del rendimento dei fondi e quindi il rischio per l’investitore, i rendimenti massimi e minimi raggiunti nel corso dei dieci anni analizzati e il rendimento mediano dei fondi. Per i fondi azionari, i rendimenti mediamente più elevati sono quelli della categoria focalizzata sull’investimento in azioni dei paesi emergenti (0.23%), per giunta con una deviazione standard, e quindi un rischio, in linea con quella degli altri fondi (2.30%). Tuttavia, questi dati sono decisamente più bassi rispetto a quelli del benchmark (il rendimento medio mensile MSCI EM è pari a 0.49%). In generale da queste statistiche descrittive possiamo notare che la deviazione standard dei rendimenti dei fondi è inferiore a quella dei rispettivi benchmark in tutti i casi e ciò indica una minore rischiosità del portafoglio detenuto da questi rispetto a quello di mercato; questa caratteristica è confermata anche dai beta scaturenti dai modelli di regressione utilizzati per analizzare la performance⁷². I fondi obbligazionari, invece, presentano una volatilità più bassa, sempre inferiore all’1%, fatta eccezione per i fondi obbligazionari *Dollaro Medio-Lungo Termine* (1.14%), e sembrano aver ottenuto dei rendimenti mediamente più elevati rispetto ai fondi azionari nel periodo considerato.

⁷⁰ Scelta analoga a quella di: Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. *Journal of Banking & Finance* 26, 2002.

⁷¹ Per i dettagli sul NAV vedi capitolo 3.4

⁷² Vedi *infra* Capitolo 3.4.

Tabella 21

Statistiche descrittive dei rendimenti logaritmici mensili dei portafogli di fondi Azionari rappresentativi di ciascuna categoria e dei rispettivi benchmark.

Categoria / Benchmark	Rendimento Medio	Standard Deviation	Max	Min	Rendimento Mediano
Az. Italiani	-0,08%	2,01%	5,41%	-6,70%	0,09%
MSCI ITALY	-0,10%	2,53%	7,37%	-9,54%	0,21%
Az. America	-0,05%	1,85%	4,15%	-6,16%	0,02%
MSCI USA	0,15%	2,30%	7,29%	-7,51%	0,43%
Az.Area Euro	-0,03%	2,05%	4,38%	-7,49%	0,36%
MSCI EMU	0,01%	2,56%	6,40%	-7,45%	0,48%
Az. Europa	-0,01%	1,78%	3,66%	-5,15%	0,25%
MSCI EUROPE	0,20%	2,81%	7,61%	-7,91%	0,44%
Az. Internazionali	-0,05%	1,69%	3,78%	-4,90%	0,19%
MSCI WORLD	0,18%	2,37%	7,46%	-7,50%	0,46%
Az. Pacifico	0,02%	1,75%	5,35%	-4,76%	-0,04%
MSCI PACIFIC	0,22%	2,30%	7,39%	-6,81%	0,23%
Az. Paesi Emergenti	0,23%	2,25%	5,45%	-6,02%	0,51%
MSCI EM	0,49%	3,11%	9,81%	-8,89%	0,63%

Fonte dati: Datastream - Elaborazione dati: Microsoft Excel

Tabella 22

Statistiche descrittive dei rendimenti logaritmici mensili dei portafogli di fondi Obbligazionari rappresentativi di ciascuna categoria e dei rispettivi benchmark.

Categoria / Benchmark	Rendimento Medio	Standard Deviation	Max	Min	Rendimento Mediano
Ob. Euro Breve Termine	0,08%	0,14%	0,77%	-0,36%	0,07%
BOFA ML EMU D. GOVERNMENTS 1-3Y	0,13%	0,19%	0,65%	-0,42%	0,11%
Ob. Euro M/L Termine	0,10%	0,32%	1,48%	-0,60%	0,14%
BOFA ML EMU D. GOVERNMENTS 5-10Y	0,19%	0,57%	1,85%	-1,12%	0,28%
Ob. Internazionali Governativi	0,08%	0,64%	2,07%	-1,35%	0,05%
JPM GBI GLOBAL ALL MATS	0,16%	0,41%	1,48%	-0,80%	0,23%
Ob. Dollaro M/L Termine	0,02%	1,14%	3,63%	-2,37%	0,04%
BOFA ML US TREASURY 3-5Y	0,04%	1,40%	4,30%	-3,18%	0,10%
Ob. Euro Corporate	0,09%	0,45%	1,77%	-1,58%	0,12%
BOFA ML EMU CORPORATE	0,17%	0,48%	1,50%	-2,00%	0,21%
Ob. Paesi Emergenti	0,20%	0,82%	2,04%	-4,20%	0,28%
JPM EU EMBI GLOBAL DIV. COMPOSIT	0,27%	0,70%	1,98%	-3,44%	0,28%
Fondi Liquidità	0,05%	0,13%	0,73%	-0,57%	0,05%
BOFA ML ITALIAN GVT BILL	0,09%	0,07%	0,58%	-0,12%	0,08%

Fonte dati: Datastream - Elaborazione dati: Microsoft Excel

3.3 La metodologia e i modelli utilizzati

Per svolgere l'analisi della performance dei fondi inseriti nel dataset sono stati utilizzati tre modelli che derivano dal CAPM. Uno è quello unifattoriale elaborato da Jensen, gli altri due sono modelli che correggono il CAPM con altri fattori quali il livello di capitalizzazione delle imprese, il rapporto valore contabile/valore di mercato e il *market timing*.

3.3.1 Il modello di Jensen

Il primo modello utilizzato è quello unifattoriale di Jensen, prendendo le serie storiche dei rendimenti descritti nel dataset si stima la retta di regressione avente la seguente equazione:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta (R_{Mt} - R_{ft}) + \epsilon_t$$

dove

R_{pt} = rendimento del portafoglio di fondi al tempo t

R_{ft} = risk-free al tempo t

R_{Mt} = rendimento del mercato al tempo t

ϵ_t = errore statistico

Il beta (β) indica la sensibilità dei rendimenti dei fondi all'andamento del mercato, rappresenta il rischio sistematico (o non diversificabile) dei fondi. Graficamente non è altro che il coefficiente angolare della retta di regressione. Sul significato dell'alpha (α), che è la variabile fondamentale di quest'analisi, si è già discusso in precedenza⁷³. Graficamente è individuato come l'intercetta della retta di regressione sull'asse delle ordinate. Occorre chiarire che il rendimento del portafoglio di fondi (R_{pt}) è calcolato facendo una media dei rendimenti di ciascun fondo appartenente alla categoria che si sta

⁷³ Vedi *supra* par. 3.1.1

analizzando, può quindi essere definito come il rendimento di un “fondo di fondi” rappresentativo dell’intera categoria⁷⁴.

3.3.2 Il modello Fama-French

Il secondo modello utilizzato per l’analisi è quello sviluppato da Fama e French nel 1996. Questo modello rispetto a quello di Jensen corregge le performance delle azioni per altri due fattori di rischio: le dimensioni dell’impresa e il *book-to-market ratio*. L’aggiunta di questi fattori è motivata dalle osservazioni sui rendimenti medi delle azioni d’imprese a bassa capitalizzazione (*small cap*) e d’imprese con un alto rapporto tra valore contabile e valore di mercato (*high book-to-market ratio*), che risultavano sistematicamente più elevati rispetto a quelli predetti dalla *security market line* del CAPM. Secondo Fama e French i rendimenti anomali sono giustificati dal maggior rischio in cui incorrono queste due categorie di azioni, che non è corretto dal modello unifattoriale del CAPM⁷⁵. Per quanto riguarda la prima categoria di azioni, il rischio deriva dalle maggiori probabilità che hanno le *small cap* di incorrere in dissesti finanziari e dalla loro maggiore sensibilità ai cambiamenti dei fattori macroeconomici. Per la seconda categoria (*high book-to-market ratio*), il maggior rischio deriva, sia dal fatto che le imprese per le quali il mercato è disposto a pagare meno in proporzione al valore contabile potrebbero essere sottoposte a dissesti finanziari, sia dall’assenza di prospettive di crescita dell’impresa. Infatti, il prezzo delle azioni di questa categoria d’imprese (c.d. *value firm*) è depresso rispetto a quello delle *growth firm*, cioè quelle imprese per le quali gli investitori sono disposti a pagare un prezzo più elevato in virtù delle aspettative di futuri *cash flow*. La possibilità di poter acquistare le azioni di queste imprese più mature a un prezzo più basso (e quindi di ottenere un rendimento più elevato) permette agli investitori di essere compensati del maggior rischio assunto (c.d. *value premium*). Occorre comunque evidenziare un’incongruenza in questo ragionamento: se è pur vero che il *value premium* potrebbe essere giustificato per le imprese che hanno maggiore probabilità di incorrere in dissesti finanziari, lo stesso non

⁷⁴ Sui rendimenti, i benchmark e le categorie di fondi vedi 3.2.2

⁷⁵ Fama E. F. e French K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*. Journal of Finance, Volume 51, n° 1, 1996

può dirsi per quelle imprese il cui alto rapporto valore contabile/valore di mercato riflette una maggiore stabilità e prevedibilità dei *cash flow* futuri. Una ragione alternativa per questi maggiori rendimenti potrebbe essere il rischio derivante dalla grande quantità di capitale immobilizzato e i conseguenti costi di adattamento agli shock del mercato in cui operano le imprese più mature⁷⁶. In ogni caso i dubbi sulle ragioni di quest'anomalia e sulla sua reale esistenza sono esposti anche da Fama e French, che nella loro analisi non riscontrarono la presenza del *value premium* in dieci dei trenta anni analizzati⁷⁷.

La retta di regressione del modello Fama-French, che include gli altri due fattori correttivi del rischio, è la seguente:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_1 (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2 (\text{SMB}) + \beta_3 (\text{HML}) + \epsilon_t$$

Dove

R_{pt} = rendimento del portafoglio di fondi al tempo t

R_{ft} = risk-free al tempo t

R_{Mt} = rendimento del mercato al tempo t

SMB = portafoglio "Small Minus Big"

HML = portafoglio "High Minus Low"

ϵ_t = errore statistico

Il fattore SMB non è altro che la differenza tra il rendimento delle azioni d'impresa a bassa capitalizzazione e quelle delle imprese ad alta capitalizzazione. Per esprimere meglio il concetto, il portafoglio SMB consiste in una strategia consistente nel detenere una posizione lunga nelle *small cap* finanziata da una vendita allo scoperto di azioni

⁷⁶ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments* (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

⁷⁷ Il rendimento del portafoglio HML risultò negativo per dieci dei trenta anni analizzati (1964-1993) ciò portò i due autori a escludere che potesse essere considerata un'opportunità di arbitraggio - Fama E. F. e French K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*. *Journal of Finance*, Volume 51, n°1, 1996

delle *large cap*⁷⁸. In questo portafoglio non vi è nessun investimento netto (*no net investment portfolio*), per ogni euro investito in *small cap* vi è una speculare posizione corta in una *large cap*; pertanto qualora il rendimento delle prime dovesse risultare superiore a quello delle seconde, la performance del portafoglio SMB sarà positiva. Ragionamento analogo va fatto per il fattore HML, che rappresenta un portafoglio in cui si detiene una posizione lunga nelle azioni delle imprese con un alto rapporto valore contabile/valore di mercato e una posizione corta in quelle con un basso rapporto; qualora il rendimento delle *value stock* risulti superiore al rendimento delle *growth stock*, il portafoglio HML presenterà un rendimento positivo.

