



BORSA ITALIANA

BI*t*NOTES

N. 12 - NOVEMBRE 2004

Investitori *retail* e Borsa Secondo rapporto sullo *shareholding* in Italia

*Alessandra Franzosi
Emanuele Grasso
Enrico Pellizzoni*

La serie BitNotes è finalizzata alla diffusione delle analisi realizzate in Borsa Italiana o presentate in seminari interni su temi vicini alle problematiche del mercato borsistico. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a orientamenti di Borsa Italiana Spa

Borsa Italiana Spa, Research & Development

Segreteria di redazione: Silvana Maccari, Borsa Italiana Spa, Research & Development

© Novembre 2004 Borsa Italiana Spa

I diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica con qualsiasi mezzo (compresi microfilm, floppy disk o CD), sono riservati per tutti i Paesi



Investitori *retail* e Borsa Secondo rapporto sullo *shareholding* in Italia

Alessandra Franzosi^a, Emanuele Grasso^b, Enrico Pellizzoni^c
Novembre 2004

Abstract

Il rapporto analizza la popolazione dei risparmiatori italiani che investono direttamente in azioni domestiche quotate, individuandone le caratteristiche socio-demografiche, la percezione della propria situazione finanziaria e della capacità di risparmiare, l'attitudine al rischio finanziario, le scelte di investimento e i rapporti con intermediari e fonti informative. Il confronto con una precedente indagine, svolta nel 2001, mette in luce i cambiamenti che si sono prodotti nell'ultimo triennio.

Il contesto economico-finanziario non favorevole e la crescente preoccupazione per le prospettive future hanno ridotto la propensione al rischio finanziario degli investitori *retail* e modificato la composizione del portafoglio, a favore di strumenti più semplici e a capitale garantito. Non si è però assistito a un abbandono definitivo dell'investimento in azioni. Il portafoglio azionario attuale si compone prevalentemente di Blue Chip italiane e conta in genere uno o due titoli; si caratterizza inoltre per livelli contenuti di movimentazione. Tra le motivazioni associate all'investimento in azioni, sono prevalenti la ricerca di rendimenti più alti e di diversificazione del portafoglio. Sono meno importanti gli obiettivi di medio termine legati al ciclo di vita dell'individuo.

Il sistema bancario è il referente principale per le decisioni di investimento. Sebbene il livello di soddisfazione non sia particolarmente elevato, gli investitori *retail* hanno mostrato una certa resistenza a cambiare intermediario. E' in crescita l'importanza delle fonti informative di tipo relazionale, a scapito delle altre e in particolare della stampa. Esistono significativi spazi per accrescere il livello di cultura finanziaria degli investitori in azioni; le incertezze su alcune nozioni basilari sono frequenti, compresa la differenza tra strumenti quotati e non quotati.

Keywords: households financial portfolio, shareholding, Italian Exchange

JEL: D19, G11

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: emanuele.grasso@borsaitaliana.it

(c) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitaliana.it

Si ringraziano Barbara Alemanni, Alberto Banfi, Marco Onado, Giovanni Petrella, Luigi Spaventa e Angelo Tantazzi per i preziosi suggerimenti. Gli autori restano gli unici responsabili di errori e imprecisioni.

Retail investors and stock market. Second report on shareholding in Italy

**Alessandra Franzosi^a, Emanuele Grasso^b, Enrico Pellizzoni^c
November 2004**

Abstract

This paper analyses Italian households investing directly in Italian shares and describes their social and demographic characteristics, perception of their current financial situation and saving capacity, attitude towards investments in risky assets, portfolio choices and relationship with financial services providers (including info providers). The comparison with a previous survey, published in 2001, highlights the relevant changes in the last three years.

The negative performance of equity markets after March 2000, recent scandals of listed companies and more people worried about their financial situation increased financial risk aversion of retail investors. The average portfolio structure shifted towards simpler and less risky assets. Nevertheless, retail investors did not move away from investing in shares, at least in the long term.

The equity portfolio of retail investors includes on average only one or two shares, mainly Italian Blue Chips. Their recent trading activity was quite limited. The main reasons to invest in shares are the desire for higher yields and the need for portfolio diversification. Middle-term objectives related to the investor life cycle are less important.

Banks are still the main reference point for investing decisions. Although the level of satisfaction in their services is quite low, retail investors are reluctant to change their broker. The main sources of information are based on personal relationships. The relevance of other sources of information, and of the press in particular, has diminished.

There is still significant room to improve financial knowledge and awareness of retail investors of the role of investing in the stock market. Lack of basic knowledge such as the difference between listed and unlisted financial products, is still widespread.

Keywords: households financial portfolio, shareholding, Italian Exchange
JEL: D19, G11

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: emanuele.grasso@borsaitaliana.it

(c) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitaliana.it

The authors thank for useful suggestions Barbara Alemanni, Alberto Banfi, Marco Onado, Giovanni Petrella, Luigi Spaventa and Angelo Tantazzi. The authors are the only responsables for any possible error and inaccuracy.



1. Introduzione

Il secondo rapporto sullo *shareholding* in Italia torna ad analizzare, a quasi tre anni dal precedente, le caratteristiche e i comportamenti degli investitori *retail* in azioni.

In questi tre anni, la relazione tra investitori e mercato finanziario è stata segnata da eventi di portata rilevante, che hanno modificato il contesto nel quale i risparmiatori italiani hanno preso le loro decisioni di investimento. Sui comportamenti degli investitori in azioni hanno inciso il deterioramento del quadro macroeconomico, in particolare in Europa e in Italia, aggravato da una profonda incertezza geopolitica a seguito dei fatti dell'11 settembre 2001 e della guerra in Iraq dal marzo 2003. Gli scandali societari e i *defaults* di alcune importanti società quotate, dapprima negli Stati Uniti e poi in Europa e in Italia, hanno contribuito a un peggioramento del clima di fiducia complessivo. I mercati azionari hanno avuto un andamento discendente fino a marzo 2003, cui è seguita una ripresa che ha lasciato però i livelli dei corsi ancora lontani dai massimi di inizio 2000. E' stato un periodo di tassi di interesse eccezionalmente contenuti e particolarmente favorevole per gli investimenti immobiliari.

E' quindi importante riproporre un'analisi sugli investitori *retail* in azioni. E' un fenomeno di dimensioni consistenti in Italia, sia per rilevanza sulla capitalizzazione del mercato azionario sia per numero di risparmiatori. Dal 1999 le famiglie italiane detengono stabilmente più del 25% della capitalizzazione complessiva del mercato azionario (circa la metà del flottante), rappresentando una quota importante di domanda e una fonte rilevante di risorse per le società che decidono di finanziarsi attraverso di esso. Nel confronto con i principali mercati azionari a livello internazionale, la situazione italiana presenta una delle più elevate incidenze delle famiglie sulla proprietà delle società quotate¹. Nel periodo 2001-2003, hanno detenuto oppure negoziato azioni italiane quotate circa 3 milioni di famiglie (14,1% del totale). Le famiglie che hanno investito direttamente in azioni estere sono state circa 800 mila. L'investimento diretto di azioni, italiane o estere, raggiunge il 15,0% della popolazione, ovvero circa 3,2 milioni di famiglie italiane. La detenzione diretta di azioni da parte degli italiani riguarda quindi in modo prevalente società quotate domestiche.

L'indagine sul *direct shareholding* in Italia è stata condotta presso gli investitori in azioni italiane quotate, attraverso una *survey* presso un campione di famiglie rappresentativo della popolazione degli investitori in azioni, definiti come coloro che hanno detenuto azioni italiane quotate oppure le hanno negoziate nel periodo 2001-2003. La *survey* è stata realizzata attraverso un questionario personale tra dicembre 2003 e gennaio 2004.

L'analisi dell'evoluzione dei comportamenti è stata effettuata facendo riferimento ai risultati di un'indagine precedente, condotta nei primi mesi del 2001 e relativa agli investitori in azioni nel periodo 1999-2000 (Filippa e Franzosi, 2001). La modalità di campionatura indipendente delle due rilevazioni e la struttura simile di alcune sezioni del que-

(1) Le stime della distribuzione della capitalizzazione del mercato italiano tra i settori istituzionali per il periodo 1995-2003 sono presentate in Borsa Italiana (2004). Gli aspetti metodologici e il confronto internazionale sono descritti in Filippa e Franzosi (2001a) e in Garcia Coto (2004).

stionario ne hanno consentito la confrontabilità intertemporale. Il punto di riferimento dei confronti, ovvero la primavera del 2001, coglie una fase interlocutoria in cui pur essendo già venuta meno l'euforia del periodo 1998-2000, non si erano ancora completamente palesate le difficoltà che si sono andate in seguito concretizzando.

Oltre a consentire una valutazione degli effetti degli avvenimenti degli ultimi tre anni sull'atteggiamento degli italiani verso l'investimento in azioni, il questionario raccoglie una serie di informazioni rilevanti sia nell'ambito dell'analisi empirica dei comportamenti degli investitori *retail* sia per gli operatori di mercato, per i quali tali soggetti rappresentano un segmento di clientela cui offrire prodotti o servizi, anche accessori (consulenza, formazione, informazione), all'attività di investimento.

La rilevazione effettuata da Borsa Italiana si affianca, in Italia, ad altre fonti informative che in via continuativa analizzano il comportamento dei risparmiatori. Si tratta dell'indagine biennale sulla ricchezza delle famiglie italiane condotta da Banca d'Italia (2004b e precedenti), del rapporto annuale sul risparmio di BNL-Centro Einaudi (2003 e precedenti) e dell'Osservatorio annuale sui risparmi delle famiglie Eurisko-Prometeia (2004 e precedenti). In questi casi, la diffusione dell'azionariato e i comportamenti degli investitori in azioni non sono il tema centrale delle *surveys*, ma sono desunti in via indiretta come uno degli aspetti dei comportamenti degli investitori italiani. E' invece dedicata specificatamente agli investitori in azioni, come il presente rapporto, una recente pubblicazione di Eurispes-GSCProxitalia (2004), nella quale è posta una particolare enfasi sulla relazione diretta tra piccoli investitori e società quotate.

Le *surveys* presso i *retail shareholders* hanno una buona diffusione all'estero. A tal proposito si possono citare il caso del mercato francese (Banque de France, Euronext, 2003), quello inglese (Computershare, MFS, Proshare, 2002) oppure l'esperienza statunitense (SIA, 2003), australiana (ASX, 2004) o di alcune realtà dell'Estremo Oriente (HKE, 2003).

In ambito teorico, la letteratura che analizza l'investimento in azioni del *retail* è relativamente recente ed è cresciuta nella seconda metà degli anni Novanta, quando il fenomeno ha avuto una significativa accelerazione a seguito dei processi di privatizzazione, della diffusione dei fondi comuni di investimento, dello sviluppo del contesto normativo. Si tratta, essendo legata all'analisi di comportamenti individuali, di una letteratura centrata su rilevazioni empiriche di tipo microeconomico, che richiedono estese rilevazioni campionarie presso gli investitori.

All'interno della presente indagine, la rilevazione delle caratteristiche socio-demografiche e attitudinali degli investitori permette di contribuire alla letteratura teorica sui cosiddetti *portfolio composition* e *shareholding participation puzzles*, in base ai quali si osserverebbe un'insufficiente diffusione dell'investimento azionario presso le famiglie rispetto a quanto suggerito dalle teorie delle scelte efficienti di portafoglio. Le variabili che la teoria economica ritiene spieghino la partecipazione al mercato azionario (quali i livelli di reddito e di ricchezza finanziaria, l'età, il grado di istruzione, la professione e la propensione al rischio degli investitori) sono collegate alla quota di ricchezza finanziaria investita in *equity* e all'eventuale scelta di abbandono dell'investimento in azioni. La fotografia della composizione del portafoglio finanziario permette di dare misura del livello di



propensione al rischio degli investitori e dell'efficienza delle loro scelte di *asset allocation* complessiva.

L'indagine entra però anche nel dettaglio delle motivazioni alla base di tali scelte, sia rispetto all'investimento in azioni, sia rispetto ai criteri che sono utilizzati per decidere quali singoli titoli acquistare, vendere o continuare a detenere. In questo senso, i risultati dell'indagine costituiscono una verifica empirica di alcune teorie comportamentali descritte dalla *behavioural finance*.

Dal punto di vista degli operatori di mercato, le informazioni contenute nel rapporto possono essere utili per vari motivi. L'analisi dei comportamenti degli investitori in azioni suggerisce strategie di offerta di prodotti e servizi differenziati in funzione dei diversi segmenti di clientela, laddove comportamenti ed esigenze diverse sono evidenziati da soggetti con caratteristiche individuali specifiche. I risultati relativi ai canali utilizzati per investire in azioni e al grado di soddisfazione per i servizi disponibili possono fornire spunti di riflessione per migliorare l'offerta alla clientela. L'analisi delle fonti informative utilizzate mette in luce alcune esigenze specifiche e la tipologia di informazione prevalentemente ricercata. Infine, le opinioni espresse riguardo la correttezza e la professionalità delle istituzioni e dei partecipanti ai mercati finanziari, in termini di trasparenza e affidabilità dell'informazione fornita e di professionalità dimostrata, dovrebbero fare riflettere sulla necessità di fornire risposte soddisfacenti, in tempi brevi, a un segmento di clientela che costituisce parte vitale dei meccanismi di funzionamento dei mercati.

Il rapporto è strutturato come segue. Il secondo capitolo quantifica la diffusione dello *shareholding* presso le famiglie italiane. Il terzo traccia la percezione della situazione economico-finanziaria da parte degli intervistati, con particolare riferimento alla propensione al rischio e alla struttura per livello di rischiosità degli *assets* che compongono il portafoglio. Viene inoltre effettuato un confronto con la rilevazione del 2001. La profilatura dell'investitore in azioni è completata considerando il livello di autonomia decisionale nonché il grado di conoscenza dei temi finanziari, e viene presentata una segmentazione per *clusters* degli intervistati. Il capitolo 4 è dedicato alla struttura del portafoglio e alle decisioni di investimento. Sono descritti il portafoglio finanziario complessivo e quello azionario, i livelli di movimentazione e le motivazioni della scelta di investimento, in generale e per l'acquisto, detenzione o vendita dei titoli azionari, con un'analisi econometrica che spiega le determinanti dell'uscita dal mercato azionario. Il capitolo 5 è dedicato agli intermediari utilizzati e alla percezione dei servizi offerti, con un confronto con le caratteristiche dei *traders online* non saltuari. Il capitolo 6 descrive i bisogni informativi e le fonti utilizzate per soddisfarli. L'appendice metodologica ripercorre le modalità di campionatura e di realizzazione dell'indagine nonché le caratteristiche socio-demografiche degli investitori in azioni, nel confronto con la popolazione italiana e con l'insieme dei risparmiatori.

2. La diffusione dello *shareholding* presso le famiglie italiane

La diffusione dell'investimento azionario presso le famiglie italiane è ottenuta attraverso un questionario destinato a un campione rappresentativo dell'intera popolazione (tavola 1). La detenzione di un determinato strumento finanziario è stata considerata sia in senso dinamico, valutando tutti coloro che nel corso dei tre anni precedenti lo hanno detenuto, acquistato o venduto, che in senso statico verificandone la detenzione in portafoglio al momento dell'intervista. E' da rilevare come le *surveys* di questo tipo soffrano in generale di un errore non trascurabile, date le proporzioni tra l'aggregato d'interesse e l'intera popolazione; sono comunque strumenti importanti per poter disporre di ordini di grandezza attendibili dei fenomeni oggetto d'indagine².

L'investimento diretto in azioni quotate ha riguardato il 15,0% delle famiglie italiane ovvero 3,2 milioni (dei 21 complessivi). Per il 14,1% si è trattato di azioni italiane e per il 3,8% di azioni estere. L'investimento indiretto, attraverso fondi comuni di investimento o gestioni patrimoniali, ha coinvolto il 9,9% delle famiglie. Complessivamente, il 19,7% delle famiglie, nel corso del triennio 2001-2003, ha detenuto, acquistato o venduto strumenti azionari. A fine 2003 il 12,4% delle famiglie italiane aveva ancora azioni quotate in portafoglio e l'8,1% fondi azionari o gestioni patrimoniali inclusive di azioni. Tra gli strumenti di debito, il 12,7% delle famiglie italiane ha investito in titoli di Stato nel triennio 2001-2003; il 13,1% in fondi comuni d'investimento monetari, obbligazionari o bilanciati; il 3,8% in emissioni obbligazionarie *corporate* italiane o estere. Infine, gli strumenti derivati sono stati negoziati dall'1,6% delle famiglie italiane. Questi risultati appaiono in linea con la rilevazione presso le famiglie italiane condotta da Banca d'Italia (2004b).

Tavola 1 - Diffusione di alcuni strumenti finanziari presso le famiglie italiane

Strumenti	Investimenti nel periodo 2001-2003 ⁽¹⁾	In portafoglio a fine 2003 ⁽²⁾
Strumenti azionari		
Azioni quotate	15.0%	12.4%
- di società italiane	14.1%	11.9%
- di società estere	3.8%	3.2%
Fondi di investimento azionari e azioni detenute in gestioni patrimoniali	9.9%	8.1%
Strumenti obbligazionari e titoli di Stato		
Titoli di Stato	12.7%	10.3%
Obbligazioni di società italiane o estere	3.8%	2.9%
Fondi comuni obbligazionari o bilanciati	13.1%	11.9%
Strumenti derivati		
	1.6%	1.3%

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver detenuto, acquistato o venduto nel corso dei tre anni precedenti l'intervista (2001-2003) lo strumento corrispondente

(2) Percentuale di intervistati che all'atto dell'intervista deteneva in portafoglio lo strumento corrispondente

Fonte: Borsa Italiana - R&D

(2) Nello specifico, l'errore campionario è particolarmente elevato per i quesiti relativi alla detenzione a fine 2003, poiché le domande sono poste solo a coloro che già avevano risposto positivamente al quesito sulla detenzione o negoziazione nel triennio precedente (ovvero, per le azioni italiane, si tratta di circa 200 interviste su una popolazione di 21 milioni di famiglie). Per ulteriori dettagli metodologici si rinvia all'Appendice.



La disponibilità dei microdati dell'indagine consente di affiancare alla quantificazione dei fenomeni una matrice di frequenza congiunta, in modo tale da valutare il livello di sovrapposizione nella detenzione delle varie tipologie di prodotti. I risultati sono presentati nella tavola 2 che indica, per ogni cella, quanti detentori dello strumento indicato in riga detengono anche quello indicato in colonna (per esempio, il 74,6% di chi detiene azioni estere detiene anche azioni italiane quotate). Per la detenzione presso gli investitori in azioni italiane, a cui è dedicata una *survey* specifica dal minore errore campionario, si rinvia alla tavola 13. La detenzione di azioni estere si accompagna solitamente alla detenzione di altri prodotti azionari (74,6% azioni italiane, 41,8% fondi azionari). In parte questo accade anche presso i detentori di obbligazioni *corporate*, che nel 45,5% detengono anche azioni in modo diretto. E' meno netta la sovrapposizione tra detentori di titoli di Stato e di fondi comuni obbligazionari.

La detenzione diretta o indiretta di azioni sembra convivere all'interno dei medesimi portafogli, suggerendo una possibile relazione di complementarità. Questa relazione appare meno netta nell'ambito dei titoli di debito, ovvero tra titoli di Stato, obbligazioni e fondi comuni obbligazionari.

Tale risultato suggerisce che il questionario può essere utilizzato anche per inferire i comportamenti dei detentori di azioni estere (circa il 75% detiene anche azioni italiane); solo in misura minore ciò vale per i detentori indiretti di azioni (circa 50%) o i detentori di obbligazioni di società italiane o estere (circa 50%).

Tavola 2 - Frequenze congiunte di possesso di alcuni strumenti finanziari ⁽¹⁾

Strumenti ⁽²⁾	AI	AE	FA	TS	OB	FO	SD
Strumenti azionari							
Azioni quotate di società estere (AE)	74.6%	1	41.8%	7.3%	14.6%	29.1%	5.5%
Fondi di investimento azionari e azioni detenute in gestioni patrimoniali (FA)	48.6%	16.2%	1	19.0%	12.0%	38.0%	4.9%
Strumenti obbligazionari e titoli di Stato							
Titoli di Stato (TS)	25.3%	2.2%	14.8%	1	8.8%	24.2%	2.2%
Obbligazioni italiane o estere (OB)	45.5%	14.6%	30.9%	29.1%	1	30.9%	3.6%
Fondi comuni obbligazionari o bilanciati (FO)	33.2%	8.6%	28.9%	23.5%	9.1%	1	1.6%
Strumenti derivati (SD)	56.5%	13.0%	30.4%	17.4%	8.7%	13.0%	1

(1) Ogni cella indica la percentuale di famiglie detentrici dello strumento indicato in riga, che detiene anche quello in colonna

(2) I simboli indicano rispettivamente: AE: azioni estere; AI: azioni italiane; FA: fondi azionari; FO: fondi obbligazionari; OB: obbligazioni; SD: strumenti derivati; TS: titoli di Stato

Fonte: Borsa Italiana – R&D

3. Il profilo dell'investitore in azioni

3.1 La situazione economico-finanziaria e la capacità di risparmio

I livelli di reddito, ricchezza finanziaria e capacità di risparmio possono essere variabili esplicative della detenzione di *assets* rischiosi, laddove si ipotizzi che queste tipologie di investimento siano detenute con più probabilità da soggetti che hanno livelli di reddito, ricchezza e capacità di risparmio più elevati³. In termini dinamici, variazioni dei livelli di ricchezza o della percezione di solidità della propria situazione finanziaria possono essere alla base di variazioni della propensione al rischio e quindi del contenuto di rischio complessivo del proprio portafoglio finanziario. E' in effetti quanto sembra essere accaduto nell'ultimo triennio presso gli investitori italiani in azioni. Se è vero che essi costituiscono la fascia medio-alta della popolazione, dal punto di vista dei livelli sia di reddito che di ricchezza, la situazione economico-finanziaria mostra rispetto al 2001 un parziale deterioramento. Nonostante i livelli di reddito medi non siano mutati significativamente, la situazione finanziaria percepita, sia attuale che prospettica, è giudicata in peggioramento. Inoltre, se la maggiore incertezza ha accresciuto l'importanza attribuita al risparmio, l'effettiva possibilità di accumulare risorse finanziarie è percepita in attenuazione. Ciò ha contribuito all'affermarsi di una minore propensione verso gli investimenti a maggiore contenuto di rischio.

La tavola 3 riporta la distribuzione per classi di reddito e di ricchezza finanziaria del campione indagato⁴. Nel confronto con la popolazione italiana (Banca d'Italia, 2004b) gli investitori in azioni si posizionano in una fascia reddituale medio-alta. Il reddito netto mediano mensile del campione è di circa 2.450 euro, contro i circa 1.900 del valore mediano della popolazione italiana. E' soprattutto la classe di reddito mensile inferiore ai 1.300 euro a risultare sottopesata, con un 12,2% rispetto al 30,1% della popolazione. Differenze altrettanto nette si osservano sul fronte della ricchezza finanziaria. Mentre le famiglie italiane con una ricchezza complessiva inferiore ai 5.000 euro sono il 44,0%, tra gli investitori in azioni questa quota si riduce all'8,0%. Infine, anche in relazione alla ricchezza reale, il confronto con il dato aggregato della popolazione ribadisce l'appartenen-

(3) La letteratura ha utilizzato tali variabili per spiegare sia la scelta di investire in azioni in modo diretto (partecipazione) sia la quota delle attività finanziarie complessive investita in *equity*. Guiso, Haliassos e Jappelli (2003) evidenziano un maggior tasso di partecipazione all'investimento diretto in azioni, in vari Paesi europei e negli Stati Uniti, da parte dei soggetti appartenenti alle classi più elevate di reddito e ricchezza, con particolari differenze tra le classi estreme delle distribuzioni. All'interno della presente indagine non si può procedere a verificare la correlazione positiva tra partecipazione all'investimento azionario e livelli di ricchezza e reddito della famiglia, poichè sono indagati i soli investitori in azioni. Si osserva però che gli investitori in azioni presentano rispetto alla popolazione italiana una maggiore concentrazione nelle classi di reddito e ricchezza più elevate. Una più fragile evidenza empirica sembra solitamente legare tali variabili alla quota delle attività finanziarie investita in *equity*.

(4) Come avviene generalmente nelle rilevazioni fatte in Italia, l'incidenza di mancate risposte alle domande su reddito e ricchezza è piuttosto elevata: rispettivamente il 34,2% per il reddito e il 35,3% per la ricchezza finanziaria. A coloro che non hanno risposto è stato chiesto di dare comunque delle indicazioni di massima. Ne risulta che un ulteriore 10,8% del campione ha un reddito netto mensile superiore a 2.500 euro e l'11,6% inferiore; un ulteriore 2,5% superiore a 1.600 euro. Rispetto alla propria ricchezza finanziaria, un ulteriore 15,7% ha dichiarato un valore pari ad almeno 25.000 euro e l'1,9% ad almeno 15.000 euro. Nel calcolo complessivo tali soggetti sono stati riallocati sulla base della distribuzione di coloro che hanno risposto, una volta tenute in considerazione le soglie indicate.



za degli investitori in azioni a un segmento medio-alto (tavola 4). Secondo Banca d'Italia (2004b), il 71,8% della popolazione ha proprietà immobiliari, contro il 91,2% degli investitori in azioni. La diffusione della proprietà della prima casa (tra chi possiede immobili) è pressoché generalizzata, mentre tra gli investitori in azioni è più elevato il numero di chi possiede anche una seconda casa⁵.

Tavola 3 - Reddito e ricchezza finanziaria della famiglia ⁽¹⁾

Reddito medio mensile netto ⁽²⁾			Ricchezza finanziaria		
Classi (euro)	Investitori in azioni	Popolazione italiana	Classi (euro)	Investitori in azioni	Popolazione italiana
Fino a 1.239	12.2%	30.1%	Fino a 5.165	8.0%	44.0%
Da 1.239 a 2.324	36.7%	35.6%	Da 5.165 a 15.494	25.3%	22.8%
Da 2.324 a 3.357	29.6%	18.7%	Da 15.494 a 36.152	32.9%	16.8%
Da 3.357 a 5.165	16.5%	11.1%	Da 36.152 a 77.469	24.1%	9.8%
Oltre 5.165	5.0%	4.4%	Oltre 77.469	9.7%	6.6%

(1) La distribuzione degli investitori in azioni si riferisce al 2003, quella della popolazione al 2002

(2) Redditi da lavoro e da capitale al netto di imposte e contributi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D e Banca d'Italia

Tavola 4 - Ricchezza reale della famiglia ⁽¹⁾

	Investitori in azioni	Popolazione italiana
Proprietà di beni immobili		
Sì	91.2%	71.8%
No	1.8%	28.2%
Non indica	7.0%	..
Tipo di bene di proprietà		
Abitazione principale	84.4%	69.2%
Altra abitazione	30.1%	12.7%
Terreni	16.3%	10.9%
Box	17.6%
Altro	2.3%	4.6%

(1) La distribuzione degli investitori in azioni si riferisce al 2003, quella della popolazione al 2002

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D e Banca d'Italia

Il confronto intertemporale, non riportato nelle tavole, mostra una situazione non difforme rispetto al dato del 2001 in relazione ai livelli di reddito. Per i livelli di ricchezza si segnalano invece cambiamenti in due opposte direzioni. Dal lato finanziario, a fronte di una sostanziale stabilità del dato mediano, si osserva una parziale flessione della ricchezza finanziaria media, in parte dovuta alla minor frequenza di intervistati con un valore superiore a 77.500 euro (passati dal 16,0% del campione al 9,7%). Cresce invece la diffusione della proprietà immobiliare. Nel 2001 l'87,9% del campione dichiarava di possedere beni immobili di proprietà, quota che sale al 91,2% nel 2003 (divario che si apre ulteriormente se si normalizza tenendo conto di coloro che non hanno risposto:

(5) Un confronto più diretto con le rilevazioni Banca d'Italia può essere effettuato considerando le fasce della popolazione che hanno valori di ricchezza finanziaria comparabili a quelli degli investitori in azioni. In questi casi, i livelli di diffusione della proprietà immobiliare così come la crescita della stessa nel periodo 2000-2002 sono in effetti simili.

98,1% nel 2003 e 90,2% nel 2001), senza significativi mutamenti nella tipologia di immobili posseduta⁶.

Se le capacità reddituali effettive degli investitori in azioni non si sono modificate, la percezione della propria situazione finanziaria attuale e prospettica mostra invece delle criticità. Cresce il numero di famiglie preoccupate, passate dal 14,2% del 2001 al 27,7% (tavola 5). Quanto alle previsioni sull'evoluzione futura della propria situazione finanziaria, le famiglie che si aspettano un miglioramento scendono dal 51,8% del 2001 al 30,9%, mentre triplicano coloro che si attendono un peggioramento (dal 5,3% al 16,1%).

Tavola 5 - Percezione della propria situazione finanziaria (1)

Situazione attuale	2003	2001	Situazione prospettica (2)	2003	2001
Estremamente tranquilla	7.6%	9.1%	Migliorerà molto	2.9%	5.3%
Moderatamente tranquilla	23.0%	26.8%	Migliorerà abbastanza	28.0%*	46.5%*
Neutra	41.8%*	49.9%*	Resterà invariata	53.0%*	42.8%*
Moderatamente preoccupata	16.0%*	9.4%*	Peggiorerà	16.1%*	5.3%*
Estremamente preoccupata	11.7%*	4.8%*			

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra l'anno 2003 e l'anno 2001

(1) La quota percentuale è calcolata sul totale delle risposte effettive

(2) La domanda si riferisce ai 2 anni successivi l'intervista

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Il peggioramento percepito della propria situazione finanziaria si concretizza in una maggiore attenzione al risparmio, cui si contrappone però una minore capacità percepita di raggiungere tale obiettivo (tavola 6). Il 69,6% degli intervistati ritiene che risparmiare sia prioritario (64,7% nel 2001), ma solo il 62,8% riesce effettivamente a farlo (83,2% nel 2001). Tra coloro che hanno potuto risparmiare, inoltre, la percentuale di chi risparmia senza precisa intenzione diminuisce dal 39,9% al 29,2%. L'aver risparmiato è il risultato, più che nel 2001, di una scelta esplicita (70,8%, dal 60,1%). Sempre tra coloro che riescono a risparmiare è raddoppiato il numero di chi ha risparmiato meno del 5% del reddito annuo (dall'8,8% al 16,5%) e si è ridotto il tasso di risparmio medio complessivo (dal 14,9% al 12,6%)⁷.

(6) Le rilevazioni Banca d'Italia (2004b) sull'intera popolazione mostrano una contrazione della ricchezza finanziaria media delle famiglie italiane tra la fine del 2000 e la fine del 2002. Il dato mediano sembra invece crescere, fatta eccezione per la classe di famiglie a più elevato reddito (maggiore ai 40 mila euro annui). Le differenze tra le due rilevazioni possono quindi essere dovute alle diverse caratteristiche reddituali dei componenti i campioni di riferimento.