Per il beta (β_1) valgono le stesse considerazioni fatte per il modello di Jensen⁷⁹; occorre invece soffermarsi sui coefficienti SMB e HML (β_2 e β_3). Dato che oggetto della nostra analisi sono i fondi comuni d'investimento, analizzeremo dal loro punto di vista il significato di queste due variabili. Un coefficiente positivo SMB (β_2) lascia intuire una certa esposizione dei fondi in azioni *small cap*, poiché i loro rendimenti subiscono variazioni dello stesso segno. Specularmente un coefficiente SMB negativo può essere interpretato come un'esposizione dei fondi ad azioni *large cap*, proprio perché i rendimenti dei fondi subiscono variazioni di segno opposto rispetto a quelle del portafoglio SMB, in cui si detiene una posizione corta nei confronti delle azioni delle imprese ad alta capitalizzazione. Analoghe considerazioni vanno fatte per il coefficiente HML (β_3), i cui valori positivi lasciano presupporre un'esposizione dei fondi a imprese con un alto rapporto valore contabile/valore di mercato⁸⁰.

Infine, bisogna delineare le metodologie con le quali sono stati ricavati i fattori SMB e HML nella nostra analisi, che possono essere definite “semplificate” rispetto a quelle utilizzate da Fama-French. Invece di costruire quattro diversi portafogli ciascuno con le azioni rappresentative di ogni categoria (*small cap*, *large cap*, *value stock*, *growth stock*), sono stati utilizzati i quattro seguenti indici:

- MSCI Italy Large Index

⁷⁸ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments* (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

⁷⁹ Vedi *supra* 3.3.1

⁸⁰ L'interpretazione è la stessa già esposta per i risultati dell'analisi di Otten-Bams (par. 3.1.2). Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002.

- MSCI Italy Small Index
- MSCI Italy Value Index
- MSCI Italy Growth Index

Quindi, i rendimenti logaritmici mensili del portafoglio SMB sono stati calcolati sottraendo ai rendimenti del *MSCI Italy Small Index* i rendimenti del *MSCI Italy Large Index*, replicando i rendimenti che si sarebbero ottenuti detenendo una posizione lunga nell'indice delle *small cap* e una posizione corta nell'indice delle *large cap*. La stessa procedura è stata utilizzata per calcolare i rendimenti del portafoglio HML, in cui ai rendimenti dell'indice *MSCI Italy Value Index* sono stati sottratti i rendimenti dell'indice *MSCI Italy Growth Index*.

3.3.3 Il modello Treynor-Mazuy

I primi due modelli utilizzati nell'analisi prendono in considerazione soltanto l'abilità dei portfolio manager di scegliere i titoli che secondo le loro previsioni saranno più redditizi (*security-selection* o *microforecasting ability*), ma non la loro capacità di anticipare i movimenti del mercato e di modificare prontamente la composizione del loro portafoglio sulla base di tali previsioni (*market timing* o *macroforecasting ability*)⁸¹. Tale abilità si evince dai cambiamenti dell'esposizione dei fondi al mercato: se i manager ne prevedono una caduta, sposteranno i loro investimenti dai titoli più volatili a quelli meno rischiosi (inclusi quelli obbligazionari), faranno il contrario se si aspettano un mercato in espansione⁸². Secondo Treynor e Mazuy questi cambiamenti risultano dalle variazioni della volatilità del portafoglio, ed è proprio basandosi su questa considerazione che hanno creato un modello per stimare il *market timing*.

Il modello si basa sulla seguente equazione:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_1 (R_{Mt} - R_{ft}) + \gamma^{\text{TM}} (R_{Mt} - R_{ft})^2 + \epsilon_t$$

dove

⁸¹Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. Journal of Banking & Finance 26, 2002.

⁸² Treynor J. e Mazuy K. *Can Mutual Funds Outguess the Market?* Harvard Business Review, n. 44, 1966.

R_{pt} = rendimento del portafoglio di fondi al tempo t

R_{ft} = risk-free al tempo t

R_{Mt} = rendimento del mercato al tempo t

γ^{TM} = coefficiente *market timing*

ϵ_t = errore statistico

La variabile gamma (γ^{TM}) misura la capacità dei portfolio manager di anticipare i movimenti del mercato⁸³. Infatti, il *market timing* può essere identificato nell'aumento del beta (β_1) nei momenti in cui il mercato è in espansione e nella sua riduzione nei momenti in cui è in contrazione. Possiamo illustrare quanto detto con due grafici, in cui sono inseriti sull'asse delle ordinate i rendimenti del fondo e sull'asse delle ascisse i rendimenti del mercato. Nel caso in cui i manager del fondo non eseguano una strategia di *market timing* il coefficiente della retta (beta) resterà lo stesso, sia nei periodi in cui il mercato è in espansione, sia nei periodi in cui è in contrazione (Grafico 4)⁸⁴. Al contrario, un manager perfettamente capace di anticipare i movimenti del mercato, nei momenti in cui questo è in espansione aumenterà la volatilità del proprio portafoglio, e la diminuirà nei momenti in cui è in contrazione (Grafico 5). Quindi, in questo caso, non risulterà un coefficiente angolare costante lungo tutta la retta, ma minore nei momenti in cui il mercato presenta rendimenti bassi o negativi (segmento AB) e maggiore quando il mercato è in crescita (segmento CD).

⁸³Sull'interpretazione della variabile gamma vedi Capitolo. 3.1.2 – Review della Letteratura – Cesari-Panetta.

⁸⁴Grafici “Exhibit 1 – Illustrative Characteristic Lines” tratto da: Treynor J. e Mazury K. *Can Mutual Funds Outguess the Market?* Harvard Business Review, n. 44, 1966.

Grafico 4 - Fondo con beta costante

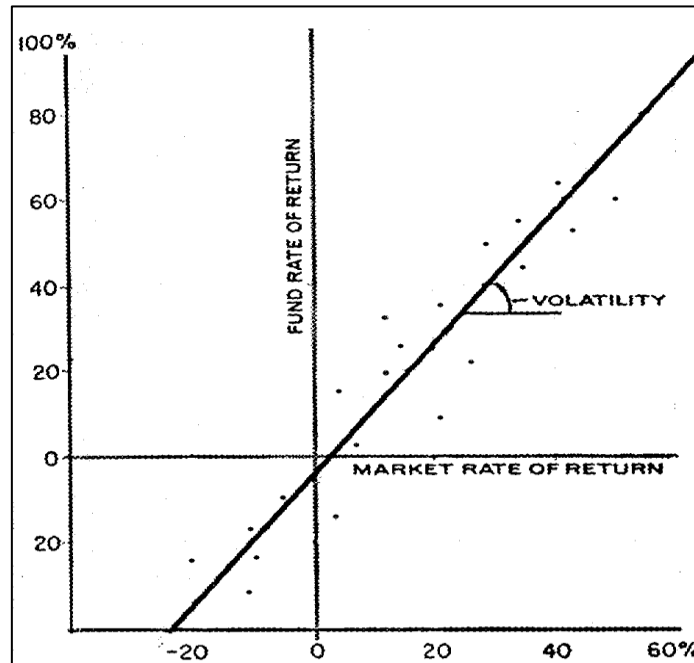
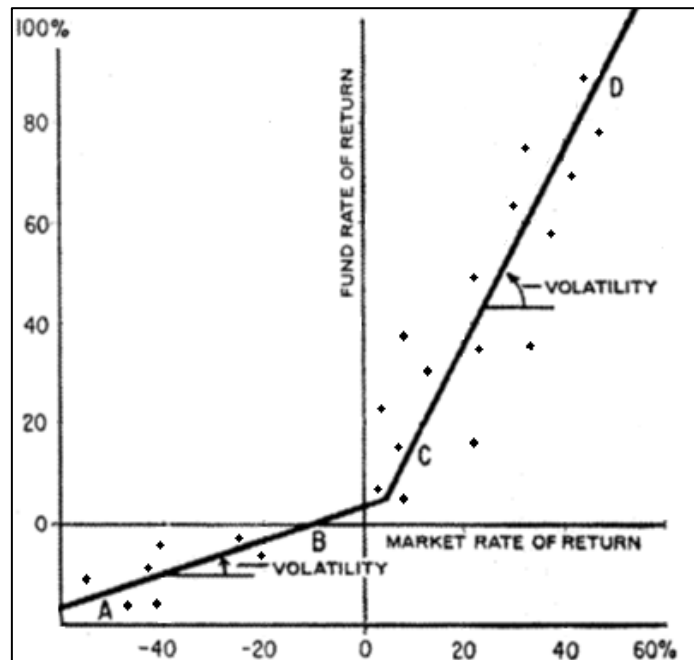


Grafico 5 - Fondo capace di prevedere l'andamento del mercato



Fonte: Exhibit I - Treynor J. e Mazury K. *Can Mutual Funds Outguess the Market?* Harvard Business Review, n. 44, 1966.

3.4 I risultati dell'indagine

In questa sezione sono esposti i risultati dell'analisi empirica svolta sulla performance dei 218 fondi inseriti nel dataset. Per la macro-categoria dei fondi azionari sono presentate e confrontate le performance risultanti dai tre modelli utilizzati (Jensen, Fama-French, Treynor-Mazuy), mentre per i fondi obbligazionari e fondi liquidità sono stati utilizzati soltanto due dei tre modelli, escludendo il modello Fama-French per le ragioni illustrate in seguito. Inoltre, per analizzare le eventuali differenze nel comportamento dei fondi, prima e dopo la crisi, è stata utilizzata una variante del CAPM che esporremo nel prossimo paragrafo. Ultima premessa riguarda l'effetto depressivo delle spese di gestione sulla performance: siccome i rendimenti sono calcolati utilizzando i prezzi bid di chiusura delle quote fondi, le performance sono da considerarsi al netto delle spese. Infatti, i *prezzi bid* di chiusura non sono altro che il valore di ciascuna quota del fondo, o *Net Asset Value* (NAV) dei fondi, da cui le *management fees* sono già detratte. Per NAV s'intende il valore di mercato degli *asset* del fondo, sottratte le passività e diviso per il numero di azioni in circolazione⁸⁵. Di conseguenza, i rendimenti dei fondi analizzati rappresentano la remunerazione ottenuta dall'investitore finale.

3.4.1 I fondi azionari

I fondi comuni d'investimento azionari sono stati divisi seguendo lo schema di Assogestioni⁸⁶, pertanto saranno riportate le performance di ciascun *fondo di fondi* rappresentativo della categoria. Inoltre, è stato creato un portafoglio *equally weighted* comprendente tutti i fondi azionari di ogni categoria (portafoglio *All Funds*) per compiere un'analisi a livello aggregato. Infine, i risultati sono presentati in relazione sia all'intero arco temporale analizzato (04/2002-04/2012), sia a due sotto-periodi (04/2002-07/2007 e 08/2007-04/2012) per verificare eventuali effetti della crisi finanziaria sul comportamento dei gestori dei fondi.

La Tabella 23 include i risultati della regressione effettuata utilizzando il modello unifattoriale di Jensen. Si può notare che gli alpha risultano significativamente negativi

⁸⁵ [(Market value of assets minus liabilities)/shares outstanding] - Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments* (8th Edition). McGraw – Hill International Edition, 2010

⁸⁶ Vedi *supra* Capitolo. 1.4.2 e 3.2.2

per tutte le categorie analizzate nonché per il portafoglio *All Funds*; uniche eccezioni sono i fondi che investono in azioni italiane e dei paesi emergenti. Per queste ultime due categorie il p-value è rispettivamente pari a 0,51 e 0,18, quindi non ci permette di sostenere che l'alpha sia significativamente diverso da zero. Pertanto, da questi primi risultati, possiamo affermare che, al netto delle spese di gestione, i fondi di diritto italiano hanno realizzato performance peggiori del benchmark di riferimento. Tuttavia, quelli che focalizzano la propria politica d'investimento sulle azioni italiane hanno ottenuto risultati in linea con il mercato; si può ritenere questo risultato coerente con la maggiore disponibilità d'informazioni che i portfolio manager hanno per le azioni quotate sul mercato domestico. Inoltre, essendo i beta di tutti i portafogli inferiori a uno, è possibile affermare che i fondi tendono in media a detenere portafogli meno rischiosi del mercato.

Tabella 23					
Risultati CAPM – periodo di riferimento 04/2002-04/2012					
Categoria	ALPHA	P-Value		Adj. R-Square	
		ALPHA	BETA	BETA	Square
AZIONARI ITALIA	-0,03%	0,51	0,77	$7,02e^{-76}$	0,94
AZIONARI AREA EURO	-0,06%	0,09	0,79	$4,98e^{-92}$	0,97
AZIONARI INTERNAZIONALI	-0,19%	0,03	0,60	$2,50e^{-32}$	0,69
AZIONARI PACIFICO	-0,15%	0,10	0,64	$4,83e^{-32}$	0,69
AZIONARI PAESI EMERGENTI	-0,12%	0,18	0,65	$9,10e^{-45}$	0,81
AZIONARI AMERICA	-0,18%	0,04	0,69	$1,01e^{-36}$	0,74
AZIONARI EUROPA	-0,16%	0,05	0,55	$1,52e^{-38}$	0,76
ALL FUNDS	-0,17%	0,03	0,66	$3,53e^{-41}$	0,78

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Le performance restano le stesse anche utilizzando il modello a tre fattori, dall'analisi scaturisce che i fondi sono stati mediamente battuti dal mercato lungo tutto il periodo analizzato (Tabella 24). L'alpha del portafoglio *All Funds* continua a essere negativo (-0.17%) e significativamente diverso da zero (P-value = 0,03); lo stesso vale per le singole categorie, ad esclusione, anche questa volta, dei fondi *Azionari Italia* e *Paesi Emergenti* (i P-Value 0,54 e 0,19 indicano che la variabile non è significativamente diversa da zero). In pratica i fondi azionari, al netto delle spese e su base mensile, realizzano una performance tra i 2 e i 19 punti base inferiore rispetto al benchmark. I beta (β_1) sono sempre significativamente diversi da zero e inferiori a uno, indicando una minore volatilità dei fondi rispetto all'indice di mercato. Invece, analizzando i coefficienti SMB, si può evincere che la politica d'investimento perseguita dai fondi comuni di diritto italiano presenta una leggera propensione verso le imprese a bassa capitalizzazione. Infatti, queste variabili sono tutte positive e significativamente diverse da zero⁸⁷, in particolare, com'era facile aspettarsi dalla prevalenza di *small cap* in Italia, il coefficiente SMB dei fondi *Azionari Italia* figura essere il più elevato e statisticamente significativo ($\beta_2 = 0,24$ con P-Value = $4,85e^{-26}$). Non sono invece significativi i coefficienti HML, ciò indica un bilanciamento tra *growth stock* e *value stock* nei portafogli dei fondi; l'unica eccezione è il coefficiente HML degli *Azionari Italia*, tuttavia, considerando che il suo valore non si discosta molto dallo zero (-0,04), non è possibile sostenere che il portafoglio di questi fondi sia dominato dalle *growth stock* (come solitamente è indicato da un valore negativo del β_3). Occorre comunque sottolineare che, siccome l'indice di bontà della regressione (*Adjusted R²*) risulta appena più elevato rispetto a quello del modello unifattoriale, il modello Fama-French sembra più idoneo a spigare la variabile dipendente (Tabella 25).

Con il terzo modello utilizzato (Treynor-Mazuy) è possibile ricavare il coefficiente di *market timing* (γ^{TM}), indicativo della capacità dei gestori dei fondi di modificare la composizione del portafoglio in relazione alle proprie previsioni sull'andamento del mercato⁸⁸.

⁸⁷ Fatta eccezione per i fondi azionari area euro (-0,02)

⁸⁸ Vedi *supra* par. 3.3.3

Tabella 24

Risultati modello Fama-French

Categoria	P-Value		P-Value		P-Value		P-Value		Adj. R-Square
	ALPHA	(α)	BETA Mercato (β_1)	(β_1)	SMB (β_2)	(β_2)	HML (β_3)	(β_3)	
AZIONARI ITALIA	-0,02%	0,54	0,66	$1,04e^{-40}$	0,24	$4,85e^{-26}$	-0,04	0,04	0,98
AZIONARI AREA EURO	-0,06%	0,07	0,79	$6,41e^{-90}$	-0,02	$2,47e^{-01}$	-0,02	0,30	0,97
AZIONARI INTERNAZIONALI	-0,19%	0,03	0,60	$1,23e^{-31}$	0,07	$1,93e^{-01}$	-0,04	0,51	0,69
AZIONARI PACIFICO	-0,15%	0,10	0,64	$6,21e^{-32}$	0,09	$1,41e^{-01}$	-0,05	0,38	0,69
AZIONARI PAESI EMERGENTI	-0,12%	0,19	0,65	$1,03e^{-43}$	0,10	$8,87e^{-02}$	-0,04	0,54	0,81
AZIONARI AMERICA	-0,18%	0,04	0,70	$2,98e^{-36}$	0,09	$6,70e^{-02}$	0,00	0,96	0,74
AZIONARI EUROPA	-0,16%	0,05	0,56	$6,96e^{-38}$	0,08	$1,13e^{-01}$	-0,04	0,49	0,76
ALL FUNDS	-0,17%	0,03	0,66	$1,04e^{-40}$	0,09	$6,70e^{-02}$	-0,02	0,69	0,79

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Tabella 25

Adjusted R-Square – confronto tra i due modelli

Categoria	CAPM	Fama-French
AZIONARI ITALIA	0,94	0,98
AZIONARI AREA EURO	0,97	0,97
AZIONARI INTERNAZIONALI	0,69	0,69
AZIONARI PACIFICO	0,69	0,69
AZIONARI PAESI EMERGENTI	0,81	0,81
AZIONARI AMERICA	0,74	0,74
AZIONARI EUROPA	0,76	0,76
ALL FUNDS	0,78	0,79

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Tale coefficiente è mediamente negativo per i fondi azionari analizzati, anche se statisticamente non significativo (Tabella 26). Ciò indica l'assenza di una strategia di *market timing* implementata dai portfolio manager; questo risultato è analogo a quello ottenuto dall'analisi di Cesari e Panetta riferita al periodo 1985-1995⁸⁹.

Categoria	ALPHA	P-Value (α)	BETA	P-Value (β_1)	Coefficiente MT (γ^{TM})	P-Value (γ)	Adj R-Square
AZIONARI ITALIA	-0,03%	0,51	0,77	$1,3e^{-70}$	0,06	0,88	0,94
AZIONARI AREA EURO	-0,05%	0,19	0,79	$2,4e^{-86}$	-0,08	0,81	0,97
AZIONARI INTERNAZIONALI	-0,05%	0,11	0,59	$4,7e^{-31}$	-0,59	0,49	0,69
AZIONARI PACIFICO	-0,15%	0,15	0,64	$1,1e^{-31}$	0,08	0,94	0,69
AZIONARI PAESI EMERGENTI	-0,09%	0,38	0,65	$5,3e^{-44}$	-0,28	0,60	0,81
AZIONARI AMERICA	-0,16%	0,12	0,69	$1,4e^{-35}$	-0,51	0,57	0,74
AZIONARI EUROPA	-0,11%	0,24	0,55	$9,1e^{-37}$	-0,59	0,34	0,76
ALL FUNDS	-0,13%	0,14	0,65	$9,8e^{-40}$	-0,71	0,34	0,78

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Per i portafogli *All Funds* e *Azionari Italia*, sui quali è stata focalizzata l'attenzione, poiché il primo è rappresentativo di tutte le categorie e il secondo è il più vicino alla realtà italiana, è stata svolta l'analisi su due periodi. In questo modo è possibile sia verificare eventuali effetti della crisi finanziaria sulla performance dei fondi, sia osservare come i gestori hanno reagito in termini di cambiamento della composizione del portafoglio. Per verificare questi effetti sono stati utilizzati gli stessi modelli visti in precedenza (CAPM e Fama-French), con la sola differenza dell'arco temporale

⁸⁹Cesari R. e Panetta F. The performance of Italian equity funds. *Journal of Banking & Finance* 26, 2002.

considerato. Le serie storiche dei rendimenti dei fondi durante il decennio analizzato sono state divise in due sotto-periodi, il primo che va da Aprile 2002 a Luglio 2007, e il secondo da Agosto 2007 ad Aprile 2012.

Nel periodo antecedente alla crisi (2002-2007), secondo i risultati scaturenti dal modello unifattoriale (Tabella 27), i fondi comuni d'investimento non sono riusciti a battere il mercato, anzi, visti a livello aggregato (portafoglio *All funds*), i fondi di diritto italiano sembrano aver ottenuto risultati inferiori al benchmark ($\alpha = -0,18\%$ con P-Value = 0,09). Al contrario, i fondi della categoria *Azionari Italia* sembrano aver ottenuto rendimenti in linea con il mercato, visto che l'alpha, seppur negativo, non risulta significativamente diverso da zero ($\alpha = -0,01\%$ con P-Value = 0,90).

Nel periodo successivo (2007-2012), le performance dei fondi sono sensibilmente peggiorate, sia per il portafoglio *All funds* che per la categoria *Azionari Italia*, anche se per quest'ultima gli alpha non sono significativamente diversi da zero, lasciando presupporre anche in questo periodo rendimenti mediamente non inferiori a quelli del benchmark. Dal punto di vista della composizione del portafoglio dei fondi, con il modello unifattoriale, possiamo soltanto notare che i fondi, a seguito dello scoppio della crisi, hanno diminuito la loro esposizione verso il mercato azionario. Ciò si evince dal decremento di circa dieci punti percentuali del beta (β_1) dei portafogli *All funds* e *Azionari Italia* passato rispettivamente da 0,76 a 0,63 e da 0,85 a 0,75 (Tabella 27).