(7) Per motivi di ordine metodologico, i risultati differiscono dalle rilevazioni che quantificano in modo analitico i comportamenti di risparmio della popolazione. Mentre nella presente indagine la capacità di risparmio è valutata attraverso la percezione degli intervistati, Banca d'Italia (2004b) calcola il risparmio in via quantitativa e residuale, come differenza tra il reddito disponibile e il consumo. Dai dati Banca d'Italia (2004b), la percentuale di famiglie italiane che non è riuscita a risparmiare nel corso del 2002 è pari al 19,9% e non si osservano flessioni significative del tasso di risparmio nel corso degli ultimi tre anni. Se però si escludono dal dato Banca d'Italia le famiglie che hanno risparmiato solo cifre minimali (e per le quali la componente percepita potrebbe risultare prossima alla non capacità di risparmio), la percentuale dei non risparmiatori sale a circa il 35%, simile a quella dell'indagine Borsa Italiana. In generale, la rilevazione Borsa Italiana sconta una componente "percepita" cui le rilevazioni analitiche non sono soggette e che verosimilmente nel periodo 2001-2003 porta a tracciare un quadro peggiore rispetto a quello effettivo. Rilevazioni metodologicamente più simili a quella di Borsa Italiana, quale BNL/Centro Einaudi (2003), raggiungono invece risultati del tutto comparabili. La rilevazione delle capacità di risparmio percepite è però più ragionevolmente utilizzabile come variabile esplicativa dei cambiamenti nelle scelte di allocazione del portafoglio dei singoli soggetti.

**Tavola 6 - Attitudine e capacità di risparmio ⁽¹⁾**

	2003	2001
Risparmiare è considerato		
Indispensabile	28.6%	25.6%
Molto utile	41.0%	39.5%
Utile	29.3%	34.1%
Poco utile	1.0%	0.8%
Ha capacità di risparmiare		
No	37.2%*	16.8%*
Sì	62.8%*	83.2%*
di cui - con precisa intenzione	70.8%*	60.1%*
- senza precisa intenzione	29.2%*	39.9%*
Percentuale di reddito annuo risparmiata		
Tasso medio di risparmio ⁽²⁾	12.6%	14.9%
Tasso medio ponderato di risparmio ⁽³⁾	14.8%	15.7%

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra l'anno 2003 e l'anno 2001

(1) La domanda si riferisce ai 12 mesi precedenti l'intervista

(2) Media della percentuale di reddito risparmiata, valorizzata in base ai punti medi delle classi di risparmio; la media si riferisce a coloro che hanno un tasso positivo di risparmio

(3) Media della percentuale di reddito risparmiata, valorizzata in base ai punti medi delle classi di risparmio e ponderata sulla base dei livelli di reddito dichiarati; la media si riferisce a coloro che hanno un tasso positivo di risparmio ed è calcolata su coloro che hanno dichiarato il livello di reddito

Fonte: Borsa Italiana - R&D

3.2 L'attitudine al rischio finanziario

L'attitudine al rischio degli investitori in azioni è un aspetto rilevante per comprenderne i comportamenti e l'evoluzione del portafoglio finanziario. Più della metà degli intervistati si ritiene a vario titolo un investitore "conservatore". L'elemento più rilevante è però rappresentato dalla riduzione della propensione al rischio nel confronto 2001-2003, che trova motivazione, oltre che nelle maggiori difficoltà personali percepite, anche nel diverso contesto di riferimento.

L'accresciuta sensibilità degli investitori italiani nei confronti del rischio finanziario non può infatti che essere collegata a quanto accaduto sui mercati azionari nel periodo di indagine e negli anni precedenti. Si è trattato infatti di un arco di tempo caratterizzato da significativi ribassi degli indici, che hanno seguito un prolungato periodo di crescita a ritmi sostenuti e che sono stati mitigati solo nell'ultimo anno da una fase di recupero. Vi sono stati all'estero e in Italia eventi societari che hanno intaccato l'affidabilità delle regole di funzionamento dei mercati.

L'attitudine al rischio percepita degli intervistati è stata misurata chiedendo loro di collocarsi in quattro possibili categorie alternative⁸, definite per semplicità da quattro

(8) I quattro profili proposti sono così descritti:

- "sono un investitore aggressivo, voglio investimenti che mi diano un rendimento molto alto, un'alta potenzialità di crescita, anche se con un notevole rischio di perdere parte del denaro investito";
- "sono un investitore moderatamente aggressivo, voglio investimenti con un buon rendimento, una buona potenzialità di crescita, anche se con un certo rischio di perdere parte del denaro investito";
- "sono un investitore conservatore, voglio investimenti con un rendimento moderato, una moderata potenzialità di crescita, con poco rischio di perdere parte del denaro investito";
- "sono un investitore molto conservatore; mi piacciono gli investimenti tranquilli e sicuri, anche se so che avrò un rendimento molto più basso".

profili che vanno da “aggressivi” a “molto conservatori”, in funzione di una diversa gradazione delle aspettative di rendimento e dell’attitudine al rischio (inteso sia come variabilità del rendimento che come probabilità di perdita del capitale investito). Il 46,3% si è definito “conservatore” e il 22,5% “molto conservatore”; la maggioranza del campione rientra dunque nelle classi con medio-alta avversione al rischio (tavola 7). Il confronto con la rilevazione del 2001 mette in luce una profonda redistribuzione del campione verso le fasce a minore attitudine al rischio. Gli investitori che si definiscono “aggressivi” e “moderatamente aggressivi” nel 2003 sono il 31,1%, contro il 44,7% nel 2001; gli “aggressivi” scendono dal 7,5% al 2,8%. Le classi di conservatori aumentano, nel complesso, dal 55,3% al 68,8%.

Tavola 7 - Attitudine al rischio finanziario percepita ⁽¹⁾

Tipologia di investitore	2003	2001
Aggressivo	2.8%*	7.5%*
Moderatamente aggressivo	28.3%*	37.2%*
Conservatore	46.3%	43.8%
Molto Conservatore	22.5%*	11.5%*

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra l'anno 2003 e l'anno 2001

(1) La quota percentuale è calcolata sul totale delle risposte effettive

Fonte: Borsa Italiana – R&D

La riduzione dei livelli di rischio dei portafogli può essere letta come un rientro verso condizioni “normali” dopo gli effetti distorsivi sulla percezione del premio per il rischio generati da periodi di intensa crescita dei mercati azionari o come suggerito dalle teorie delle “aspirazioni contingenti”⁹. Può però essere anche una situazione temporanea, collegata ad alcune interpretazioni di natura comportamentale. La flessione dei livelli di rischio a seguito di perdite accumulate è un effetto ampiamente descritto dalla *behavioral finance* (Thaler e Johnson, 1990). In primo luogo, in presenza di perdite realizzate, gli investitori tenderebbero ad accrescere la loro avversione sistematica al rischio e solo la possibilità di recuperare pienamente le stesse sembra indurre un cambiamento in direzione opposta (per il desiderio di cogliere una possibilità di *break even*). Poiché finora i recuperi nei corsi azionari non sono stati sufficienti per tornare in prossimità dei massimi raggiunti nel 2000, è effettivamente possibile che non si siano ancora visti comportamenti di riavvicinamento agli investimenti azionari, ma che questi potrebbero tornare in presenza di maggiori opportunità percepite di *break even*. La teoria del rammarico porta a risultati simili, sottolineando come il dispiacere per una passata decisione sbagliata possa influire sulle decisioni future (Bell, 1982 e Loomes e Sudgen, 1982). In presenza di ricordi di decisioni non ottimali ancora vivi tra gli investitori, questi sono indotti a ridurre la loro propensione al rischio pur di non commettere ulteriori scelte errate di cui già conoscono il *regret*. Le evidenze riportate nel paragrafo 4.4 relative alle motivazioni di detenzione dei titoli azionari in portafoglio suggeriscono come un buon numero di soggetti li detenga tut-

(9) Lopes (1987) suggerisce come alcune condizioni di mercato possano indurre soggetti solitamente avversi al rischio a prendere decisioni di investimento più rischiose di quanto compatibile con il loro profilo “normale”, in quanto percepiscono come più probabile la realizzazione di alcune loro aspirazioni.



tora per non dover monetizzare delle situazioni di perdita, confermando questa interpretazione. Infine, la minore propensione al rischio può essere ricondotta alla minore affidabilità percepita del contesto istituzionale di riferimento¹⁰.

La composizione del portafoglio complessivo per grado di rischiosità percepita rispecchia l'attitudine degli investitori. Il portafoglio del totale del campione vede prevalere l'investimento in strumenti a basso rischio (58,1%), cui si affiancano attività a medio rischio per il 30,5% e ad alto rischio per l'11,4%. La composizione del portafoglio si modifica coerentemente con l'attitudine al rischio (tavola 8), con una crescita della quota investita in strumenti ritenuti ad alto rischio nel passaggio verso classi di investitori che si percepiscono maggiormente aggressivi: 22,7% tra gli aggressivi rispetto al 4,0% tra i molto conservatori. Nel complesso prevalgono i portafogli a minor contenuto di rischio: il 51,4% degli intervistati dichiara di non aver allocato alcuna risorsa in investimenti ad alto rischio mentre il 53,8% ha investito più del 50% in prodotti a basso rischio. Questi risultati, che si basano sulla percezione degli investitori, trovano conferma nella struttura complessiva del loro portafoglio (tavola 13) così come nella tipologia delle azioni detenute (tavola 19).

Tavola 8 - Composizione del portafoglio per livelli di rischio percepiti ⁽¹⁾

Tipologia di investitore	Struttura del portafoglio per classi di rischio		
	Alto	Medio	Basso
Totale campione	11.4%	30.5%	58.1%
Aggressivi e moderatamente aggressivi	22.7%	40.4%	36.9%
Conservatori	7.2%	30.6%	62.2%
Molto Conservatori	4.0%	16.2%	79.8%

Peso in portafoglio	Incidenza sul totale degli intervistati per classi di rischio		
	Alto	Medio	Basso
0%	51.4%	22.8%	6.1%
Fino a 10%	21.5%	7.7%	4.7%
Tra 10% e 30%	17.0%	31.1%	15.0%
Tra 30% e 50%	6.2%	21.8%	20.4%
Tra 50% e 100%	3.1%	13.0%	34.2%
100%	0.8%	3.6%	19.6%

(1) La quota percentuale è calcolata sul totale delle risposte effettive
Fonte: Borsa Italiana – R&D

La riduzione dell'attitudine al rischio e il calo del livello medio di rischiosità del portafoglio sono aspetti significativi alla luce dei quali interpretare alcuni dei comportamenti degli investitori in azioni che saranno descritti nei paragrafi successivi.

(10) Va ricordato che la finestra temporale di riferimento dell'indagine si colloca immediatamente dopo il caso Parmalat e nell'anno successivo ai casi Cirio e Giacomelli in Italia, Enron, Worldcom e Tyco in ambito internazionale. Al momento dell'indagine, in Italia, le risposte istituzionali a tali situazioni non si erano ancora concretizzate. Non a caso, tra i principali problemi che gli intervistati hanno attribuito al mondo della finanza sono stati citati l'inaffidabilità dei bilanci delle società quotate (48,7%), la mancanza di informazione sui prodotti finanziari (37,5%), i conflitti di interesse a sfavore dei risparmiatori (34,4%). Anche questa percezione di minore affidabilità del sistema può aver contribuito a una riduzione della rischiosità complessiva dei portafogli, per compensare la maggiore rischiosità attribuita in generale all'investimento finanziario.

Riquadro 1 – La definizione di rischio per l'investimento azionario

Il concetto di rischio di un titolo è tradizionalmente legato alla volatilità del suo rendimento, che esprime le possibilità di oscillazione del prezzo sia verso l'alto che verso il basso. A questo concetto, misurato solitamente attraverso la varianza, molti investitori sembrano però riservare scarsa attenzione (soprattutto durante i cicli espansivi dei mercati azionari). La *prospect theory* (Khaneman e Tversky, 1974) mette in luce come la flessione di utilità generata da una perdita sia maggiore dell'aumento di utilità generato da un guadagno di pari ammontare; in tal caso concetti come la semivarianza possono meglio rappresentare la realtà. Un titolo può essere dunque percepito come rischioso più in funzione delle possibilità di discesa che di salita dei prezzi, quindi delle possibilità di perdita del capitale investito. Misure dell'ammontare e della probabilità di tale perdita (quali il *value at risk*) sembrano meglio svolgere la funzione di mappare il grado di rischio associato a un investimento da parte degli investitori *retail*.

Quando sollecitati sulla loro percezione del concetto di rischio, pressoché tutti gli intervistati menzionano aspetti legati alla possibilità di perdita del capitale (97,8% degli intervistati) e in particolare alla realizzazione della stessa (essere costretti a vendere in perdita è citato dal 66,5% degli intervistati). La perdita potenziale in un orizzonte temporale di più breve termine (un anno per il 45,3% o addirittura in un giorno per il 42,5%) sembra più rilevante di quella di medio termine (3-5 anni, 29,9%).

Fanno seguito le misure legate alla volatilità (83,8%), quali l'incapacità di prevedere gli andamenti dei prezzi (59,6%). Anche per la volatilità, il breve termine sembra far premio rispetto al medio termine e si nota un decrescere della percezione del rischio al crescere dell'orizzonte temporale (27,6% per 1-3 mesi e 22,8% per 1-3 anni).

La segmentazione dei risultati sulla base della propensione al rischio degli intervistati non individua comportamenti specifici, indicando come non vi sia un mutare della definizione di rischio azionario al cambiare del proprio livello di disponibilità a effettuare investimenti rischiosi.

Il rischio associato all'investimento in azioni

Misure di possibile perdita del capitale

Essere costretto a vendere, perdendo parte del capitale	66.5%	}	97.8%
Riduzione del valore dell'investimento in 1 anno	45.3%		
Il mercato azionario può scendere molto in 1 giorno	42.5%		
Riduzione del valore dell'investimento in 3/5 anni	29.9%		

Misure di volatilità

Difficile prevedere l'andamento del titolo	59.6%	}	83.8%
Variabilità dei rendimenti in 1/3 mesi	27.6%		
Variabilità dei rendimenti in 1/3 anni	22.8%		
Non sa/nessuno di questi	1.9%		

Fonte: Borsa Italiana - R&D



3.3 Il grado di autonomia e la sofisticazione *self-reported*

La profilatura degli investitori in azioni può essere completata considerando altri due parametri: il grado di autonomia decisionale e il livello di conoscenza dei temi finanziari.

Il primo aspetto (tavola 9) ribadisce come l'investitore italiano sia caratterizzato da un'elevata autonomia decisionale: nel 34,4% dei casi decide in piena autonomia e nel 37,7% prima decide e solo in un secondo momento contatta o si confronta con il proprio consulente. Infine il 26,7% presenta forme di delega completa. La situazione appare diversa rispetto al 2001: la percentuale di coloro che decidono in piena autonomia si è ridotta di circa 10 punti percentuali, dal 46,8% al 34,4%. Alla flessione dell'autonomia completa non si è però sostituito un modello di delega piena ma una situazione intermedia, per cui gli investitori continuano a decidere in prima persona però, prima di eseguire l'acquisto o la vendita, si confrontano con il proprio consulente di riferimento.

Maggiori livelli di autonomia sono diffusi presso gli investitori "aggressivi", tra i quali il 42,9% è dotato di un livello di autonomia elevato, contro il 30,8% del resto del campione. Chi opta per la delega tende invece a percepirsi come un investitore più conservatore¹¹.