Nella Tabella 28 sono invece indicati i risultati dell'analisi sui periodi ante e post crisi del modello a tre fattori. Le performance risultano ancora una volta le stesse: al di sotto del benchmark per il portafoglio rappresentativo dei fondi a livello aggregato (α pari a -0.19 con P-Value 0.06 e 0.11) in tutti e due i periodi, e in linea con il mercato per quanto riguarda i fondi *Azionari Italia* sia prima che dopo la crisi (P-Value rispettivamente 0.33 e 0.99, quindi, gli alpha possono essere considerati non significativamente diversi da zero). Inoltre, anche i risultati del modello a tre fattori suggeriscono che mediamente i fondi azionari hanno diminuito la loro esposizione verso il mercato a seguito della crisi, poiché il beta (β_1) è passato da 0.73 a 0.64.

Tabella 27		
Risultati CAPM -due periodi di riferimento ante-crisi e post crisi		
ALL FUNDS	2002-2007	2007-2012
ALPHA	-0,18%	-0,20%
P-Value ALPHA	0,09	0,09
Beta β_1	0,76	0,63
P-Value BETA β_1	$4,06e^{-17}$	$2,49e^{-23}$
Adj. R-square	0,68	0,83
AZIONARI ITALIA	2002-2007	2007-2012
ALPHA	-0,01%	-0,09%
P-Value ALPHA	0,90	0,22
Beta β_1	0,85	0,75
P-Value BETA β_1	$1,58e^{-38}$	$1,58e^{-38}$
Adj. R-square	0,92	0,95

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Tabella 28		
Risultati modello Fama-French -due periodi di riferimento ante-crisi (04/2002-07/2007) e post-crisi (08/2007-04/2012)		
ALL FUNDS	2002-2007	2007-2012
ALPHA (α)	-0,19%	-0,19%
P-Value ALPHA (α)	0,06	0,11
BETA Mercato (β_1)	0,73	0,64
P-Value (β_1)	$2,54e^{-16}$	$1,48e^{-21}$
SMB (β_2)	0,14	0,04
P-Value (β_2)	0,08	0,59
HML (β_3)	-0,04	-0,01
P-Value (β_3)	0,60	0,91
Adj. R-square	0,69	0,83
AZIONARI ITALIA	2002-2007	2007-2012
ALPHA (α)	-0,03%	0,00%
P-Value ALPHA (α)	0,33	0,99
BETA Mercato (β_1)	0,83	0,80
P-Value (β_1)	$7,48e^{-43}$	$6,25e^{-49}$
SMB (β_2)	0,22	0,26
P-Value (β_2)	$1,35e^{-11}$	$1,63e^{-13}$
HML (β_3)	-0,03	-0,04
P-Value (β_3)	0,19	0,15
Adj. R-square	0,96	0,98

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

Tuttavia, il modello trifattoriale può fornirci un'indicazione aggiuntiva in merito alla composizione del portafoglio: sembra, infatti, che mediamente i 110 fondi azionari analizzati abbiano diminuito la loro esposizione verso le imprese a bassa capitalizzazione, tipicamente quelle più sensibili al cambiamento di fattori macroeconomici. Ciò si evince dal coefficiente SMB del portafoglio *All funds*, che nel primo periodo era pari a 0.14 e significativamente diverso da zero (P-Value 0.08), mentre nel secondo non solo è diminuito di dieci punti percentuali, ma non è più statisticamente diverso da zero. Questa tendenza di spostamento a seguito della crisi dalle azioni *small cap* a quelle delle *large cap* non è verificata per la particolare categoria dei fondi *Azionari Italia*, che, invece, continua a detenere portafogli sicuramente più sbilanciati verso le azioni delle imprese a bassa capitalizzazione. Difatti, nel periodo post-crisi, in controtendenza con la media di tutte le altre categorie, gli *Azionari Italia* hanno aumentato il loro coefficiente SMB di quattro punti percentuali (Tabella 28). I coefficienti HML, così come nell'analisi concernente l'intero decennio, non risultano statisticamente significativi in nessuno dei due periodi, lasciando presupporre un bilanciamento nei portafogli dei fondi tra le azioni delle *growth firm* e quelle delle *value firm*.

Dalle due precedenti analisi si è notata una diminuzione dell'esposizione dei fondi sul mercato azionario. Ovviamente questi cambiamenti sono molto limitati in quanto, per essere classificati come azionari, i fondi devono sempre investire almeno il 70% del proprio patrimonio in azioni, quindi la parte su cui si tende a modificare le tipologie di titoli in portafoglio è il restante 30%⁹⁰. Tuttavia, le informazioni sulle modifiche delle politiche d'investimento dei fondi che possiamo ottenere con il CAPM e con il modello Fama-French non sono sufficienti per esaminare eventuali cambiamenti nell'*asset allocation* dei fondi a seguito della crisi, o per verificare un eventuale *flight to quality* dei fondi comuni azionari per quella parte del patrimonio che non deve necessariamente essere investita in azioni.

⁹⁰ Sarebbe impossibile un passaggio da un beta positivo a uno negativo, proprio perché la maggior parte del patrimonio di questi fondi deve restare investito in azioni, quindi la correlazione con l'indice azionario di riferimento resta comunque elevata.

Di *flight to quality* si parla spesso quando si analizza il *rischio di credito* (in particolare il *rischio di spread*)⁹¹, ed è inteso come la tendenza degli investitori, durante i momenti di turbolenza inaspettata dei mercati finanziari, a spostare i capitali dagli strumenti finanziari più rischiosi a quelli più sicuri, causando un incremento del rendimento dei primi e un abbassamento di quello dei secondi. Per i fondi comuni d'investimento ciò consiste perlopiù nello smobilizzare gli investimenti sul mercato azionario per spostarli sul mercato obbligazionario. Il sospetto che vi sia stato questo spostamento a seguito della crisi è nato, come già detto in precedenza, dalla diminuzione del beta dei fondi, e, per verificare l'eventuale aumento dell'esposizione verso i titoli obbligazionari, è stato utilizzato un modello a due fattori derivato dal CAPM avente la seguente equazione⁹²:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta (R_{MA_t} - R_{ft}) + \delta (R_{MO_t} - R_{ft}) + \epsilon_t$$

dove

R_{pt} = rendimento del portafoglio *All Funds* al tempo t

R_{ft} = risk-free al tempo t

R_{MA_t} = rendimento del mercato azionario al tempo t

R_{MO_t} = rendimento del mercato obbligazionario

ϵ_t = errore statistico

I rendimenti del mercato azionario sono quelli dell'indice *MSCI World*, mentre i rendimenti del mercato obbligazionario sono presi dall'indice *JPM GBI GLOBAL ALL MATURITIES*.

I risultati di quest'analisi sono coerenti con quanto detto in precedenza sul *flight to quality*; il beta (β_1) dei fondi è diminuito da un periodo all'altro a fronte di un aumento del coefficiente del mercato obbligazionario (δ). Quest'ultimo era pari a -0.60 ed era significativamente diverso da zero (P- Value 0.02) nel periodo ante-crisi; invece, nel periodo post-crisi, non solo è aumentato di 20 punti percentuali, il che assume

⁹¹ Nadotti L., Porzio C. e Previati D. *Economia degli intermediari finanziari*. McGraw – Hill, 2010

⁹² Questo modello è stato utilizzato da Cesari-Panetta proprio perché ritenevano che i fondi italiani mediamente avessero una forte esposizione verso i Titoli di Stato - Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. *Journal of Banking & Finance* 26, 2002.

un'importanza relativa visto che resta comunque negativo, ma perde anche la sua significatività statistica (Tabella 29). Era facile aspettarsi un beta negativo con il mercato obbligazionario per dei fondi che hanno l'obbligo d'investire il settanta per cento del loro patrimonio in azioni, tuttavia, l'aumento di venti punti percentuali e il fatto che non sia più significativamente diverso da zero può lasciar presupporre che, negli ultimi cinque anni caratterizzati da una forte volatilità del mercato azionario, si siano verificate delle modifiche nelle composizioni dei portafogli dei fondi tali da ridurre la correlazione con quest'ultimo e aumentare quella con il mercato obbligazionario.

Tabella 29 Risultati del modello a due fattori prima e dopo la crisi finanziaria		
ALL FUNDS	2002-2007	2007-2012
(β) Azioni	0,72	0,61
P-Value (β) Azioni	$2,62e^{-16}$	$2,33e^{-21}$
(δ) Obbligazioni	-0,60	-0,42
P-Value (δ) Obbligazioni	0,02	0,16
Adj. R-square	0,71	0,84
Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream		

3.4.2 I fondi obbligazionari e liquidità

Lo studio delle performance dei fondi obbligazionari è stato realizzato con le stesse modalità seguite per i fondi azionari. Tuttavia, non è stato utilizzato il modello a tre fattori, poiché i fondi obbligazionari hanno il divieto d'investire in azioni e quindi vi era la consapevolezza che non avrebbe aggiunto nessuna informazione all'analisi, né in termini di composizione del portafoglio dei fondi, né in termini di maggiore capacità del modello di descrivere i rendimenti.

I fondi obbligazionari, rispetto a quelli azionari, sembrano aver avuto una performance mediamente più in linea con il mercato (Tabella 30). Infatti, dall'analisi svolta con il CAPM risulta che gli alpha non sono significativamente diversi da zero sia nell'analisi a livello aggregato (obbligazionari *All Funds*), sia in tre delle categorie analizzate (obbligazionari *Dollaro Medio-Lungo Termine*; obbligazionari *Emerging Markets*, obbligazionari *Internazionali Governativi*); mentre per le restanti tre categorie (obbligazionari *Euro Breve Termine*; obbligazionari *Euro Medio-Lungo Termine*; obbligazionari *Euro-Corporate*) l'alpha è negativo e statisticamente significativo. I beta sono sempre inferiori a 1, confermando la tendenza dei fondi comuni d'investimento a detenere un portafoglio meno rischioso del mercato. Tuttavia, non è stato possibile trovare dei benchmark che riuscissero a spiegare i rendimenti dei *fondi di fondi* più eterogenei come *All Funds* e *Internazionali governativi*. Infatti, in questi due casi, l'indice di bontà della regressione (*Adjusted R²*) è di molto inferiore rispetto agli altri, lasciando presupporre una non idoneità dell'indice di mercato scelto (JPM GBI GLOBAL ALL MATURITIES) a spiegare i rendimenti dei fondi. I risultati restano comunque invariati, se non peggiorati, anche scegliendo altri benchmark (come BOFA ML GLOBAL GOVERNMENT INDEX o BOFA ML GLOBAL BROAD)⁹³. Anche i fondi liquidità non si prestano perfettamente a un confronto con un indice (*Adjusted R²* è pari a 0.41); in ogni caso le loro performance non si discostano di molto da quelle

⁹³ L'indice di bontà della regressione per i fondi obbligazionari rientra nell'intervallo [0.30 – 0.74] anche per l'analisi svolta da Barucci, confermando la nostra difficoltà nel trovare un benchmark idoneo - Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

delle altre categorie di fondi, essendo l'alpha negativo e statisticamente diverso da zero. La loro peculiarità sembra essere quella della maggiore volatilità ($\beta=1.31$) del loro portafoglio rispetto al benchmark (BOFA ML ITALIAN GOVERNMENT BILL).

Si è poi cercato d'investigare sulla capacità dei gestori dei fondi comuni obbligazionari di prevedere l'andamento del mercato e di modificare tempestivamente la composizione del portafoglio e si è quindi stimato, come analogamente è stato fatto per i fondi azionari, la loro capacità di mettere in atto una strategia di *market timing*. Per questo, sono state eseguite le regressioni utilizzando il modello Treynor-Mazuy⁹⁴; quest'ultimo, così come il CAPM, non sempre è risultato idoneo a descrivere il comportamento dei fondi obbligazionari, probabilmente per l'inadeguatezza dei benchmark utilizzati per alcune categorie. Infatti, i risultati nella Tabella 31 non sono da considerarsi rilevanti per la categoria degli obbligazionari *Internazionali Governativi* e per il portafoglio *All Funds*, dal momento che soltanto circa il trenta per cento delle variazioni dei rendimenti dei fondi possono essere spiegate dal modello (*Adjusted R²* pari rispettivamente a 0.31 e 0.36). Negli altri casi, l'indice di bontà della regressione è più elevato e ci permette di fare alcune considerazioni sul *market timing* dei fondi obbligazionari.

Si può subito notare che, rispetto ai risultati del modello unifattoriale, vi è un abbassamento dell'alpha dei fondi che, per questo modello, è negativo e significativamente diverso da zero in tutte le categorie (Tabella 31). Ciò vuol dire che la strategia di *market timing* ha aggiunto valore alle performance dei fondi obbligazionari, proprio perché, se le loro performance non sono corrette per il secondo fattore (indicativo del *market timing*), queste risultano decisamente migliorate (Tabella 30). Che i fondi obbligazionari riescano mediamente a implementare meglio una strategia di *market timing* rispetto ai fondi azionari, lo si desume anche dal gamma (γ^{TM}) positivo per tutte le categorie⁹⁵, ma non sempre statisticamente significativo. In particolare le categorie che stimano correttamente l'andamento del mercato sono i fondi obbligazionari *Euro Breve Termine* e gli obbligazionari *Euro Corporate*; essi infatti presentano un gamma positivo e statisticamente significativo (Tabella 31). Infine, per i

⁹⁴ Vedi 3.3.3

⁹⁵ Fatta eccezione per i fondi che investono in titoli governativi dei paesi emergenti.

fondi liquidità vale lo stesso discorso fatto per i fondi obbligazionari *Internazionali Governativi* e per il portafoglio *All Funds*, cioè che l'indice di bontà della regressione è molto più basso rispetto a quello delle altre categorie per ritenere i risultati rilevanti (*Adjusted R² = 0.41*).

Tabella 30 Risultati CAPM - fondi obbligazionari					
Categoria	ALPHA	P-Value Alpha	BETA	P-Value Beta	Adj. R- Square
OBBLIGAZIONARI EURO BREVE TERMINE	-0,04%	3,05e ⁻⁰⁶	0,65	2,37e ⁻³²	0,69
OBBLIGAZIONARI EURO MEDIO LUNGO TERMINE	-0,04%	0,00	0,65	2,37e ⁻³²	0,84
OBBLIGAZIONARI DOLLARO MEDIO LUNGO TERMINE	-0,03%	0,15	0,80	1,26e ⁻⁸⁵	0,96
OBBLIGAZIONARI EURO CORPORATE	-0,07%	9,90e ⁻⁰⁶	0,89	4,92e ⁻⁵⁶	0,88
OBBLIGAZIONARI EMERGING MARKETS	-0,05%	0,24	0,96	1,06e ⁻²⁹	0,66
OBBLIGAZIONARI INTERNAZIONALI GOVERNATIVI	-0,07%	0,16	0,86	8,66e ⁻¹¹	0,30
OBBLIGAZIONARI ALL FUNDS	-0,02%	0,31	0,43	2,49e⁻¹³	0,36
Fondi Liquidità	-0,04%	1,08e ⁻⁰⁵	1,31	4,29e ⁻¹⁵	0,41
Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream					

Tabella 31

Risultati modello Treynor-Mazuy - periodo di riferimento 2002-2012

Categoria	P-Value				Coefficiente		Adj R-Square
	ALPHA	ALPHA	BETA	P-Value	MT (γ^{TM})	P-Value	
OBBLIGAZIONARI EURO BREVE TERMINE	-0,05%	2,16e ⁻⁰⁷	0,61	1,42e ⁻²⁸	30,50	0,02	0,71
OBBLIGAZIONARI EURO MEDIO LUNGO TERMINE	-0,05%	1,14e ⁻⁰³	0,52	9,91e ⁻⁴⁵	2,64	0,28	0,84
OBBLIGAZIONARI DOLLARO MEDIO LUNGO TERMINE	-0,04%	8,73e ⁻⁰²	0,80	1,83e ⁻⁸⁴	0,69	0,34	0,96
OBBLIGAZIONARI EURO CORPORATE	-0,08%	2,20e ⁻⁰⁶	0,90	3,56e ⁻⁵⁶	5,20	0,07	0,88
OBBLIGAZIONARI EMERGING MARKETS	0,00%	9,81e ⁻⁰¹	0,91	4,31e ⁻²⁷	-8,22	0,02	0,67
OBBLIGAZIONARI INTERNAZIONALI	-0,14%	0,02	0,81	9,62e ⁻¹⁰	43,32	4,71e ⁻⁰²	0,31
OBBLIGAZIONARI ALL FUNDS	-0,03%	2,11e ⁻⁰¹	0,42	1,59e ⁻¹²	6,92	0,46	0,36
FONDI LIQUIDITA'	-0,04%	0,00	1,59	5,26e ⁻⁰⁹	-81,22	1,72e ⁻⁰¹	0,41

Elaborazione Dati: Microsoft Excel Fonte: Datastream

3.4.3 Il confronto con le precedenti analisi

Dato che l'analisi empirica è stata svolta seguendo metodologie analoghe a quelle utilizzate dagli autori che hanno esaminato la performance dei fondi comuni d'investimento, è possibile una comparazione dei risultati con quelli dei precedenti studi; in particolare, poiché si è focalizzata l'attenzione sui fondi di diritto italiano, un confronto diretto può senza dubbio avvenire con lo studio di Barucci (2007)⁹⁶. Come già detto in precedenza, il nostro studio copre l'ultimo decennio (2002 – 2012); al contrario, quello di Barucci (2007) si riferisce al periodo precedente 1997 – 2006, quindi non considera gli ultimi cinque anni caratterizzati da un'estrema volatilità del mercato azionario. Per queste ragioni era facile aspettarsi dei risultati simili ma non del tutto analoghi. Partendo dai punti in comune, anche per lo studio di Barucci i fondi azionari di diritto italiano hanno realizzato delle performance non in linea con il mercato: gli alpha si aggirano dai -12 ai -15 *basis point*⁹⁷, mentre per il nostro studio sono in media pari a -17⁹⁸. Inoltre, considerando i risultati scaturenti dal modello del CAPM, anche per lo studio di Barucci le uniche performance a essere in linea con il mercato sono quelle dei fondi appartenenti alla categoria degli *Azionari Italia*. Tuttavia, egli non attribuisce tale risultato alle maggiori informazioni che questi fondi hanno a disposizione sulle azioni italiane, e quindi alla capacità di *stock picking* dei manager, bensì alle strategie di *market timing*. Infatti, in contrasto con i risultati della nostra analisi, e quella di Cesari-Panetta⁹⁹, il coefficiente di *market timing* (γ^{TM}) dei fondi, nel periodo analizzato da Barucci, è significativamente positivo, indicando una capacità dei fondi italiani di prevedere correttamente l'andamento del mercato. Molto probabilmente, l'imprevedibilità dei mercati azionari negli ultimi cinque anni del periodo che abbiamo analizzato, ha fatto sì che per i gestori dei fondi non fosse più possibile realizzare accurate previsioni, influenzando e abbassando di molto il coefficiente gamma. Tuttavia, ciò non spiegherebbe perché anche Cesari e Panetta, che analizzano un periodo antecedente (1985-1995), non ritrovano nei gestori di fondi

⁹⁶ Vedi *supra* 3.1.2

⁹⁷ Tabella 28 - Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*. Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

⁹⁸ Vedi *supra* – Tabella 23

⁹⁹ Vedi *infra* confronto con Cesari-Panetta

italiani questa capacità di prevedere l'andamento del mercato. Possiamo ipotizzare che, durante il decennio analizzato dai due autori, non erano disponibili le competenze necessarie per implementare con successo una strategia di *market timing*.

Per quanto riguarda i fondi obbligazionari, le performance risultanti dall'analisi di Barucci sono sensibilmente più basse di quelle che abbiamo stimato; in ogni caso, anche nella sua analisi, gli indici di bontà delle regressioni sono piuttosto bassi (da 0.43 a 0.75) se confrontati con quelli dei fondi azionari, confermando, quindi, le nostre difficoltà riscontrate nella ricerca di un corretto benchmark. Infine, anche Barucci ritrova nei gestori dei fondi obbligazionari una buona capacità di prevedere l'andamento del mercato, essendo i coefficienti di *market timing* significativamente positivi.

Il confronto, dal punto di vista della performance, è meno efficace quando è effettuato con i risultati di Otten-Bams (2002) e Cesari-Panetta (2002), proprio perché questi due studi si riferiscono a un periodo, rispettivamente 1991-1998 e 1985-1995, antecedente anche a quello analizzato da Barucci. Poiché gli autori in entrambi questi studi ritrovano, al netto delle spese di gestione, degli alpha positivi, essi giungono alla conclusione che i rendimenti dei fondi sono in linea con il mercato, e che, se non si considerassero le *management fees*, i *portfolio manager* sarebbero in grado di realizzare delle *over-performance*¹⁰⁰. Considerando, invece, i risultati del modello Treynor-Mazuy utilizzato da Cesari e Panetta per i fondi italiani, si notano dei risultati in contrasto con quelli di Barucci, ma in concordanza con le informazioni scaturenti dalla nostra analisi. Infatti, il gamma (γ^{TM}) dei fondi, secondo l'analisi di Cesari e Panetta, non è statisticamente significativo per i fondi azionari, lasciando presupporre l'assenza di una strategia di *market timing* implementata dai fondi¹⁰¹.

Lo studio fatto con il modello Fama-French può essere agevolmente confrontato con gli esiti dell'analisi di Otten e Bams. Possiamo notare che anche i due autori olandesi ritrovano nei fondi specializzati in azioni italiane una tendenza a investire nelle imprese a bassa capitalizzazione; infatti, coerentemente con i nostri risultati, il coefficiente SMB del portafoglio *Italian Equity* (nella nostra analisi definito *Azionari*

¹⁰⁰ Vedi *supra* 3.1.1

¹⁰¹ Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. Journal of Banking & Finance 26, 2002.