Tavola 9 - Livello di autonomia decisionale

	2003	2001
Decido autonomamente	34.4%*	46.8%*
Decido e contatto il consulente	37.7%*	20.6%*
Vengo contattato dal consulente	26.7%	30.2%
Altro	1.2%	2.4%

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra l'anno 2003 e l'anno 2001

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Il secondo aspetto rilevante è il livello di conoscenza finanziaria degli investitori in azioni. Seguendo Dorn e Huberman (2002), sono state considerate varie misure di conoscenza o sofisticazione *self-reported*, ovvero rilevate sulla base delle indicazioni fornite dagli stessi intervistati¹². Risulta in generale una situazione piuttosto povera dal punto di vista del grado di diffusione delle conoscenze finanziarie. Se si considerano gli indicatori indiretti, ovvero che tracciano comportamenti dai quali si può presumere un certo livello di sofisticazione finanziaria, il 97,0% degli intervistati non ha mai frequentato corsi sui temi finanziari e il 52,2% dedica meno di mezz'ora la settimana alle attività di informazione e realizzazione dell'investimento (il tempo medio dedicato è di poco più di un'ora).

(11) Va rilevato come, pur essendovi delle correlazioni positive tra livelli di autonomia, attitudine al rischio e conoscenza finanziaria, i valori dei coefficienti di correlazione siano modesti indicando quindi che, pur in presenza di regolarità, tali indicatori non segmentano nel medesimo modo la popolazione.

(12) Le indicazioni relative al tempo dedicato a informarsi, al numero di prodotti conosciuti e le risposte al quiz sono state aggregate in un indicatore sintetico di sofisticazione finanziaria, in base al quale la popolazione è stata distinta in gruppi a bassa, media o alta sofisticazione (in funzione dei terzili della distribuzione), utilizzati in seguito come ulteriore criterio di segmentazione.

Tavola 10 - Frequenza a corsi e tempo dedicato all'investimento

Frequenza a corsi di formazione su temi finanziari ⁽¹⁾		Tempo settimanale dedicato all'attività d'investimento ⁽²⁾	
Non ha frequentato nessun corso	97.0%	Fino a 30 minuti	52.2%
Ha frequentato un corso	3.0%	Da 30 minuti a 1 ora	26.7%
di cui:		Da 1 ora a 2 ore	13.2%
- Universitario o post-universitario	20.0%	Più di 2 ore	7.9%
- Aziendale	35.0%		
- Organizzato da un intermediario	45.0%	Media in minuti	69

(1) La domanda ammetteva una sola risposta

(2) Ha risposto alla domanda il 72,9% degli intervistati

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Anche considerando la conoscenza effettiva, sembrano esservi ampi spazi di miglioramento della situazione attuale. Tra venti famiglie di prodotti finanziari proposti, ne sono note in media 11. I risultati di un sintetico quiz di 8 quesiti vero/falso indicano che in media vengono date tre risposte esatte su otto con un 11,6% degli intervistati che sbaglia o non sa rispondere a tutte le domande proposte¹³. Particolarmente elevato è il numero di mancate risposte (che per alcuni quesiti supera il 50% degli intervistati), a indicare un elevato livello di incertezza su questi temi. E' interessante osservare come tra coloro che possiedono indicatori di conoscenza/sofisticazione finanziaria buoni, vi siano con più probabilità investitori "aggressivi" (41,4%, contro 26,2%), mentre non vi sono grandi differenze in termini di autonomia decisionale.

Tavola 11 - Livello di conoscenza finanziaria effettiva ⁽¹⁾

	Media (SE)	Nessuno	Tutti
N° di prodotti finanziari conosciuti (max 20)	11.0 (5.22)	0%	4.9%
		Nessuna risp. esatta	Tutte risp. esatte
Conoscenza complessiva (max 8) ⁽²⁾	3.1 (1.96)	11.6%	1.0%
Conoscenza prodotti (max 4)	1.6 (1.09)	25.2%	4.7%
Conoscenza mercati (max 4)	1.5 (1.18)	18.5%	4.2%

(1) Misurata come conoscenza dichiarata di 20 famiglie di strumenti finanziari e come risposta corretta a un questionario di otto quesiti vero/falso dove era possibile rispondere anche "non so"

(2) Numero di risposte corrette

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Infine, a ulteriore conferma dell'esistenza di ampi margini per accrescere il livello di cultura finanziaria degli investitori in azioni, soprattutto nell'ottica dell'evoluzione prevista per il contesto regolamentare e normativo, solo il 40,4% dichiara di conoscere la differenza tra strumenti quotati e non quotati. Tra coloro che dichiarano di conoscerla, gli aspetti ritenuti più importanti legati alla quotazione di uno strumento sono la possibilità di

(13) Le famiglie proposte sono quelle riportate in tavola 13. Il quiz prevedeva di rispondere vero/falso/non so ai seguenti otto *statements*: (1) STAR è il segmento di imprese medio-piccole di qualità; (2) Investendo in un'obbligazione non si può mai perdere il capitale; (3) Il valore delle quote dei fondi comuni è noto in ogni istante; (4) E' possibile operare in Borsa fino alle 20.30; (5) Sul Nuovo Mercato sono negoziati i *covered warrant*; (6) I futures sono degli strumenti derivati; (7) Borsa Italiana ammette a quotazione le imprese; (8) L'imposta pagata dal risparmiatore sui guadagni degli investimenti in titoli di Stato e fondi comuni è del 12,5%.



liquidare i propri investimenti in ogni momento (65,6%), la disponibilità in tempo reale del valore dell'investimento (37,9%) e la possibilità di verificare in anticipo a che prezzo sia possibile negoziare (35,9%).

Ne risulta quindi un quadro in cui al basso livello di conoscenza della differenza tra strumenti quotati e non quotati, si aggiunge la caratterizzazione della quotazione con aspetti strettamente connessi al tema della liquidità e non anche con quelli dell'accesso alle informazioni e della vigilanza.

Tavola 12 - Conoscenza degli strumenti quotati

	Quota %
Conoscenza della differenza tra strumenti quotati e non quotati:	
Sì	40.4%
No	41.7%
Non so	17.9%
Se sì, quali sono le caratteristiche più rilevanti degli strumenti quotati ⁽¹⁾:	
Possibilità liquidare i propri investimenti ogni momento	65.6%
Disponibilità in tempo reale del valore investimento	37.9%
Possibilità di verificare in anticipo a che prezzo si può negoziare	35.9%
Maggiore livello di controllo, vigilanza	25.9%
Possibilità di verificare che il prezzo a cui si negozia rispecchi il valore corrente dello strumento	20.1%
Maggiore accesso alle informazioni che possono influenzare l'andamento dei prezzi	15.9%
Non sa	5.8%

(1) Erano ammesse al massimo tre risposte

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Riquadro 2 - La tipologia di investitore: la *cluster analysis*

La finalità delle analisi *cluster* è identificare, all'interno di un insieme di osservazioni, gruppi di soggetti omogenei tra loro ma dissimili dagli altri gruppi, sulla base di misure di (dis)similarità. I gruppi così ottenuti consentono di individuare in modo sintetico le diverse categorie di individui che costituiscono il campione.

Nello specifico, la *cluster analysis* è stata effettuata utilizzando come variabili di segmentazione diciannove *items* elementari (descrittivi delle attitudini all'investimento, dell'interesse per i mercati finanziari e della relazione con gli intermediari) rispetto ai quali è stato chiesto agli intervistati di esprimere un grado di accordo in un *range* da 1 a 5.

I tre gruppi ottenuti sono così caratterizzati ⁽¹⁾:

- **Indipendenti (43,0% del campione).** Sono indipendenti e non vogliono delegare le loro decisioni di investimento. Seguono regolarmente i loro investimenti e il mercato azionario. Rivendicano una forte autonomia nelle scelte.
- **Poco esperti ma interessati (32,1% del campione).** Hanno una buona attitudine alla delega, motivata dal fatto che non si sentono preparati e capaci di valutare pienamente le scelte riguardanti l'allocazione dei loro risparmi. Vogliono però saperne di più sulle diverse possibilità d'investimento, sono alla ricerca delle migliori condizioni e dei migliori servizi, per i quali sono disposti a pagare.

- **Poco esperti e poco interessati (24,9% del campione).** Ritengono di non essere in grado di comprendere il mercato finanziario e non sono interessati ad approfondire questi temi. Non sono disposti a pagare per avere servizi migliori. A differenza del cluster dei poco esperti ma interessati, la soluzione adottata per compensare questa mancanza di informazione non è la delega attiva ma piuttosto la semplificazione, attraverso la detenzione di investimenti percepiti come semplici e a basso rischio e la relazione con una sola istituzione finanziaria.

Composizione del campione per clusters ⁽¹⁾

Clusters	Numero osservazioni	Distribuzione %
Indipendenti	290	43.0%
Poco esperti ma interessati	217	32.1%
Poco esperti e poco interessati	168	24.9%

(1) Cluster analysis ottenuta con la procedura *Fastclus K-means* implementata in Sas, a partire da 10 componenti principali (73,0% della varianza complessiva) ottenute da 19 *items* qualitativi elementari

Elaborazioni Doxa su dati Borsa Italiana - R&D

Il cluster degli indipendenti mostra un livello di sofisticazione finanziaria più elevato rispetto alla popolazione (il numero di soggetti con un livello alto di sofisticazione è pari al 39,9% contro il 33,3%) e una maggior presenza di investitori "aggressivi". Coerentemente, chi ha un basso livello di sofisticazione è sovrappesato nel cluster dei poco esperti e poco interessati (50,0%, contro il circa 28% negli altri clusters), che contiene inoltre in misura maggiore investitori di tipo conservatore (31,5%, contro il 24,7% tra i poco esperti ma interessati e il 15,7% tra gli indipendenti).

Infine, livelli più elevati di delega decisionale sono associati agli individui appartenenti al cluster dei poco esperti ma interessati (nel quale il 42,9% dei soggetti ha un livello di delega piena, rispetto al 36,7% tra gli indipendenti e il 20,3% tra i poco esperti e poco interessati), alla ricerca di servizi di consulenza in grado di rispondere alle loro esigenze di investimento.

(1) La procedura utilizzata ha partizionato i dati a disposizione in tre distinti gruppi non sovrapposti, sulla base di una metrica basata sulla massimizzazione della distanza media tra i gruppi e sulla minimizzazione della distanza media all'interno dei gruppi stessi (secondo un modello chiamato *k-means model* perché i centri dei clusters sono le medie delle osservazioni assegnate ad ogni cluster quando l'algoritmo raggiunge la completa convergenza). L'analisi cluster è stata preceduta da un'analisi fattoriale che ha ridotto i 19 *items* elementari di partenza in 10 fattori principali, capaci di dare conto del 73,0% della varianza complessiva.



4. Le decisioni di investimento

4.1 La struttura del portafoglio e la sua evoluzione

L'evoluzione del contesto economico di riferimento e dei mercati finanziari ha avuto un importante impatto sull'*asset allocation* degli investitori. Nel breve termine si è assistito a uno spostamento a favore di prodotti meno rischiosi, a capitale garantito o più semplici. Sulle attitudini di medio termine pesa una forte incertezza nonché una maggiore cautela nei confronti dell'investimento in azioni. Questo non ha però implicato l'abbandono del mercato azionario da parte degli investitori *retail*.

La fotografia del portafoglio degli investitori in azioni è effettuata proponendo un insieme di indicatori. La prima e la seconda colonna della tavola 13 indicano il grado di diffusione, presso gli investitori in azioni, dei diversi strumenti finanziari. Nel primo caso si tratta di un dato di flusso, poiché considera i comportamenti nel triennio precedente all'intervista. Nel secondo si dà conto della situazione al momento della sua realizzazione¹⁴. La terza e la quarta colonna sono dedicate alla distribuzione media della ricchezza finanziaria tra le varie classi di investimenti; l'ultima propone il differenziale nella distribuzione della ricchezza finanziaria rispetto alla rilevazione del 2001.

Gli investitori in azioni, nel corso del periodo 2001-2003, hanno detenuto o negoziato in media tre tipologie di strumenti finanziari. Oltre ad aver detenuto o negoziato azioni italiane, il 41,3% ha investito in titoli di Stato, il 30,1% in fondi comuni d'investimento¹⁵ (il 20,1% azionari e il 17,5% obbligazionari e monetari), il 28,6% in polizze assicurative (vita, pensionistiche, *unit* e *index linked*). I titoli obbligazionari sono diffusi presso il 17,3%, i depositi postali presso il 23,1% e i fondi pensione presso il 10,1%. Le azioni quotate estere sono state detenute o negoziate dal 7,7% degli intervistati¹⁶. La struttura media del portafoglio è stata calcolata sia pesando egualmente ogni individuo, sia tenendo conto della classe di ricchezza a cui appartiene. La detenzione diretta di azioni, in gran parte domestiche, assorbe circa un quarto della ricchezza finanziaria complessiva. Considerando anche l'investimento azionario indiretto attraverso fondi, la detenzione di *equity* raggiunge il 31,7% (quantificazione *equally weighted*). Più di un terzo del porta-

(14) La necessità di affiancare al dato puntuale un dato di flusso deriva dall'opportunità di cogliere anche le situazioni di momentanea assenza di un prodotto in portafoglio. Inoltre, un numero esiguo di intervistati non ha segnalato il possesso di un conto corrente (bancario o postale), strumento invece necessario per detenere o movimentare azioni; verosimilmente questa risposta è dovuta al fatto di non attribuire in tal caso al conto corrente obiettivi di accumulo dei propri risparmi.

(15) Le azioni e i fondi comuni azionari sono in effetti percepiti come prodotti diversi. La maggioranza del campione giudica l'investimento diretto in azioni più rischioso (70,7%), caratterizzato dalla possibilità di rendimenti più alti (60,9%) e lo associa alla necessità di un maggiore livello di autonomia e responsabilità (36,4%). All'investimento in fondi è maggiormente associata la possibilità di avere rendimenti più costanti (44,9%), il non richiedere competenze specifiche per effettuare l'investimento (36,6%), che sia possibile non movimentarlo per molti mesi (34,4%) e che sia facile da gestire (34,2%). Gli investitori giudicano equivalenti i due strumenti per quanto riguarda la facilità nel seguire l'investimento (48,4%) e nel liquidarlo (42,4%).

(16) I mercati di negoziazione di riferimento sono però quasi sempre quelli gestiti da Borsa Italiana. Solo il 9,3% degli intervistati dichiara di aver negoziato prodotti finanziari su mercati esteri (19,2% nel 2001). I più citati sono il mercato tedesco (3,6% degli intervistati) e il Nasdaq (2,7%).

foglio è investito in liquidità (27,7% in depositi e conti correnti bancari e 6,3% in depositi e conti correnti postali) e il 13,3% in titoli di Stato. La detenzione obbligazionaria complessiva (titoli di Stato, obbligazioni e fondi obbligazionari) raggiunge il 25,7%. Infine il 6,9% è destinato a investimenti di tipo assicurativo e previdenziale¹⁷. L'utilizzo delle due definizioni di struttura del portafoglio non modifica il quadro complessivo e soprattutto la versione *wealth weighted* non ne accresce la componente *equity*.