Italia) è significativamente positivo, indice di uno sbilanciamento verso le *small cap*¹⁰². Tuttavia, al contrario di quanto riscontrato dalla nostra analisi, Otten e Bams rilevano un coefficiente HML positivo, di conseguenza deducono una maggiore esposizione dei fondi azionari nei confronti delle imprese con un alto rapporto valore contabile-valore di mercato¹⁰³.

3.4.4 Survivorship bias

Lo studio delle performance dei fondi comuni d'investimento è spesso affetto da *survivorship bias*, un errore attraverso il quale si tende a sovrastimare i rendimenti dei fondi. Ciò è dovuto alla propensione di alcuni fondi, presumibilmente quelli che hanno scarso successo, di abbandonare il mercato, uscendo così dal database e facendo risultare i rendimenti medi dei fondi più elevati rispetto a quanto non siano in realtà¹⁰⁴.

Numerosi studi si sono focalizzati sul *survivorship bias* tentando di stimarne l'entità in termini di rendimenti annuali, e il problema sembra essere rilevante soprattutto nella stima delle performance degli *hedge fund*, poiché questi non hanno gli stessi obblighi in termini di trasparenza delle informazioni da fornire agli investitori che hanno i *mutual fund* (oggetto del nostro studio), dunque, per essi è più complicato creare un valido database.

Blake, Elton e Gruber (1993) stimano che il *survivorship bias* incide sui rendimenti dei fondi obbligazionari per circa 27 punti base¹⁰⁵, mentre per lo studio di Grinblat e Titman (1989) l'errore ha un effetto accrescente dei rendimenti su base trimestrale dei fondi azionari tra i 10 e i 30 punti base¹⁰⁶; infine, l'entità dell'effetto è tra i 20 e gli 80 *basis point* secondo gli studi di Brown e Goetzmann (1994)¹⁰⁷.

102 Vedi *supra* Review della letteratura Capitolo 3.1.2 - Tabella 12 - Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

¹⁰³ c.d. *Value firm*

¹⁰⁴ Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments (8th Edition)*. McGraw – Hill International Edition, 2010

¹⁰⁵ Blake C.R., Elton E.J., Gruber. *The Performance of Bond Mutual Funds*. Journal of Business, Volume 66, pp. 371-403

¹⁰⁶ Grinblatt M., Titman S. *Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings*. Journal of Business, Volume 62, pp. 393-416.

¹⁰⁷ Brown, S. e Goetzmann W. *Attrition and Mutual Fund Performance*. Working paper New York University, 1994

Tuttavia, dato che il nostro studio sulle performance si basa su dei rendimenti *risk-adjusted*, la misura più adatta sembra derivare dallo studio di Blake, Elton e Gruber (1996) che cercarono di stimare l'effetto del *survivorship bias* sull'alpha dei fondi comuni azionari. Secondo le loro stime, l'errore causato dall'uscita prematura dei fondi dal database incide sull'alpha per lo 0.73% su base annua¹⁰⁸. Come già detto in precedenza, l'effetto sembra essere di maggiore entità e rilevanza per lo studio delle performance degli *hedge fund* (che non abbiamo incluso nell'analisi empirica), infatti, nel loro caso è stimato intorno al 4.4% su base annua secondo gli studi di Malkiel e Saha (2005)¹⁰⁹.

Dato che dal database sono stati esclusi i fondi per i quali mancavano i rendimenti per un periodo superiore a tre dei dieci anni oggetto dell'analisi empirica, è molto probabile che le nostre stime dell'alpha siano leggermente sopravvalutate. In ogni caso, ciò non incide sulla valenza delle nostre conclusioni, poiché anche senza includere i fondi che non erano presenti sul mercato per oltre sette anni, gli alpha degli azionari risultano significativamente negativi. Di conseguenza, se volessimo includere anche l'effetto del *survivorship bias*, che sappiamo sopravvalutare l'alpha di circa 0.73% su base annua¹¹⁰, dovremmo considerare leggermente a ribasso le stime della performance, confermando con più convinzione la conclusione che i fondi comuni azionari non hanno realizzato dei rendimenti in linea con il mercato. Per i fondi obbligazionari, invece, come si evince dagli studi precedenti¹¹¹, il *survivorship bias* incide relativamente poco sulle loro performance caratterizzate da una maggiore stabilità, con conseguente minore *turnover* dei fondi operanti sul mercato.

¹⁰⁸ Elton E. J., Blake C.R., Gruber M. J. *Survivorship Bias and Mutual Fund Performance*. The Review of Financial Studies, Volume 9, n. 4, 1996

¹⁰⁹ Malkiel B.G., Saha A. *Hedge funds: Risk and return*. Financial analysts journal, 2005

¹¹⁰ Gli alpha dei fondi azionari risultavano mediamente pari a -0.17% su base mensile, vedi *supra* 3.4.1.

¹¹¹ Blake C.R., Elton E.J., Gruber. *The Performance of Bond Mutual Funds*. Journal of Business, Volume 66, pp. 371-403

Conclusioni

In questo studio sono state messe in risalto le ragioni principali del declino della raccolta del risparmio dei fondi di diritto italiano. Gli svantaggi fiscali si evincono dal recente sviluppo dei fondi con sede all'estero, gestiti da intermediari, sia italiani (c.d. *roundtrip*), sia esteri. Il peso di questi ultimi sul totale del patrimonio detenuto dai fondi comuni è notevolmente aumentato e sembra essere destinato a crescere nei prossimi anni, visto che soltanto i fondi gestiti da intermediari esteri hanno realizzato una raccolta positiva nel 2011. La tendenza dei risparmiatori a investire in via diretta in titoli obbligazionari, in particolare in titoli di Stato, si è accentuata nel 2011 e ciò spiega il forte deflusso di risparmio dei fondi che investono in questi strumenti. Tuttavia, dall'analisi empirica svolta, sembra essere confermata la tesi secondo cui le deludenti performance dei fondi comuni è ciò che probabilmente ha intaccato maggiormente la fiducia degli investitori e ha favorito la raccolta negativa dell'ultimo decennio. Dallo studio realizzato sui rendimenti di un campione di fondi comuni italiani dal 2002 al primo trimestre del 2012 possono essere tratte le seguenti conclusioni su tre aspetti: le performance rispetto al mercato, la composizione del portafoglio dei fondi, la capacità di *market timing* dei gestori.

Sulle performance possiamo affermare che nessuna categoria di fondi tra azionari, obbligazionari e liquidità è riuscita mediamente a ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato, sia prima che dopo la crisi finanziaria. Al contrario, al netto delle spese di gestione, i *fondi azionari* hanno realizzato performance al di sotto dei loro benchmark. L'unica categoria che in tutti i casi sembra aver ottenuto rendimenti in linea con il mercato è quella dei fondi specializzati nell'investimento di azioni di società italiane (c.d. *Azionari Italia*) e ciò probabilmente è dovuto a una maggiore disponibilità d'informazioni sul mercato domestico. Le performance dei *fondi obbligazionari*, invece, sono risultate mediamente in linea con il mercato, anche se la validità dei modelli utilizzati per misurare i rendimenti *risk-adjusted* di questa categoria di fondi è minore rispetto ai risultati dell'analisi di quelli azionari.

Sulla composizione del portafoglio è stato confermato che tutte le categorie di fondi tendono in media a detenere un portafoglio meno rischioso di quello di mercato.

Inoltre, il portafoglio dei fondi azionari è mediamente più sbilanciato verso le azioni delle *small cap*; in particolare, la categoria *Azionari Italia* sembra incentrare la propria strategia d'investimento sulle azioni delle imprese a bassa capitalizzazione. Tuttavia, a seguito della crisi finanziaria, i fondi hanno diminuito l'esposizione verso questa tipologia d'impresе, tipicamente più sensibile al cambiamento dei fattori macroeconomici.

Nel periodo post-crisi, i fondi hanno diminuito la loro correlazione con il mercato azionario. Per la parte del loro portafoglio che non deve obbligatoriamente essere investita in azioni (30%), sembra esserci stato uno spostamento dai titoli azionari a quelli obbligazionari e sono quindi state trovate evidenze di un *flight to quality* (disinvestimento dai titoli più rischiosi in favore di quelli meno rischiosi), tipico dei momenti di turbolenza del mercato.

Infine, l'analisi empirica dimostra che i gestori dei fondi azionari non hanno implementato una strategia di *market timing*, mentre quelli dei fondi obbligazionari sono mediamente riusciti a prevedere con successo l'andamento del mercato e a modificare tempestivamente la composizione del loro portafoglio secondo tali previsioni; quindi, hanno aggiunto valore per gli investitori attraverso questa strategia.

Appendice – I fondi inclusi nel dataset

Categoria				
N°	Assogestioni	Società	Nome	Codice Isin
1	AZ. AMERICA	ACOMEA SGR	AMERICA	IT0004718836
2	AZ. AMERICA	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI AMERICA	IT0003507867
3	AZ. AMERICA	ANIMA SGR	AMERICHE	IT0001040093
4	AZ. AMERICA	ANIMA SGR	ANIMA AMERICA	IT0001415261
5	AZ. AMERICA	ARCA SGR	ARCA AZIONI AMERICA	IT0001033502
6	AZ. AMERICA	ARCA SGR	OPTIMA AZ. AMERICA	IT0001275723
7	AZ. AMERICA	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI AMERICA	IT0000388808
8	AZ. AMERICA	BPVI FONDI SGR	PACTO AZIONARIO AMERICA	IT0004773070
9	AZ. AMERICA	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI AMERICA	IT0001050126
10	AZ. AMERICA	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDOALTO AMERICA AZION.	IT0001338414
11	AZ. AMERICA	INVESTITORI SGR	INVESTITORI AMERICA	IT0003160204
12	AZ. AMERICA	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZ. AMERICA	IT0001029880
13	AZ. AMERICA	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI AMERICA	IT0001023644
14	AZ. AMERICA	SYMPHONIA SGR	BIM AZIONARIO USA	IT0003391650
15	AZ. AMERICA	SYMPHONIA SGR	SYNERGIA AZIONARIO USA	IT0004464324
16	AZ. AMERICA	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI USA	IT0003242440
17	AZ. AREA EURO	AMUNDI SGR	AMUNDI AZ. QEURO	IT0001250288
18	AZ. AREA EURO	BANCOPOSTA FONDI SGR	BANCOPOSTA AZIONARIO EURO	IT0004331820
19	AZ. AREA EURO	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI AREA EURO	IT0001050225
20	AZ. AREA EURO	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDO ALTO AZIONARIO	IT0001051991
21	AZ. AREA EURO	PRIMA SGR	PRIMA GEO EURO	IT0004301344
22	AZ. AREA EURO	SYMPHONIA SICAV	SYMPHONIA c.to AZIONARIO EURO	IT0003109664
23	AZ. AREA EURO	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONARIO ETICO	IT0003851034
24	AZ. AREA EURO	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI EURO	IT0003242424
25	AZ. EUROPA	ACOMEA SGR	EUROPA	IT0004718869