Tavola 13 - Investimenti e portafoglio degli investitori in azioni

Strumenti	Investimenti ⁽¹⁾	Portafoglio ⁽²⁾	Struttura portafoglio ⁽³⁾		Variazione 2001-2003 ⁽⁴⁾ Equally weighted
			Wealth weighted	Equally weighted	
Depositi e conti correnti bancari	79.1%	74.1%	27.7%	32.6%	+2.6%
Depositi e conti correnti postali	23.1%	17.6%	6.3%	6.7%	+3.6%
Titoli di Stato	41.3%	32.0%	13.3%	11.8%	+3.6%
Titoli obbligazionari bancari o di società e organizzazioni, in euro	15.3%	11.7%	5.1%	3.5%	} +1.9%
Titoli obbligazionari bancari o di società e organizzazioni, in valuta diversa dall'euro	2.7%	1.6%	0.2%	0.1%	
Obbligazioni indicizzate, strutturate	3.7%	2.7%	0.9%	0.6%	
Operazioni pronti c/termine	3.1%	1.6%	0.6%	0.5%	-0.1%
Azioni di società quotate:					
- presso Borsa Italiana	100.0%	67.7%	23.0%	25.2%	-7.0%
- su borse estere	7.7%	5.5%	1.7%	1.2%	-0.4%
Azioni di società non quotate (con finalità di investimento finanziario)	0.9%	0.9%	0.4%	0.2%	-0.1%
Fondi di investimento (o SICAV) azionari					
- Italia	17.9%	15.0%	4.8%	4.0%	-1.5%
- Estero	6.8%	4.9%	1.8%	1.1%	-2.0%
Fondi di investimento monetari, obbligazionari e bilanciati	17.5%	14.5%	6.2%	4.5%	-1.3%
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari (Gpm)	1.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.0%
Gestioni patrimoniali in fondi (Gpf)	1.5%	1.0%	0.6%	0.3%	-0.7%
Polizze assicurative vita o pensionistiche	27.0%	24.4%	4.3%	4.7%	} +1.3%
Polizze garantite <i>index, unit linked</i>	3.7%	3.3%	0.9%	0.7%	
Fondi pensione o FIP	10.1%	9.6%	1.7%	1.9%	+0.1%
Strumenti derivati	2.2%	1.0%	0.2%	0.1%	-0.3%
ETF	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	+0.1%
			100.0%	100.0%	
Grado di eterogeneità del portafoglio ⁽⁵⁾	3.1 (1.96)	2.9 (1.78)			

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver detenuto, acquistato o venduto nel corso dei tre anni precedenti l'intervista (2001-2003) lo strumento corrispondente

(2) Percentuale di intervistati che all'atto dell'intervista deteneva in portafoglio lo strumento corrispondente

(3) *Wealth weighted*: media pesata della struttura percentuale del portafoglio degli intervistati, dove i pesi sono rappresentati dai livelli di ricchezza finanziaria dichiarati (include coloro che hanno dichiarato tale informazione, ossia l'85,3% degli intervistati). *Equally weighted*: media aritmetica della struttura percentuale del portafoglio degli intervistati (include coloro che hanno dichiarato l'intera struttura del portafoglio, ossia il 93,5% degli intervistati)

(4) Differenza tra la quota percentuale della rilevazione 2003 e quella della rilevazione 2001

(5) Numero medio (deviazione standard) di tipologie di strumenti finanziari posseduti e/o negoziati o in portafoglio a fine 2003

Fonte: Borsa Italiana – R&D

(17) Nel confronto con la distribuzione delle attività finanziarie delle famiglie italiane (Banca d'Italia, 2004a) il portafoglio degli investitori in azioni risulta sovra-pesato sull'investimento azionario domestico (che pesa circa il 25% rispetto a poco più del 5% del totale della popolazione), a scapito della quota di ricchezza allocata in forma di liquidità (più del 40% presso l'intera popolazione) e delle forme di investimento previdenziale (quasi 20%). Il peso dei prodotti del risparmio gestito è invece pressoché equivalente.



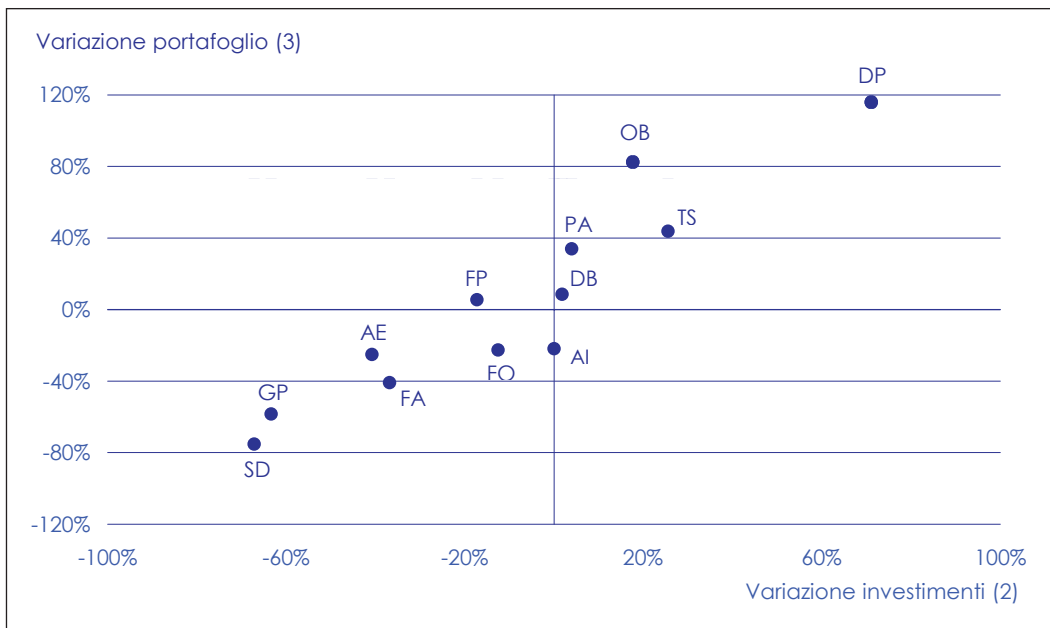
Il confronto con la rilevazione del 2001 mette in luce, anche presso gli investitori in azioni, spostamenti di *asset allocation* simili a quelli che hanno caratterizzato l'insieme dei risparmiatori italiani¹⁸. Nell'ultima colonna della tavola 13 sono riportate le differenze in valore assoluto della struttura percentuale del portafoglio tra le due rilevazioni. Nella Figura 1 sono riportate la variazione di coloro che hanno investito (ascisse) e la variazione del peso dei diversi strumenti finanziari nel portafoglio aggregato *equally weighted* (ordinate), entrambe espresse come variazione percentuale delle quote al fine di normalizzare per il diverso peso dei prodotti finanziari all'interno del portafoglio medio. La variazione del numero di soggetti coinvolti nell'investimento è nulla per definizione per le azioni italiane, date le modalità di campionatura adottate. Gli ETF non sono riportati poiché non presenti nella rilevazione del 2001.

I cambiamenti osservati nel triennio 2001-2003 sono riconducibili alla riduzione della rischiosità complessiva del portafoglio, in modo del tutto coerente con l'aumento di investitori che si definiscono "conservatori". Lo spostamento a favore di prodotti finanziari a minor contenuto di rischio o a maggior contenuto previdenziale e assicurativo è avvenuto a scapito dell'investimento azionario. È cresciuta la rilevanza dei depositi (DB e DP), delle obbligazioni (OB), dei titoli di Stato (TS), delle polizze assicurative e dei prodotti previdenziali (PA e FP), mentre si è ridotto quello delle azioni italiane ed estere (AI e AE) e dei fondi azionari (FA). Una seconda direzione di cambiamento è la relativa penalizzazione del risparmio gestito, che sembra muoversi indipendentemente dal contenuto di rischio dei prodotti. È sceso sia il peso dei fondi azionari (FA) che di quelli obbligazionari (FO), benché per questi ultimi in misura minore, così come delle gestioni patrimoniali (GP). La scelta di prodotti a minor contenuto di delega è un aspetto che sembra aver inciso sui comportamenti degli investitori in azioni. Come evidenziato nel precedente paragrafo, i processi decisionali di investimento non sembrano andati nella direzione di favorire forme di delega completa. In questa direzione può essere letto anche il relativo favore con cui sono accolti, presso questo segmento di investitori, gli *exchange traded funds*, da poco quotati sul mercato italiano e diffusi solo presso lo 0,3% degli investitori, ma ritenuti un prodotto interessante per gli obiettivi di *asset allocation* da quasi il 70% degli intervistati¹⁹.

È inoltre indubbio che sul posizionamento relativo di ciascun prodotto hanno inciso anche le politiche distributive e di marketing adottate dagli intermediari finanziari. L'aggregato dei depositi, e soprattutto di quelli postali, ha beneficiato del lancio di alcuni prodotti semplici a basso costo e a capitale protetto. La stessa crescita delle polizze assicurative e garantite e delle obbligazioni (anche strutturate) può essere dipesa dalle scelte distributive di molti intermediari.

(18) Si veda a tal proposito l'evoluzione della serie storica dei Conti Finanziari delle famiglie, in Banca d'Italia (2004a).

(19) Il 26,7% degli intervistati si è dichiarato potenzialmente molto interessato agli ETF, e il 41,1% interessato. Tra le caratteristiche più apprezzate vi sono le commissioni di gestione ridotte (il 79,7% lo ritiene un aspetto molto interessante o interessante), la disponibilità in tempo reale del valore delle quote del fondo (79,2%) e la possibilità di liquidare i propri investimenti in ogni momento (72,5%).

Figura 1 - Investimenti effettuati: un confronto 2003-2001 ⁽¹⁾


(1) I simboli indicano rispettivamente: AE: azioni estere; AI: azioni italiane; DB: depositi e conti correnti bancari; DP: depositi e conti correnti postali; FA: fondi azionari; FO: fondi obbligazionari; FP: fondi pensione; GP: gestioni patrimoniali; OB: obbligazioni; PA: polizze assicurative; SD: strumenti derivati; TS: titoli di Stato

(2) Variazione percentuale della quota di intervistati che ha investito nel corso dei tre anni (2003-2001) e dei due anni (2000-1999) precedenti l'intervista (nello strumento corrispondente)

(3) Variazione percentuale della struttura percentuale del portafoglio *equally weighted* nel 2003 e nel 2001

Fonte: Borsa Italiana - R&D

L'attuale struttura del portafoglio degli investitori in azioni evidenzia dunque una minore importanza dell'investimento azionario, benché resti la seconda *asset class* per peso relativo in portafoglio dopo la liquidità (tavola 13). Tra gli investitori in azioni, per come definiti ai fini della ricerca, al momento dell'intervista (dicembre 2003) 1 su 3 circa non deteneva in portafoglio azioni in modo diretto (32,3%)²⁰. La scelta dell'uscita dal mercato azionario non appare però definitiva. Tra chi non aveva in quel momento azioni in portafoglio, solo 1 su 5 (ovvero il 5,8% del totale degli intervistati) dichiara infatti di avere abbandonato "in modo definitivo" l'investimento in azioni; il dato, pur in crescita rispetto al 2001 (2% circa), non segnala una situazione particolarmente critica. Nella maggioranza dei casi la non detenzione si basa su motivazioni di natura congiunturale, quali la necessità di ottenere rendimenti migliori con investimenti alternativi e l'obiettivo di diversificare ulteriormente le proprie attività finanziarie.

Indubbiamente, si rileva una forte incertezza nei processi di investimento. L'85,6% degli intervistati ha dichiarato che quanto accaduto sui mercati finanziari ha reso più cauto il loro atteggiamento, ma in meno della metà dei casi (45,2%) ciò ha avuto effetti di lungo ter-

(20) La discrepanza tra i tassi di abbandono dell'indagine (32,3%) e quelli impliciti nella rilevazione sull'intera popolazione (15,6%) trovano motivazione nell'errore campionario che per quest'ultima, come sottolineato nel paragrafo 2, può essere significativo. Tra i due risultati il primo risulta dunque più attendibile.



mine sull'investimento azionario. Il 40,4% sostiene che l'attitudine di medio termine non si sia modificata e un ulteriore 11,1% non ritiene di essere più cauto.

Sul fronte degli scenari evolutivi di breve termine, il 49,9% del campione dichiara che non intende modificare la struttura del proprio portafoglio, mentre il 37,6% non ha idea sul da farsi. Solo il 12,4% (in gran parte del *cluster* degli indipendenti) prefigura modifiche della struttura del portafoglio, in prevalenza concentrate in una ulteriore riduzione del livello di rischiosità attraverso lo smobilizzo di risorse investite in azioni o fondi azionari (comportamento indicato dal 52,4% del campione, ma in parte compensato dall'acquisto di azioni, menzionato dal 15,5%). I cambiamenti nella struttura del portafoglio non sono tanto riconducibili alla disponibilità di nuovi prodotti in cui investire (4,8%) o al mutare degli obiettivi di investimento, quali l'acquisto di una casa (19,0%). Le ragioni più menzionate sono l'aver ottenuto in passato risultati diversi da quelli attesi (55,9%), la necessità di far fronte alle mutate condizioni di mercato (33,3%, che sale al 42,5% tra gli indipendenti) e la gestione della sfiducia nei confronti del mercato finanziario (22,6%, che sale al 31,6% nel *cluster* dei poco esperti e poco interessati).

4.2 Le determinanti della quota di ricchezza investita in azioni

Le informazioni disponibili consentono di approfondire due comportamenti legati alla detenzione di azioni, ovvero la scelta della quota destinata all'investimento azionario sul totale delle attività finanziarie e la decisione di abbandonare l'investimento azionario²¹, rispetto al quale la letteratura empirica è al momento pressoché inesistente. Entrambe queste scelte sono tipicamente analizzate attraverso modelli econometrici che utilizzano come variabili esplicative le caratteristiche demografiche e comportamentali degli intervistati e delle loro famiglie.

La stima delle determinanti della quota di ricchezza finanziaria investita in azioni mostra alcune criticità metodologiche legate ai criteri di definizione del campione di riferimento e alla natura della variabile dipendente. Con il set informativo disponibile questi problemi sono difficilmente superabili, con particolare riferimento al *selection bias* dovuto all'aver osservato solo i soggetti che hanno deciso di investire in azioni²². Nonostante questi limiti metodologici, si è proceduto a una stima lineare del modello. I risultati ottenuti appaiono in linea con precedenti evidenze riguardanti sia il caso italiano che alcuni confronti internazionali (Guiso, Haliassos e Jappelli 2003), dove in generale si stenta a

(21) La struttura della banca dati, riguardante esclusivamente gli investitori in azioni, non consente di stimare la decisione di partecipazione/non partecipazione al mercato azionario, che invece assorbe una parte consistente della letteratura sull'argomento.

(22) Nelle banche dati che contengono anche coloro che non sono mai stati investitori in azioni, il problema del *selection bias* può essere risolto tenendo conto, nella stima delle determinanti delle quote di attività finanziarie investite in azioni, delle caratteristiche alla base della scelta di essere investitori in azioni attraverso modelli a due stadi. La mancata soluzione di questo problema potrebbe implicare inconsistenza delle stime OLS in presenza di errori della regressione del primo stadio correlati con quelli del secondo stadio. Un secondo limite della banca dati disponibile è la struttura della variabile dipendente, che dovrebbe essere continua. Essa presenta invece dei *clusters* in corrispondenza di alcuni valori (tipicamente multipli di cinque o di dieci), cosa che tende ad accadere quando si chiede direttamente all'intervistato la quota di ricchezza investita in un *asset*. Questo problema, non risolvibile, implica una distribuzione non-normale degli errori della regressione.

individuare caratteristiche socio-demografiche (età, formazione scolastica, reddito e ricchezza) statisticamente significative nello spiegare la quota di *assets* finanziari detenuta in azioni dalle famiglie. Le evidenze osservate sono gli effetti negativi del numero di tipi di strumenti detenuti in portafoglio (al crescere del quale scende la quota di ricchezza finanziaria investita in azioni), dell'essere imprenditori/liberi professionisti e, anche se in modo meno netto, dell'appartenenza al *cluster* dei poco esperti e poco interessati, nonché della durata dell'esperienza come investitori in azioni. Incidono invece positivamente variabili di controllo quali la residenza in una regione del Nord. Nel modello riguardante la detenzione indiretta (ovvero tramite fondi azionari), è risultata significativa e con segno negativo solo la numerosità di tipi di strumenti in portafoglio.