26	AZ. EUROPA	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI EUROPA	IT0003507917
27	AZ. EUROPA	ANIMA SGR	ANIMA EUROPA	IT0001415287
28	AZ. EUROPA	ANIMA SGR	EUROPA	IT0001040077
29	AZ. EUROPA	ANIMA SGR	INIZIAT. EUROPA	IT0003098149
30	AZ. EUROPA	ARCA SGR	ARCA AZIONI EUROPA	IT0001033486
31	AZ. EUROPA	ARCA SGR	OPTIMA AZ. EUROPA	IT0001387916
32	AZ. EUROPA	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI EUROPA CRESCITA	IT0000388782
33	AZ. EUROPA	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI EUROPA DIVIDENDO	IT0001468047
34	AZ. EUROPA	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE AZIONARIO EUROPA	IT0004354277
35	AZ. EUROPA	CONSULTINVEST A.M. SGR	CONSULTINVEST AZIONE	IT0001076626
36	AZ. EUROPA	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	FONDERSEL EUROPA	IT0001012498
37	AZ. EUROPA	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI EUROPA	IT0001050167
38	AZ. EUROPA	EURIZON CAPITAL SGR	UNIBANCA AZIONARIO EUROPA	IT0003553903
39	AZ. EUROPA	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. EUROPE EQ. F.	IT0000384385
40	AZ. EUROPA	INVESTITORI SGR	INVESTITORI EUROPA	IT0003160170
41	AZ. EUROPA	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA AZ. EUROPA	IT0000386869
42	AZ. EUROPA	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZ. EUROPA	IT0001029864
43	AZ. EUROPA	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZ. VALORE EUROPA	IT0004302029
44	AZ. EUROPA	PRIMA SGR	PRIMA GEO EUROPA	IT0004301443
45	AZ. EUROPA	PRIMA SGR	PRIMA GEO EUROPA PMI	IT0001053138
46	AZ. EUROPA	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI EUROPA	IT0003391676
47	AZ. EUROPA	SYMPHONIA SGR	BIM AZIONARIO EUROPA	IT0004464308
48	AZ. EUROPA	SYMPHONIA SGR	SYNERGIA AZIONARIO EUROPA	IT0001259974
49	AZ. EUROPA	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI EUROPA	IT0001259974
50	AZ. INTERNAZIONALI	ACOMEA SGR	GLOBALE	IT0004718794
51	AZ. INTERNAZIONALI	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI GLOBALE	IT0003508121
52	AZ. INTERNAZIONALI	ANIMA SGR	ANIMA FONDO TRADING	IT0000388444

53	AZ. INTERNAZIONALI	ANIMA SGR	VALORE GLOBALE	IT0000386026
54	AZ. INTERNAZIONALI	ARCA SGR	ARCA 27	IT0000382264
55	AZ. INTERNAZIONALI	ARCA SGR	OPTIMA AZ. INTERNAZIONALE	IT0001275707
56	AZ. INTERNAZIONALI	AUREO GESTIONI SGR	AUREO AZIONI GLOBALE	IT0001013850
57	AZ. INTERNAZIONALI	BANCOPOSTA FONDI SGR	BANCOPOSTA AZION. INT.LE	IT0003110860
58	AZ. INTERNAZIONALI	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE AZIONARIO INTERNAZIONALE	IT0004354319
59	AZ. INTERNAZIONALI	CONSULTINVEST A.M. SGR	CONSULTINVEST GLOBAL	IT0003018006
60	AZ. INTERNAZIONALI	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI INTERNAZIONALI	IT0001080446
61	AZ. INTERNAZIONALI	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. AZIONI INTERNAZIONALI	IT0001049755
62	AZ. INTERNAZIONALI	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDOALTO INTERN. AZION.	IT0001338489
63	AZ. INTERNAZIONALI	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA AZ. INTERNAZIONALE	IT0004363773
64	AZ. INTERNAZIONALI	PRIMA SGR	PRIMA GEO GLOBALE	IT0004301831
65	AZ. INTERNAZIONALI	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI TREND SETTORIALI	IT0001440137
66	AZ. INTERNAZIONALI	SYMPHONIA SGR	BIM AZIONARIO GLOBALE	IT0001318192
67	AZ. INTERNAZIONALI	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI GLOBALI	IT0003242507
68	AZ. ITALIA	ACOMEA SGR	ACOMEA (EX L) ITALIAN OPPORTUNITY	IT0001277604
69	AZ. ITALIA	ACOMEA SGR	ITALIA	IT0004718893
70	AZ. ITALIA	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI ITALIA	IT0003507818
71	AZ. ITALIA	ANIMA SGR	ITALIA	IT0001040051
72	AZ. ITALIA	ARCA SGR	ARCA AZIONI ITALIA	IT0000388907
73	AZ. ITALIA	ARCA SGR	OPTIMA AZ. ITALIA	IT0001275681
74	AZ. ITALIA	ARCA SGR	OPTIMA SMALL CAPS ITALIA	IT0003192975
75	AZ. ITALIA	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI ITALIA	IT0000382561
76	AZ. ITALIA	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI ITALIA PMI	IT0001467981
77	AZ. ITALIA	BPVI FONDI SGR	AZ. ITALIA	IT0004611403
78	AZ. ITALIA	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	FONDERSEL ITALIA	IT0001063749
79	AZ. ITALIA	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	FONDERSEL PICCOLE E M.I.	IT0000386489

80	AZ. ITALIA	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. AZIONI IT.	IT0001013520
81	AZ. ITALIA	FIDEURAM INVESTIMENTI SGR	FIDEURAM ITALIA	IT0000388147
82	AZ. ITALIA	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA AZ. ITALIA	IT0004363708
83	AZ. ITALIA	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZ. CRESCITA	IT0001073425
84	AZ. ITALIA	PRIMA SGR	PRIMA GEO ITALIA	IT0004301153
85	AZ. ITALIA	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI ITALIA	IT0001023628
86	AZ. ITALIA	SYMPHONIA SGR	BIM AZIONARIO ITALIA	IT0001318150
87	AZ. ITALIA	SYMPHONIA SGR	BIM AZIONARIO SMALL CAP ITALIA	IT0003391742
88	AZ. ITALIA	SYMPHONIA SICAV	SYMPHONIA c.to AZIONARIO ITALIA	IT0001081915
89	AZ. ITALIA	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI ITALIA	IT0003242408
90	AZ. PACIFICO	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI PACIFICO	IT0003507883
91	AZ. PACIFICO	ANIMA SGR	ANIMA ASIA	IT0001415303
92	AZ. PACIFICO	ANIMA SGR	PACIFICO	IT0001040119
93	AZ. PACIFICO	ARCA SGR	ARCA AZIONI FAR EAST	IT0001033528
94	AZ. PACIFICO	ARCA SGR	OPTIMA AZ. FAR EAST	IT0001387890
95	AZ. PACIFICO	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI ASIA NUOVE ECONOMIE	IT0001036083
96	AZ. PACIFICO	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI PACIFICO	IT0001078010
97	AZ. PACIFICO	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDOALTO PACIFICO AZION.	IT0001338521
98	AZ. PACIFICO	INVESTITORI SGR	INVESTITORI FAR EAST	IT0003160154
99	AZ. PACIFICO	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZIOANRIO AREA PACIFICO	IT0001242319
100	AZ. PACIFICO	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI PACIFICO	IT0001023669
101	AZ. PACIFICO	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI PACIFICO	IT0003242465
102	AZ. PAESI EMERGENTI	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ AZIONI PAESI EMERGENTI	IT0003507974
103	AZ. PAESI EMERGENTI	ANIMA SGR	ANIMA EMERGING MARKETS	IT0001415873
104	AZ. PAESI EMERGENTI	ANIMA SGR	EMERGING MARKETS EQ.	IT0003825483
105	AZ. PAESI EMERGENTI	ARCA SGR	ARCA AZIONI PAESI EMERG.	IT0003021992
106	AZ. PAESI EMERGENTI	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL AZIONI EMERGENTI	IT0001374302

107	AZ. PAESI EMERGENTI	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONI PAESI EMERGENTI	IT0001031928
108	AZ. PAESI EMERGENTI	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER AZ. PAESI EM.	IT0001037941
109	AZ. PAESI EMERGENTI	SELLA GESTIONI SGR	GESTNORD AZIONI PAESI EMERGENTI	IT0001053153
110	AZ. PAESI EMERGENTI	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONI MERCATI EMERGENTI	IT0003242481
111	FONDI DI LIQUIDITA'	ACOMEA SGR	ACOMEA LIQUIDITA'	IT0004718612
112	FONDI DI LIQUIDITA'	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ LIQUIDITA'	IT0004407364
113	FONDI DI LIQUIDITA'	AMUNDI SGR	AMUNDI LIQUIDITA'	IT0001250262
114	FONDI DI LIQUIDITA'	ANIMA SGR	ANIMA LIQUIDITA'	IT0001415345
115	FONDI DI LIQUIDITA'	ANIMA SGR	TESORERIA	IT0001223061
116	FONDI DI LIQUIDITA'	ARCA SGR	ARCA BT TESORERIA	IT0003420442
117	FONDI DI LIQUIDITA'	ARCA SGR	OPTIMA MONEY	IT0001387866
118	FONDI DI LIQUIDITA'	AUREO GESTIONI SGR	AUREO LIQUIDITA'	IT0003389464
119	FONDI DI LIQUIDITA'	AZIMUT SGR	AZIMUT GARANZIA	IT0000386364
120	FONDI DI LIQUIDITA'	BANCOPOSTA FONDI SGR	BANCOPOSTA LIQUIDITA EURO	IT0003935787
121	FONDI DI LIQUIDITA'	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL CASH	IT0000380169
122	FONDI DI LIQUIDITA'	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE LIQUIDITA EURO	IT0004354749
123	FONDI DI LIQUIDITA'	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON LIQUIDITA'	IT0003093967
124	FONDI DI LIQUIDITA'	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON TESORERIA EURO	IT0004329410
125	FONDI DI LIQUIDITA'	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. CONSERVATIVO	IT0000388725
126	FONDI DI LIQUIDITA'	FIDEURAM INVESTIMENTI SGR	FIDEURAM MONETA	IT0000384500
127	FONDI DI LIQUIDITA'	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA MONETARIO	IT0004363468
128	FONDI DI LIQUIDITA'	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER LIQUIDITA' EURO	IT0004406473
129	FONDI DI LIQUIDITA'	PRIMA SGR	PRIMA FIX MONETARIO	IT0004300668
130	FONDI DI LIQUIDITA'	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO LIQUIDITA'	IT0001440079
131	FONDI DI LIQUIDITA'	SYMPHONIA SGR	SYNERGIA TESORERIA	IT0004464555
132	FONDI DI LIQUIDITA'	SYMPHONIA SICAV	SYMPHONIA c.to MONETARIO	IT0001081956