La scelta di non investire più in azioni ha invece maggiori possibilità di spiegazione attraverso il *dataset* disponibile (tavola 14) ed è stata stimata facendo ricorso a un modello logistico²³. Tra le diverse famiglie di variabili utilizzate, quelle che appaiono più correlate alla scelta di uscire dal mercato azionario sono le caratteristiche attitudinali e comportamentali degli investitori. Sembra invece più difficile cogliere in modo statisticamente robusto l'incidenza degli aspetti socio-demografici o di altre variabili di controllo (caratteristica peraltro piuttosto ricorrente in questa classe di modelli).

Tra gli aspetti attitudinali, una maggiore avversione al rischio accresce la probabilità che nel periodo di indagine l'investitore abbia smobilizzato la propria posizione in azioni. La variabile "conservatori" (che vale 1 per chi ha dichiarato di ritenersi un investitore conservatore o molto conservatore, 0 se aggressivo o moderatamente aggressivo) presenta infatti un'elevata significatività statistica e un *odds ratio* superiore a 1²⁴.

Un basso livello di autonomia tende invece a ridurre la probabilità di uscire dall'investimento azionario, come dimostrato dalla variabile "delega" (pari a 1 quando gli investitori delegano completamente la gestione del portafoglio, 0 altrimenti). In presenza di decisioni delegate a figure professionali viene quindi più difficilmente deciso di uscire totalmente da una tipologia di investimento in fasi di mercati avversi (in questo caso l'azionariato diretto in titoli italiani), riducendo la variabilità nella composizione dell'*asset allocation* e mantenendo un maggiore livello di diversificazione.

(23) Pur trattandosi di un campione *cross-section*, la stima dell'uscita dal mercato azionario è resa possibile dal fatto che sono osservati coloro che avevano investito nei tre anni precedenti, eventualmente usciti dal mercato azionario al momento dell'indagine. Le variabili esplicative hanno però tutte natura statica, limite che potrebbe essere superato solo disponendo di una *dataset* di tipo *panel*.

(24) La variabile è stata inclusa nel modello per cogliere la componente del livello di avversione al rischio che dipende dagli aspetti comportamentali, affiancandola ad altre variabili socio-demografiche che potrebbero esse stesse incidere sul livello di avversione.

**Tavola 14 - Determinanti della scelta di non investire in azioni (1)**

	Odds Ratio	Robust s.e.	z	P-value
Conservatori	1.579 **	0.344	2.09	0.036
Delega completa	0.533 ***	0.120	-2.80	0.005
Conoscenza finanziaria	0.442 **	0.172	-2.09	0.036
Eterogeneità	0.867 **	0.062	-2.01	0.045
Esperienza pre-2000	1.461	0.395	1.40	0.161
Cluster "poco esperti e poco interessati"	1.255	0.267	1.07	0.286
Professionisti	1.296	0.318	1.06	0.291
Età > 60 anni	0.886	0.353	-0.30	0.762
Ricchezza finanziaria	0.921	0.199	-0.38	0.704
Maschi	0.753	0.149	-1.43	0.153
Nord Ovest	0.976	0.243	-0.10	0.922
Nord Est	0.932	0.275	-0.24	0.811
Centro	1.002	0.306	0.01	0.996
Grandi centri	0.875	0.200	-0.58	0.560
Medi centri	0.925	0.210	-0.34	0.733
Numero di osservazioni	591 di cui 188 (31.8%) assumono valore 1			
Covariate patterns	560			
Prob > chi2 (2)	0.0038			
Hosmer-Lemeshow (3)	4.82 (0.7767)			
Area sotto la curva ROC (3)	0.6501			
Numero di oss. correttamente classificate (3)	68.36%			

** Variabile statisticamente significativa al 5%

*** Variabile statisticamente significativa all'1%

(1) Il modello stimato è di tipo *logit*, dove la variabile dipendente assume valore 1 se l'investitore non deteneva più azioni italiane quotate al momento dell'intervista e valore 0 se le deteneva. Un *odds ratio* maggiore di 1 indica che la corrispondente variabile indipendente contribuisce ad aumentare la probabilità di non detenere azioni italiane quotate e viceversa se l'*odds ratio* è minore di 1

(2) Confronto tra il modello stimato e l'alternativa della sola costante

(3) Misure di *goodness of fit*: le procedure sono implementate in Stata 8 ed evidenziano una buona capacità di stima del modello

Fonte: Borsa Italiana – R&D

La probabilità di uscita dal mercato azionario può essere inoltre ricondotta alla familiarità degli intervistati con le caratteristiche e le regole di funzionamento dei mercati. La variabile “conoscenza finanziaria” misura direttamente il grado di conoscenza effettiva in funzione delle risposte fornite ad alcune semplici domande (paragrafo 3.3). Se si hanno buone conoscenze effettive si riduce la probabilità di abbandono del mercato azionario, poiché i costi percepiti, anche di tipo informativo, di continuare a investirvi (anche per esempio in fasi di mercato considerate non particolarmente favorevoli) sono inferiori. Se come ulteriore *proxy* di sofisticazione finanziaria si utilizza anche una *proxy* del possibile grado di diversificazione del portafoglio (variabile “diversificazione”, misurata dal numero di tipologie di strumenti finanziari detenuti, escluse le azioni italiane quotate in via diretta) si osserva, nella stessa direzione, come al crescere dei livelli di diversificazione diminuisca la probabilità di uscita dall'investimento azionario.

Sempre tra le variabili comportamentali, seppure con una minore significatività statistica, aver iniziato a investire prima del 2000 accresce la probabilità di uscita dall'investimento azionario, risultato che non dà supporto empirico alla considerazione in base alla quale la lunga esperienza attenua le probabilità di abbandono dell'investimento azionario.

Verosimilmente questo risultato potrebbe trovare maggiore spiegazione nell'evoluzione dei corsi azionari nel periodo di riferimento. Infine, il segno della variabile "poco esperti e poco interessati" indica, seppur senza significatività, che sembrerebbero aver maggiormente abbandonato l'investimento in azioni italiane quotate proprio gli investitori appartenenti a questo *cluster*, costituito da investitori poco esperti e poco interessati all'attività di investimento e che tipicamente tendono a favorire prodotti finanziari più semplici.

Tra i risultati ottenuti dalla regressione, quelli riguardanti le caratteristiche socio-demografiche degli individui consentono altre linee di interpretazione, seppur in presenza di una minore significatività statistica. La teoria economia suggerisce come, in presenza di rischi cosiddetti inassicurabili (rischio da reddito da lavoro, rischio di longevità e rischio da possesso di attività illiquide, come gli immobili), le scelte di investimento non dipendano unicamente dal livello di propensione al rischio finanziario. L'investitore, che deve considerare esogeni o difficilmente modificabili i rischi inassicurabili, potrebbe tendere a ridurre i rischi che possono essere evitati, quali il rischio di portafoglio. Il sopraggiungere di rischi inassicurabili può quindi essere alla base dell'abbandono dell'investimento azionario. All'interno di questo *framework* interpretativo, il rischio da reddito da lavoro deriva dall'incertezza sull'ammontare delle entrate cui sono maggiormente soggetti, ad esempio, gli imprenditori o i liberi professionisti. Nel modello, l'indicazione data dal segno del coefficiente della variabile "professionista" (pari a 1 se l'investitore è un imprenditore/lavoratore autonomo, 0 altrimenti) va nella giusta direzione, indicando che lo svolgere un'attività caratterizzata da alta variabilità del reddito da lavoro può aumentare la probabilità di uscita dall'investimento azionario²⁵. Il rischio di longevità è invece connesso all'impossibilità di prevedere con esattezza il numero di anni di vita residua e le eventuali spese che dovranno essere sostenute in età avanzata: ci si aspetterebbe dunque di osservare tra gli anziani una maggiore probabilità di uscita dall'azionario, in seguito a una strategia di spostamento verso investimenti a basso rischio e di progressiva decumulazione del capitale investito. La variabile "età maggiore di 60 anni" (pari a 1 per coloro che hanno più di 60 anni, 0 altrimenti) non risulta però statisticamente significativa e il segno del coefficiente non è inoltre quello atteso.

Qualche considerazione aggiuntiva meritano anche i dati registrati per il livello di ricchezza finanziaria, per i quali la teoria economica suggerisce una correlazione negativa con l'uscita dal mercato azionario. In presenza di elevati livelli di ricchezza situazioni occasionali di tensione finanziaria, che potrebbero indurre l'uscita dal mercato azionario, dovrebbero essere più facilmente ammortizzabili. Va tenuto conto in riferimento al modello stimato, che oltre un terzo degli intervistati si è rifiutato di dichiarare esplicitamente il proprio livello di ricchezza finanziaria e ha indicato solo se era al di sopra di una soglia limite (15.000 euro). Per evitare di fare riferimento a un campione di dimensioni molto ridotte è quindi stata utilizzata una variabile *dummy* che assume valore 1 quando l'inter-

(25) Più difficile è stato cogliere un eventuale impatto della percezione della propria situazione finanziaria generale. Il coefficiente della variabile "preoccupati", definita come coloro che hanno dichiarato di essere preoccupati circa la loro situazione finanziaria attuale, una volta inclusa nel modello è risultato estremamente prossimo all'unità nonché non significativo.



vistato ha dichiarato di avere una ricchezza finanziaria al di sopra di tale soglia, 0 quando al di sotto. Non ci sono quindi differenze tra gli investitori con ricchezza rispettivamente minore o maggiore di 15.000 euro; non si è però in grado di escludere che nella realtà esistano altri effetti differenziali tra classi di ricchezza più estreme.

In ultimo, sono state inserite nella regressione variabili *dummy* che indicano il sesso dell'intervistato (variabile "maschi"), la provenienza geografica per macro-aree territoriali (con tre *dummy*, che indicano differenze rispetto al Sud) e la dimensione del centro di residenza (con due *dummy*, che indicano differenze rispetto ai piccoli centri). Ne risultano coefficienti poco significativi; si può segnalare come l'essere uomini riduce la probabilità di uscita, risultato coerente con l'evidenza relativa alla maggiore propensione agli investimenti rischiosi rispetto alle donne.

I risultati ottenuti mettono dunque in luce come l'abbandono dell'investimento azionario possa, almeno in parte, essere ricondotto alle medesime spiegazioni legate alla decisione di non investire mai in questa categoria di strumenti. Le caratteristiche socio-demografiche, di attitudine al rischio o di valutazione dei costi (effettivi o intangibili) di partecipazione di coloro che non hanno mai investito in azioni possono quindi concorrere anche ad accrescere la probabilità che questa scelta sia temporanea o discontinua nel tempo, al mutare delle condizioni personali o di contesto.

4.3 Il portafoglio azionario italiano

La quota di ricchezza detenuta in modo diretto in azioni italiane, come riportato in tavola 13, ammonta al 25% circa. I dati di dettaglio evidenziano come tale quota sia raggiunta investendo in un numero ridotto di titoli, attraverso portafogli molto concentrati. Il 93,5% degli investitori in azioni italiane possiede meno di 5 titoli, e 3 su 4 circa ne possiedono al massimo due. Il numero di titoli detenuti aumenta al crescere del livello di sofisticazione *self-reported* degli investitori (paragrafo 3.3).

Tavola 15 - Numero di azioni componenti il portafoglio di azioni italiane⁽¹⁾

Numero azioni detenute	%	Livello di sofisticazione ⁽²⁾		
		Basso	Medio	Alto
1	51.0%	70.3%	47.1%	35.5%
2	23.9%	21.7%	28.0%	22.9%
3	15.1%	6.5%	19.1%	19.9%
4	3.5%	0.7%	2.9%	6.6%
5	1.3%	-	-	3.6%
oltre 5	4.6%	-	2.2%	10.8%
Non indica	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
Totale	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) Base: coloro che hanno dichiarato di detenere azioni italiane quotate (475)

(2) Ottenuto come indicatore sintetico del tempo dedicato all'investimento e della conoscenza dei temi finanziari
Fonte: Borsa Italiana – R&D

Tra le modalità di acquisto dei titoli detenuti in portafoglio, nel 37,5% si è trattato di offerte pubbliche in occasione di processi di privatizzazione (tenuto conto dell'evoluzione degli ultimi anni, il dato è ovviamente in discesa rispetto al 64,6% registrato ad ana-

loga domanda nel 2001). Il 6,3% degli investitori ha acquistato i titoli in portafoglio durante recenti operazioni di IPO di società private (12,9% nel 2001). Per il 70,8% di coloro che hanno sottoscritto una privatizzazione, si tratta dell'unico momento di acquisto di azioni²⁶. Infine, il 57,7% degli intervistati ha acquistato le azioni detenute al momento dell'indagine sul mercato secondario e si tratta dell'unica modalità di acquisto nell'82,1% dei casi.

Tavola 16 - Momento dell'acquisto delle azioni italiane (1)

Hanno acquistato:	Durante una privatizzazione	Sul mercato, titoli di società già quotate	Durante una IPO (non priv.)	Altro	Non sa/ non indica
%	37.5%	57.7%	6.3%	0.4%	7.8%
<i>di cui (2):</i>					
Solo in quell'occasione	70.8%	82.1%	30.0%	50.0%	..
Anche in altre occasioni	29.2%	17.9%	70.0%	50.0%	..
<i>di cui:</i>					
- Privatizzazione	..	15.3%	46.7%	50.0%	..
- Società già quotata	23.6%	..	40.0%	-	..
- IPO	7.9%	4.4%	..	-	..
- Altro	0.6%	-	-

(1) Base: coloro che hanno dichiarato di detenere azioni italiane quotate (475). Erano possibili risposte multiple

(2) Base: per ogni colonna, coloro che hanno acquistato nella rispettiva occasione

Fonte: Borsa Italiana – R&D

La stragrande maggioranza degli investitori (circa 9 su 10) possiede titoli di società Blue Chip²⁷, che costituiscono spesso l'unica tipologia di azioni posseduta direttamente. L'azionariato diretto in azioni scambiate in altri mercati o segmenti sostanzialmente accompagna la detenzione di società di grande capitalizzazione (tavola 17). Il 15,3% ha investito in titoli del Nuovo Mercato e l'11,7% detiene azioni di società di piccola o media dimensione. Tra queste, il 4,9% al momento dell'intervista deteneva titoli del segmento Star, il 6,9% del segmento di Borsa ordinario e l'1,7% titoli quotati sul Mercato Expandi.

In media, la quota del portafoglio azionario diretto investita in Blue Chip è elevata (84,1%) e in crescita rispetto al 2001, anche se resta inferiore al peso effettivo dei titoli di questo segmento pari al 91,2% (a fine 2003). Il dato per le Blue Chip supera nettamente quello per le *mid & small caps* (7,2%), in discesa e in linea con il peso sul totale del mercato (7,0%), e quello per i titoli del Nuovo Mercato (8,7%) che pur essendo sceso nettamente rispetto al 2001, resta sopra la sua quota della capitalizzazione complessiva (1,7%).

(26) La rilevanza delle privatizzazioni nell'avvicinare il *retail* all'investimento azionario è sottolineata anche dal numero dei richiedenti tra il pubblico italiano, pari per Telecom Italia (1997) a 1,97 milioni, per Eni 4 (1998) a 1,68 milioni, per Enel 1 (1999) a 3,76 milioni e per Finmeccanica (2000) a 2 milioni (R&S, 2000).

(27) All'interno del MTA, appartengono al segmento Blue Chip le società la cui azione ordinaria ha una capitalizzazione di mercato superiore agli 800 milioni di euro.

**Tavola 17 - Composizione del portafoglio di azioni italiane ⁽¹⁾**

Tipologia	2003		2001	
	Intervistati %	Peso (media)	Intervistati %	Peso (media)
Blue Chip	90.3%	84.1%	87.6%	76.5%
Mid & small caps	11.7%	7.2%	19.9%	9.0%
Nuovo Mercato	15.3%	8.7%	30.7%	14.5%
Non sa, non indica	2.9%	..	2.5%	..
Totale	..	100.0%	..	100.0%

(1) Detentori di azioni italiane al momento della realizzazione dell'indagine (444 nel 2003 e 557 nel 2001); la struttura percentuale del portafoglio è calcolata escludendo coloro che non hanno saputo indicare la ripartizione
Fonte: Borsa Italiana - R&D

Tavola 18 - Frequenza congiunta per tipologia di azioni italiane detenute ⁽¹⁾

Possiedono:	Blue Chip	Mid & small caps	Nuovo Mercato
%	90.3%	11.7%	15.3%
di cui ⁽²⁾ :			
Solo tale categoria	82.8%	36.5%	33.8%
Anche altre categorie	17.2%	63.5%	66.2%
di cui:			
- Blue Chip	..	61.5%	64.7%
- Mid & small caps	8.0%	..	11.8%
- Nuovo Mercato	11.0%	15.4%	..

(1) Base: coloro che hanno dichiarato di detenere azioni italiane quotate e hanno saputo indicare una composizione del loro portafoglio (444)

(2) Base: per ogni colonna, coloro che detengono azioni della rispettiva categoria

Fonte: Borsa Italiana - R&D

Vista la minore propensione al rischio finanziario dichiarata dagli investitori in azioni, è apparso interessante verificare verso quali tipologie di azioni, ordinate per livello di rischio, si siano orientate le scelte di investimento diretto degli investitori *retail*. Le azioni quotate presso i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana sono quindi state ordinate in base a una misura di *value at risk*, che coglie meglio della volatilità il concetto di rischio per come percepito da questa categoria di investitori (si veda al riguardo il Riquadro 1)²⁸. Pur non essendo disponibile un dato di confronto rispetto al 2001 i risultati evidenziano come, coerentemente con la propensione al rischio *self-assessed*, anche nel caso della detenzione diretta di azioni gli investitori *retail* si siano orientati verso scelte prevalentemente conservative (tavola 19).

(28) Il calcolo dei VaR (al 95%, su un investimento pari a 100) è stato effettuato sui giorni di negoziazione effettiva dei singoli titoli nel periodo 1.1.2003-31.12.2003 e ipotizzando una distribuzione normale dei rendimenti. Sono state escluse 5 società con meno di 100 osservazioni disponibili (Autostrade, Trevisan, Isagro, Seat Pagine Gialle - ex Spyglass - ordinarie e di risparmio). Poiché in situazioni in cui il rischio di mercato è trascurabile rispetto a quello di *default* il VaR non coglie l'effettiva rischiosità del titolo, per le 8 azioni sospese al 31 dicembre 2003 (Parmalat Finanziaria, Arquati, Cirio Finanziaria, Giacomelli Sport, Necchi, Cto, Gandalf, Spoleto Credito e Servizi) il VaR non è stato calcolato e le azioni sono state incluse nella classe a maggiore rischio.

Tavola 19 - Tipologia di azioni italiane detenute, per classe di rischio ⁽¹⁾

Livello di rischio ⁽²⁾	Quota %
- Basso (1° quintile)	52.4%
- Medio basso (2° quintile)	33.3%
- Medio (3° quintile)	29.5%
- Medio alto (4° quintile)	34.5%
- Alto (5° quintile)	12.3%
Totale	100.0%

(1) Base: coloro che hanno dichiarato le denominazioni delle singole azioni in portafoglio al momento dell'intervista (414)

(2) I titoli negoziati presso Borsa Italiana sono stati ordinati in funzione di una misura di VaR. Le classi rappresentano i quintili ottenuti sulla base di tale ordinamento

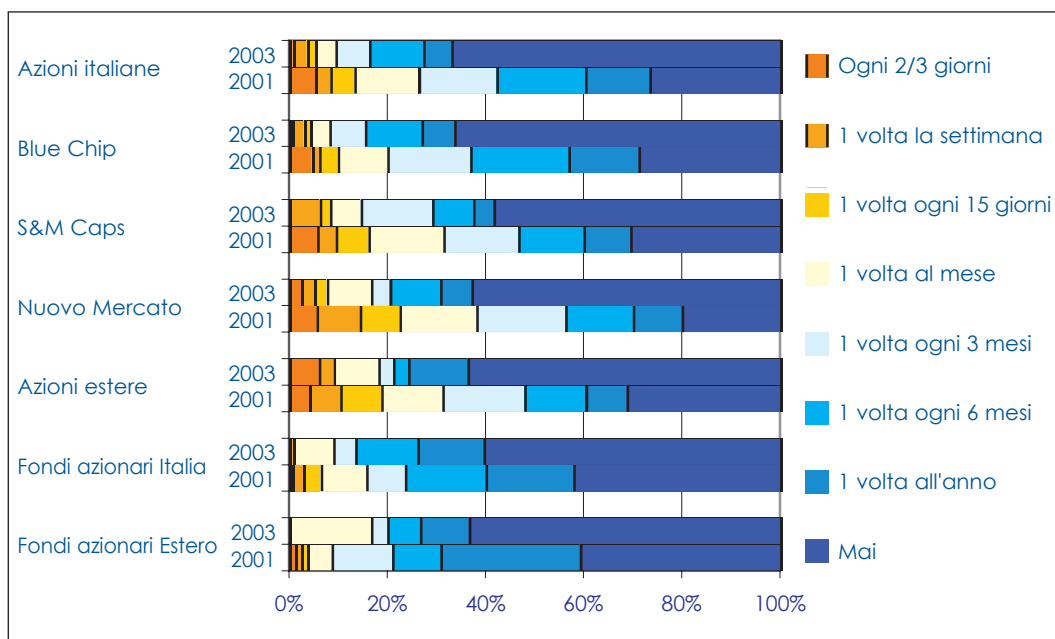
Fonte: Borsa Italiana – R&D

4.4 La frequenza e la *size* di negoziazione

L'insieme degli investitori in azioni si caratterizza non solo per portafogli azionari concentrati, ma anche per livelli di movimentazione contenuti e in flessione rispetto al 2001. Più della metà degli intervistati non ha mai movimentato il portafoglio di prodotti azionari (azioni e fondi comuni azionari) nei dodici mesi precedenti l'intervista e tra coloro che hanno movimentato, il numero medio di *trades* è stato contenuto e in flessione rispetto al 2001.

La Figura 2 mostra le frequenze di movimentazione relative alle indagini 2001 e 2003. Le classi di frequenza di negoziazione vanno da un massimo di una volta ogni 2-3 giorni²⁹ fino a un minimo di chi non ha mai movimentato nel corso dell'anno precedente l'intervista. Per tutti i prodotti si osserva una prevalenza di coloro che non hanno effettuato alcuna transazione nell'ultimo anno, in aumento nel confronto con la rilevazione del 2001 (dal 26,6% al 66,9% per le azioni italiane). Si riduce anche il numero di *trades* medi annui presso coloro che hanno negoziato: le azioni italiane sono state scambiate in media 18,1 volte all'anno nel 2001, contro 12,4 volte del 2003. Tra di esse, quelle del Nuovo Mercato sono le più negoziate (19,5 volte all'anno nel 2003, ma in flessione da 22,3 volte nel 2001), mentre le Blue Chip le meno movimentate (10,5 volte all'anno, con un dato del 2001 pari a 15,4). Sono invece in aumento i *trades* su azioni estere (da 20,4 volte l'anno nel 2001 a 32,5 nel 2003), benché si ribadisca la crescita di coloro che non hanno mai movimentato questo strumento. Il risultato in controtendenza potrebbe essere attribuito al fatto che la detenzione di azioni estere è più frequente presso investitori più attivi in generale. I fondi azionari, sia italiani che esteri, sono gli strumenti meno movimentati: in media rispettivamente 5,0 e 6,5 volte nel 2003 (in calo da 8,7 e 7,3 volte nel 2001).

(29) In entrambe le rilevazioni non era presente nessun *day trader*. I *day trader* italiani (operanti quasi esclusivamente attraverso il canale *online*) costituiscono un gruppo di circa 10.000 individui (Franzosi e Pellizzoni, 2004), meno dell'1% sulla popolazione degli azionisti (3,2 milioni). Il fatto che nessuno di essi sia rilevato nell'indagine rientra nei margini dell'errore statistico.


Figura 2 - Frequenze di negoziazione dei prodotti azionari


Fonte: Borsa Italiana – R&D

La riduzione osservata degli scambi potrebbe essere interpretata alla luce della relazione positiva osservata a livello aggregato tra rendimenti e volumi (Karpoff, 1987). Elevati *turnover* di portafoglio possono però essere associati positivamente anche a variabili quali la tolleranza al rischio e la sofisticazione finanziaria (Dorn e Huberman, 2002), oppure ad aspetti comportamentali come l'*overconfidence* e il *self-attribution bias*³⁰. Il calo consistente dei mercati nel 2001-2002, che può aver inciso in modo complessivamente negativo su tali meccanismi, insieme alla minore attitudine al rischio già evidenziata, contribuiscono a spiegare la contrazione della movimentazione rispetto al 2001.

In termini statici la relazione positiva tra *turnover* del portafoglio, sofisticazione finanziaria e propensione al rischio è confermata anche nel campione indagato. Presso gli investitori che si definiscono conservatori vi è infatti una maggiore incidenza di coloro che non hanno mai movimentato azioni italiane rispetto a coloro che si definiscono aggressivi (78,1% contro il 57,1%), e presso questi ultimi si concentrano gli investitori con le frequenze di negoziazione più elevate. Inoltre, anche presso coloro che hanno una contenuta sofisticazione finanziaria è maggiore la frequenza di chi non le ha mai movimentate (79,0% contro 57,2%), mentre è maggiore la presenza di elevate frequenze di movimentazione tra i soggetti a più elevata sofisticazione.

Considerando i risultati sui *traders online* non saltuari in Franzosi e Pellizzoni (2004), è possibile allargare l'universo di osservazione a livelli ancora più elevati di sofi-

(30) Ovvero rispettivamente la percezione di una conoscenza superiore a quella effettiva, generata per esempio da una serie di successi, e la tendenza ad attribuire a se stessi il merito degli investimenti di successo, mentre a terzi o alla sfortuna i fallimenti.

sticazione e propensione al rischio. Presso questi soggetti, non a caso, si osservano livelli di movimentazione ancora più elevati.

Tavola 20 - Frequenza di negoziazione per prodotto ⁽¹⁾

	Azioni italiane				Azioni estere	Fondi azionari	
	Totale	Blue Chip	M&S Caps	Nuovo Mercato		Italiani	Esteri
Ripartizione per classi							
Ogni 2/3 giorni	0.8%	0.6%	-	2.6%	6.1%	-	-
1 volta alla settimana	2.9%	2.4%	6.3%	2.6%	3.0%	1.0%	-
1 volta ogni 15 giorni	1.6%	1.2%	2.1%	2.6%	-	-	-
1 volta al mese	4.2%	3.9%	6.3%	9.0%	9.1%	7.1%	16.7%
1 volta ogni 3 mesi	6.8%	7.3%	14.6%	3.8%	3.0%	5.1%	3.3%
1 volta ogni 6 mesi	11.0%	11.5%	8.3%	10.3%	3.0%	13.3%	6.7%
1 volta all'anno	5.8%	6.7%	4.2%	6.4%	12.1%	13.3%	10.0%
Mai (2003)	66.9%	66.4%	58.3%	62.8%	63.6%	60.2%	63.3%
Mai (2001)	26.6%	28.8%	30.5%	20.0%	31.3%	42.1%	40.7%
Percentuali cumulate							
Ogni 2/3 giorni	0.8%	0.6%	-	2.6%	6.1%	-	-
1 volta alla settimana	3.7%	3.0%	6.3%	5.1%	9.1%	1.0%	-
1 volta ogni 15 giorni	5.2%	4.2%	8.3%	7.7%	9.1%	1.0%	-
1 volta al mese	9.4%	8.2%	14.6%	16.7%	18.2%	8.2%	16.7%
1 volta ogni 3 mesi	16.3%	15.5%	29.2%	20.5%	21.2%	13.3%	20.0%
1 volta ogni 6 mesi	27.3%	27.0%	37.5%	30.8%	24.2%	26.5%	26.7%
1 volta all'anno	33.1%	33.6%	41.7%	37.2%	36.4%	39.8%	36.7%
Mai	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
N° medio annuo 2003 ⁽²⁾	12.4	10.5	12.8	19.5	32.5	5.0	6.5
N° medio annuo 2001 ⁽²⁾	18.1	15.4	21.4	22.3	20.4	8.7	7.3

(1) La quota percentuale è calcolata sul totale delle risposte effettive

(2) Il numero medio di movimentazioni è calcolato escludendo coloro che non hanno mai movimentato ed è dato dalla media ponderata delle classi di frequenza

Fonte: Borsa Italiana - R&D

In relazione ai soli investimenti in azioni, la tavola 21 mostra il controvalore minimo e massimo delle transazioni. Gli intervistati dichiarano di negoziare azioni per un ammontare minimo mediano pari a 2.500 euro; il valore mediano massimo è invece pari a 5.000 euro. L'89,1% di chi ha movimentato azioni fa transazioni minime con un controvalore al di sotto di 5.000 euro. A titolo comparativo, nella media del primo semestre del 2004 circa il 30% dei contratti conclusi sul mercato azionario di Borsa (seduta diurna) aveva un valore inferiore ai 2.000 euro e circa il 50% inferiore ai 5.000 euro.

Tavola 21 - Controvalore minimo e massimo delle transazioni in azioni ⁽¹⁾

Controvalore della transazione (euro)	Minimo	Massimo
Fino a 500	12.6%	4.5%
Da 500 a 2.500	45.4%	12.7%
Da 2.500 a 5.000	31.1%	38.4%
Da 5.000 a 10.000	7.4%	25.0%
Oltre 10.000	3.6%	19.4%
Mediana	2.500	5.000

(1) Le classi comprendono il limite superiore ed escludono quello inferiore; la quota percentuale è calcolata sul totale delle risposte effettive

Fonte: Borsa Italiana - R&D



4.5 Le motivazioni delle scelte d'investimento

Attraverso le scelte di investimento nei diversi strumenti finanziari, e in quelli azionari in particolare, i risparmiatori perseguono obiettivi differenti. Nel complesso, tra gli investitori in azioni, è cresciuta la consapevolezza di dover diversificare il proprio portafoglio (anche se vi sono ancora spazi per migliorare il livello di efficienza dell'*asset allocation*). Aumenta la necessità di soddisfare con i propri investimenti i bisogni di medio-lungo termine, legati al ciclo di vita degli individui, anche nella direzione di un maggior bisogno di sicurezza e di gestione del rischio complessivo, già emerso in altri punti dell'indagine. L'investimento azionario diretto non accresce però il suo ruolo nel soddisfacimento di queste istanze di più lungo orizzonte temporale. Continua infatti a essere associato ai risultati di breve termine, nonostante siano venute meno la componente ludica e l'aspettativa di ottenere rendimenti positivi costanti nel tempo, anche alla luce della maggiore incertezza che ha di recente caratterizzato i mercati finanziari.

Per l'investimento in generale le finalità più citate mirano ad accrescere il rendimento atteso gestendo la componente di rischio. Il 57,0% degli intervistati menziona l'obiettivo di accrescere il rendimento complessivo del portafoglio rispetto alla semplice detenzione delle risorse in forma di liquidità e il 23,7% di ottenere rendimenti reali positivi; il 30,8% considera come obiettivo rilevante la diversificazione del portafoglio. Tra gli altri scopi generali dell'investimento prevalgono quelli finalizzati a soddisfare i bisogni a orizzonte temporale medio (il 17,7% risparmia per i figli, il 17,1% per potenziare la pensione, il 6,9% per l'acquisto della casa) rispetto al breve (10,9% ricerca guadagni in tempi rapidi). Comportamenti imitativi riguardano solo il 3,7% degli intervistati e gli aspetti ludici solo l'1,9%.