133	FONDI DI LIQUIDITA'	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA EURO CASH	IT0001077558
134	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE BOND DOLLARS	IT0004357585
135	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	ARCA SGR	ARCA BOND DOLLARI	IT0001033429
136	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	AZIMUT SGR	AZIMUT REDDITO USA	IT0001323606
137	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL OBBLIGAZIONI DOLLARO M/LT	IT0001374260
138	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO OBBLIG. DOLLARI	IT0001023586
139	OBBL. DOLLARO GOV. M/L T.	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA OBBLIGAZIONI DOLLARI	IT0003242200
140	OBBL. EURO CORPORATE	ACOMEA SGR	OBBLIG. CORPORATE	IT0004718679
141	OBBL. EURO CORPORATE	AMUNDI SGR	AMUNDI CORPORATE GIUGNO 2012	IT0004487978
142	OBBL. EURO CORPORATE	ANIMA SGR	CORP.BOND	IT0001223095
143	OBBL. EURO CORPORATE	ARCA SGR	ARCA BOND CORPORATE	IT0003021950
144	OBBL. EURO CORPORATE	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE CORPORATE EURO	IT0004354517
145	OBBL. EURO CORPORATE	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI EURO CORPORATE	IT0003459473
146	OBBL. EURO CORPORATE	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI EURO CORPORATE B.T.	IT0001051694
147	OBBL. EURO CORPORATE	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. EURO CORP. BT	IT0001013504
148	OBBL. EURO CORPORATE	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER OB. EURO CORPORATE ETICO	IT0003531610
149	OBBL. EURO CORPORATE	PRIMA SGR	PRIMA FIX IMPRESE	IT0004300999
150	OBBL. EURO CORPORATE	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO OBBLIG. EURO CORPORATE	IT0001440095
151	OBBL. EURO CORPORATE	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA EURO CORPORATE	IT0001259990
152	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ACOMEA SGR	ACOMEA BREVE TERMINE	IT0004718638
153	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE BT CEDOLA	IT0004578206
154	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	AMUNDI SGR	AMUNDI BT	IT0001250205
155	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ARCA SGR	ARCA MM	IT0000386307
156	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ARCA SGR	OPTIMA REDDITO BT	IT0001275582
157	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	BANCOPOSTA FONDI SGR	BANCOPOSTA OBBLIGAZIONARIO EURO B. T.	IT0003110845
158	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	BG SGR	BG FOCUS MONETARIO	IT0000384245

159	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL OBBLIGAZIONI EURO BT	IT0001153458
160	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE MONETARIO EURO	IT0004354673
161	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	CREDIT SUISSE ASSET MANAG. FUNDS SGR	C.S. MONETARIO	IT0004328776
162	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	FONDERSEL REDDITO	IT0000388568
163	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	ETICA SGR	VALORI RESP MON	IT0003409171
164	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI EURO BREVE TERMINE	IT0004782758
165	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	EURIZON CAPITAL SGR	PASSADORE MONETARIO	IT0001209615
166	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	EURIZON CAPITAL SGR	TEODORICO MONETARIO	IT0001126355
167	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	EURIZON CAPITAL SGR	UNIBANCA MONETARIO	IT0003553861
168	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. PRUDENTE	IT0000380649
169	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	FIDEURAM INVESTIMENTI SGR	FIDEURAM LIQUIDITA	IT0000382140
170	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDO ALTO MONETARIO	IT0001101291
171	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	MEDIOLANUM GESTIONE FONDI SGR	MEDIOLANUM RISP. DIN.	IT0001046892
172	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA OBBL. EURO BT	IT0004363484
173	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER EURO GOVERNATIVO BREVE TERMINE	IT0000388204
174	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO OBBL. EURO BR. TERMINE	IT0001023560
175	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	SYMPHONIA SGR	BIM OBBLIG. BREVE TERMINE	IT0001318242
176	OBBL. EURO GOV. BREVE T.	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA EURO B.T.	IT0001029690
177	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ACOMEA SGR	ACOMEA (EX L) OBBLIGAZIONARIO	IT0001277646
178	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ACOMEA SGR	EUROBBLIGAZIONARIO	IT0004718653
179	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE LT EURO	IT0004358039
180	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE MT EURO	IT0004358096
181	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ REDDITO EURO	IT0003507685
182	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ANIMA SGR	ANIMA OBBLIGAZ. EURO	IT0001415899
183	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ARCA SGR	ARCA RR	IT0000380029
184	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ARCA SGR	OPTIMA OBBL. EURO	IT0001275632

185	OBBL. EURO GOV. M/L T.	AZIMUT SGR	AZIMUT REDDITO EURO	IT0000386323
186	OBBL. EURO GOV. M/L T.	BANCOPOSTA FONDI SGR	BANCOPOSTA OBBLIGAZION. EURO M/L T.	IT0003110886
187	OBBL. EURO GOV. M/L T.	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL OBBLIGAZIONI EURO M/LT	IT0001374245
188	OBBL. EURO GOV. M/L T.	BPVI FONDI SGR	OBBL. EURO MT	IT0004611361
189	OBBL. EURO GOV. M/L T.	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE OBBLIGAZIONARIO EURO	IT0004354632
190	OBBL. EURO GOV. M/L T.	CARIGE ASSET MANAGEMENT SGR	CARIGE OBBLIGAZIONARIO EURO LT	IT0004354558
191	OBBL. EURO GOV. M/L T.	ERSEL ASSET MANAGEMENT SGR	FONDERSEL EURO	IT0001063764
192	OBBL. EURO GOV. M/L T.	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI EURO	IT0000380540
193	OBBL. EURO GOV. M/L T.	EUROMOBILIARE ASSET MANAGEMENT SGR	EUROMOB. REDDITO	IT0000382405
194	OBBL. EURO GOV. M/L T.	FIDEURAM INVESTIMENTI SGR	FIDEURAM RENDIMENTO	IT0000380102
195	OBBL. EURO GOV. M/L T.	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA OBBL. EURO	IT0004363500
196	OBBL. EURO GOV. M/L T.	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO OBBL. EURO MEDIO TERMINE	IT0000380383
197	OBBL. EURO GOV. M/L T.	SYMPHONIA SGR	BIM OBBLIGAZIONARIO EURO	IT0003054167
198	OBBL. EURO GOV. M/L T.	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA EURO M/L TERMINE	IT0003242184
199	OBBL. INT.LI GOV.	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE	IT0004358146
200	OBBL. INT.LI GOV.	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR	ALLIANZ REDDITO GLOBALE	IT0003507776
201	OBBL. INT.LI GOV.	ANIMA SGR	PIANETA	IT0001015921
202	OBBL. INT.LI GOV.	ARCA SGR	ARCA BOND GLOBALE	IT0000388881
203	OBBL. INT.LI GOV.	ARCA SGR	OPTIMA OBBL. EURO GLOBAL	IT0001275657
204	OBBL. INT.LI GOV.	AUREO GESTIONI SGR	AUREO OBBLIGAZIONI GLOBALE	IT0001013827
205	OBBL. INT.LI GOV.	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI INTERNAZIONALI	IT0001003612
206	OBBL. INT.LI GOV.	GENERALI INVESTMENTS ITALY SGR	FONDOALTO INTERN. OBBLIG.	IT0001338448
207	OBBL. INT.LI GOV.	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA OBBL. INTL	IT0004363542
208	OBBL. INT.LI GOV.	PRIMA SGR	PRIMA FIX OBBLIGAZIONARIO GLOBALE	IT0004539000
209	OBBL. INT.LI GOV.	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA OBBLIGAZIONI GLOBALI	IT0003242234
210	OBBL. PAESI EMERGENTI	ALETTI GESTIELLE SGR	GESTIELLE EMERGING MARKETS BOND	IT0004357486
211	OBBL. PAESI EMERGENTI	ANIMA SGR	EMERGING MARKETS BOND	IT0003825517

212	OBBL. PAESI EMERGENTI	ARCA SGR	ARCA BOND PAESI EMERGENTI	IT0001248373
213	OBBL. PAESI EMERGENTI	ARCA SGR	OPTIMA OBBL. E.M.	IT0003193007
214	OBBL. PAESI EMERGENTI	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS SGR	BNL OBBLIGAZIONI EMERGENTI	IT0000388840
215	OBBL. PAESI EMERGENTI	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONI EMERGENTI	IT0001214201
216	OBBL. PAESI EMERGENTI	NORVEGA SGR SpA	NORVEGA OBBL. PAESI EMERGENTI	IT0004363641
217	OBBL. PAESI EMERGENTI	PIONEER INVESTMENT MANAGEMENT SGR	PIONEER OB. PAESI EM.	IT0001318739
218	OBBL. PAESI EMERGENTI	SELLA GESTIONI SGR	NORDFONDO OBBLIG. PAESI EMERGENTI	IT0001316303

Bibliografia

Assogestioni. *Mappa del Risparmio Gestito*, 2011

Assogestioni, *Guida alle categorie*, 2003

Banca d'Italia. *Relazione Annuale* anni vari.

Barucci E. *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*.
Assogestioni Working paper, n. 1, 2007.

Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. *Essential of Investments (8th Edition)*. McGraw – Hill
International Edition, 2010

Brown, S. e Goetzmann W. *Attrition and Mutual Fund Performance*. Working paper
New York University, 1994

Brown S.J. e Goetzmann W.N. *Performance Persistence*. The Journal of Finance,
Volume 50, n.2, pp 679-698, 1995

Carhart, M. *On Persistence in Mutual Fund Performance*. Journal of Finance, Volume
52, Issue 1, 1997.

Cesari R. e Panetta F. *The performance of Italian equity funds*. Journal of Banking &
Finance 26, 2002.

Comana M., Curcio D., Donadelli M., Frigeri D. *Il collocamento e la distribuzione dei
prodotti finanziari in Europa*. CASMEF Working Paper Series, 2012.

Datastream, *Global Equity Indices – User guide – Issue 5*, 2008

D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58. *Testo unico delle disposizioni in materia di
intermediazione finanziaria*.

D. M. 24 maggio 1999, n° 22. *Regolamento attuativo dell' art. 37 del decreto
legislativo 24 febbraio 1998, n.58, concernente la determinazione dei criteri cui devono
essere uniformati i fondi comuni d'investimento*.

Elton E.J., Blake C.R., Gruber. *The Performance of Bond Mutual Funds*. Journal of
Business, Volume 66, pp. 371-403

Elton E. J., Blake C.R., Gruber M. J. *Survivorship Bias and Mutual Fund Performance*.
The Review of Financial Studies, Volume 9, n. 4, 1996

Fama E. F. e French K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*. Journal
of Finance, Volume 51, n° 1 , 1996

Grinblatt M., Titman S. *Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings*. Journal of Business, Volume 62, pp. 393-416, 1989

Grossman S. J. e Stiglitz J.E. *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. American Economic Review, Volume 70, 1980

Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani. *Fondi Comuni Italiani: Situazione Attuale e Possibili Aree di Intervento*, 2008

Ippolito R.A. *Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 104, n.1, 1989.

Jensen, M. C. *The performance of Mutual Funds*. Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 1967

Malkiel B.G., Saha A. *Hedge funds: Risk and return*. Financial analysts journal, 2005

Nadotti L., Porzio C. e Previati D. *Economia degli intermediari finanziari*. McGraw – Hill, 2010

Otten R. e Bams D. *European Mutual Fund Performance*. European Financial Management, Vol.8, n.1, 2002

Sharpe W.F. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance, Volume 19, Issue 3, 1964.