Le motivazioni alla base dell'investimento in azioni presentano alcune specificità, pur non caratterizzandosi come completamente differenti da quelle dell'investimento generale. È infatti più elevato il peso attribuito ai bisogni di breve termine, quali la possibilità di ottenere rapidi guadagni (17,3% degli intervistati, rispetto al 10,9% dell'investimento in generale) e minore quello associato a ragioni di medio-lungo termine quali accantonare risorse per i figli (10,7% rispetto al 17,7%), potenziare la pensione (6,6% rispetto al 17,1%) e proteggere i risparmi dall'inflazione (14,7% rispetto al 23,7%). Sono più citate le ragioni legate alla diversificazione (34,4% contro 30,8%) e alla natura ludica (3,5% a 1,9%); meno la capacità di dar luogo a entrate costanti di denaro (6,4% rispetto al 10,8%)³¹.

(31) Al fine di verificare l'eventuale *selection bias* dovuto al fatto che alle domande relative all'investimento in azioni hanno risposto solo coloro che ne avevano ancora in portafoglio al momento dell'intervista, sono state calcolate le frequenze relative all'investimento in generale limitatamente a questo sottocampione. I risultati ottenuti sono molto simili a quelli riguardanti l'intera popolazione. Le uniche eccezioni riguardano il fatto che, tra coloro che detengono azioni al momento dell'intervista, viene meno la differenza legata all'obiettivo di diversificazione attribuita all'investimento generale e a quello azionario mentre cresce tra gli obiettivi generali quello di ottenere rendimenti migliori rispetto al conto corrente.

Tavola 22 - Motivi dell'investimento generale e di quello azionario (1)

	Generale (2)		Azionario (2)	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
Ottenere un rendimento migliore del conto corrente	57.0%	30.9%	55.9%	34.8%
Diversificare i risparmi	30.8%	16.7%	34.4%	21.4%
Proteggere i risparmi dall'inflazione	23.7%	12.8%	14.7%	9.2%
Risparmiare per i figli	17.7%	9.6%	10.7%	6.7%
Potenziare la pensione	17.1%*	9.2%	6.6%*	4.1%
Avere rapidi guadagni	10.9%*	5.9%	17.3%*	10.8%
Entrata costante di denaro	10.8%*	5.8%	6.4%*	4.0%
Risparmiare per acquistare la casa	6.9%*	3.7%	3.5%*	2.2%
Perché ho amici che lo fanno	3.7%*	2.0%	5.7%*	3.6%
Pianificazione fiscale	3.4%*	1.9%	1.1%*	0.7%
Per divertimento	1.9%	1.1%	3.5%	2.2%
Altro	0.7%	0.4%	0.7%	0.4%
Totale	184.7%	100.0%	160.5%	100.0%

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra la rilevanza nell'investimento generale e in quello azionario

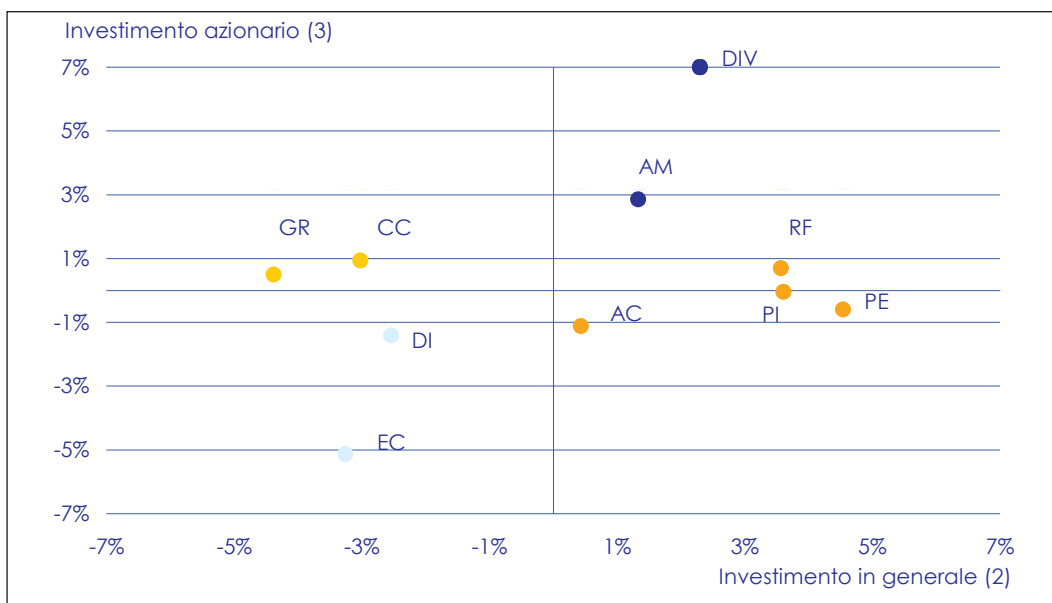
(1) La domanda ammetteva risposta multipla; le percentuali sono calcolate sulle risposte effettive

(2) La domanda sull'investimento in generale è stata posta all'intero campione mentre quella sull'investimento azionario solo a coloro che avevano ancora azioni in portafoglio al momento dell'indagine (67,7% del campione)

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Nel confronto con la rilevazione effettuata nel 2001, il *ranking* delle motivazioni non muta in modo sostanziale. I più citati, come a fine 2003, erano l'ottenimento di rendimenti migliori del conto corrente e la diversificazione dei risparmi; aveva in parte un maggior rilievo la possibilità di avere rapidi guadagni, menzionata al terzo posto per gli investimenti in generale e al secondo per quelli azionari, mentre nel 2003 è rispettivamente al quinto e al terzo. Se si osserva però l'importanza relativa delle varie motivazioni, la situazione a fine 2003 presenta mutamenti rilevanti e non sempre nella medesima direzione per quanto riguarda l'investimento in generale e quello in azioni. Come mostrato dalla Figura 3, l'obiettivo di diversificazione (Div) cresce per entrambe le direttrici di analisi (I quadrante), ma in modo particolare per l'investimento azionario. Le ragioni di medio termine, di natura familiare o previdenziale, aumentano invece tra le motivazioni legate all'investimento generale, pur restando invariate per quelle connesse all'investimento azionario. Aumentano dunque voci quali il bisogno di potenziare la pensione (PE), di mantenere invariato il potere d'acquisto dei propri risparmi (PI), di accantonare risorse per i bisogni dei figli (RF) e per l'acquisto della casa (AC).

Sono in flessione, solo per gli investimenti in generale, la possibilità di ottenere rapidi guadagni (GR) e rendimenti più elevati rispetto a quelli forniti dal conto corrente (CC). Si riducono invece per le due direttrici (Quadrante III) sia le motivazioni ludiche (DI) sia la ricerca di un flusso costante di denaro derivante dagli investimenti effettuati (EC).


Figura 3 - Motivi dell'investimento: il confronto 2001-2003 (1)


- (1) I simboli indicano rispettivamente: AC: acquistare la casa; AM: perché lo fanno amici/parenti; CC: avere rendimenti migliori rispetto al c/c; DI: divertimento; DIV: diversificare il portafoglio; EC: avere un'entrata costante di denaro; GR: avere guadagni rapidi; RF: per i figli; PE: potenziare la pensione; PI: proteggere i risparmi dall'inflazione
- (2) Variazione percentuale della frequenza di citazione sul totale delle risposte, per le motivazioni dell'investimento generale, tra l'indagine del 2001 e quella del 2003
- (3) Variazione percentuale della frequenza di citazione sul totale delle risposte, per le motivazioni dell'investimento in azioni, tra l'indagine del 2001 e quella del 2003

Fonte: Borsa Italiana - R&D

Anche le scelte di *stock trading* (acquisto, detenzione o vendita di azioni) possono essere riconducibili a più *frameworks* di riferimento, ognuno dei quali riesce a spiegare alcune decisioni degli operatori economici. Gli investitori in azioni menzionano infatti motivazioni di natura razionale, quali le valutazioni del rischio-rendimento del proprio portafoglio, di *tax planning* o legate al loro ciclo di vita. A esse affiancano però anche considerazioni che trovano spiegazione nelle teorie che leggono le scelte degli individui in un'ottica di gestione di decisioni complesse in assenza di perfetta informazione (*rational structural uncertainty*), oppure in un'ottica di tipo puramente comportamentale (*behavioral theories*). Interessanti specificità distinguono inoltre le fasi di acquisto da quelle di detenzione e vendita di un titolo azionario.

I motivi che con maggior frequenza guidano la scelta delle azioni nelle quali investire riguardano l'andamento attuale e prospettico della società emittente dal punto di vista dei suoi fondamentali. Il 40,4% degli intervistati menziona l'appartenenza della società a settori con buone opportunità di crescita (nel 41,7% dei casi è anche il primo motivo citato) e il 31,1% si rifà ai buoni risultati conseguiti dalla società stessa (nel 57,1% dei casi è la motivazione più citata).

La scelta delle azioni nelle quali investire, se attuata utilizzando come unico criterio la razionalità economica, è un processo estremamente complesso poiché implica il monitoraggio di un vasto insieme di titoli (potenzialmente tutti quelli quotati) e significa-

tive capacità di analisi e di previsione dei loro andamenti (Odean, 2003). Gli investitori ricorrono spesso a regole più semplici per prendere le loro decisioni. Per esempio, investono sulla base della familiarità. Per la teoria dell'informazione (*rational structural uncertainty*) la familiarità è uno strumento per gestire la scarsità di informazione (*information-based familiarity*); per le teorie comportamentali i soggetti scelgono basandosi esclusivamente o sistematicamente sulle informazioni salienti o spesso menzionate (*pure familiarity*) e dunque in aziende note o vicine dal punto di vista del settore professionale di appartenenza o della localizzazione territoriale (Gribblatt e Keloharju, 2001a; Huberman, 2001).

Anche presso gli investitori italiani sono presenti fenomeni di familiarità. Il 29,4% degli intervistati sceglie una società poiché è nota a livello nazionale e ha una buona reputazione, il 21,0% società per le quali ha un buon livello complessivo di informazioni. L'8,0% acquista azioni che ha già avuto in portafoglio, il 4,7% società che operano nello stesso settore di lavoro e il 4,3% società prossime dal punto di vista territoriale. Raramente si tratta del primo criterio utilizzato in ordine di importanza, ma comunque il peso complessivo risulta essere significativo (il 52,0% degli intervistati cita almeno un motivo legato alla familiarità)³².

Un altro criterio di scelta menzionato, che trova origine nella necessità di semplificazione delle scelte in un ambiente complesso, è la rappresentatività (Barber e Odean, 2003). Gli investitori tenderebbero a investire in azioni che attirano la loro attenzione, per esempio per aver fatto registrare buone performance passate. Questo fenomeno cattura il 15,5% degli intervistati, ma tra coloro che lo menzionano nel 79,2% dei casi si tratta del principale criterio utilizzato.

Elevato è anche il numero di coloro che scelgono un'azione poiché viene loro consigliata, pur senza averne una specifica opinione (criterio citato dal 21,0% degli intervistati e dal 30,0% di coloro che delegano pienamente la gestione del proprio portafoglio, nonché dal *cluster* dei non interessati) o per il fatto di aver percepito indiscrezioni e *rumors* di mercato (10,4%). L'analisi tecnica è utilizzata dal 12,7% del campione. La volatilità di un titolo è un indicatore guardato dal 14,2% degli investitori in azioni, se ridotta, e dal 5,5% se elevata. Altre ragioni di acquisto di un'azione, diffuse presso coloro che hanno un approccio più professionale al *trading* (menzionate per esempio dagli *online traders*) quali i buoni livelli di liquidità o i volumi negoziati, non sono mai citate spontaneamente dagli investitori in azioni.

Effettuando un confronto tra i tre *clusters*, si osserva come vi siano ai primi tre posti le medesime motivazioni: l'appartenenza a settori con buone opportunità di crescita, i risultati societari positivi e la buona rinomanza delle società a livello nazionale. Differenze più marcate emergono tra le motivazioni secondarie, coerentemente con la natura dei

(32) Dalle informazioni a disposizione appare complesso discernere se prevalgono comportamenti da *information-based familiarity* o da *pure familiarity*. Tra gli investitori in azioni italiani non si osserva, infatti, un'attenuazione dei criteri di scelta legati alla *familiarity* al crescere del livello di sofisticazione, evidenza che sarebbe a favore della prima spiegazione. In questa direzione andrebbero invece i risultati ottenuti presso gli *online traders*, cui sono associati livelli di informazione più elevati e per i quali la scelta di società note a livello nazionale coinvolge solo l'11,7% degli intervistati, e del settore in cui si lavora solo lo 0,5% (Franzosi e Pellizzoni, 2004). Infine, sempre in questa direzione andrebbero i risultati di un lavoro sul mercato svedese condotto da Massa e Simonov (2003).



clusters stessi. Tra gli indipendenti, la percentuale di coloro che acquistano azioni consigliate senza avere una specifica opinione della società è solo del 5,5% delle risposte rispetto al 10,5% degli interessati e il 13,7% dei non interessati. Si osserva altresì che i non interessati sono coloro che indicano di meno le motivazioni che presuppongono una buona capacità di esprimere un giudizio sul valore di una società quotata sulla base di informazioni complesse. Eventuali indicatori favorevoli di analisi tecnica riguardano come motivo di acquisto il 4,4% delle risposte dei non interessati, contro il 5,7% degli interessati e il 5,8% degli indipendenti.

Tavola 23 - Motivazioni di acquisto delle azioni quotate (1)

	Totale			Clusters		
	% ind.	% 1° citato	% risp.	Indipendenti % risp.	Interessati % risp.	Non interessati % risp.
- Appartenenza a settori con buone opportunità di crescita	40.4%	41.7%	17.2%	18.5%	17.3%	14.8%
- Risultati societari positivi	31.1%	57.1%	13.3%	12.7%	12.9%	14.8%
- Società conosciute a livello nazionale, con un'ottima immagine e reputazione	29.4%	24.5%	12.5%	12.4%	11.4%	14.2%
- Azioni consigliate, ma rispetto alle quali non si ha una specifica opinione	21.0%	53.3%	8.9%	5.5%	10.5%	13.7%
- Società per le quali si ha un buon livello di conoscenza e informazioni	20.2%	33.3%	8.6%	9.5%	8.3%	7.4%
- Più alti dividendi	16.7%	33.0%	7.1%	7.9%	6.3%	6.6%
- Positiva dinamica passata dei prezzi	15.5%	79.2%	6.6%	6.2%	7.7%	6.0%
- Ridotte oscillazioni dei prezzi	14.2%	64.5%	6.1%	6.1%	7.2%	4.6%
- Indicatori di analisi tecnica favorevoli	12.7%	22.9%	5.4%	5.8%	5.7%	4.4%
- Azioni per cui si sono percepite indiscrezioni, o si sono avute indicazioni favorevoli da fonti informate (voci, rumors di mercato)	10.4%	17.6%	4.4%	5.4%	3.7%	3.6%
- Azioni già avute o in portafoglio	8.0%	28.8%	3.4%	3.7%	3.1%	3.3%
- Elevate oscillazioni dei prezzi	5.5%	75.0%	2.4%	2.5%	2.2%	2.2%
- Società che operano nello stesso settore in cui si ha lavorato o si lavora	4.7%	29.0%	2.0%	1.8%	1.5%	3.0%
- Azioni di società locali	4.3%	14.3%	1.8%	1.7%	2.2%	1.6%
- Buona liquidità, volumi	-	-	-	-	-	-
- Altro	0.3%	100.0%	0.1%	0.3%	-	-
Totale	230.1%	..	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva tre risposte per ogni intervistato
Fonte: Borsa Italiana – R&D

Il principale motivo addotto per spiegare la detenzione di azioni riguarda l'aspettativa di guadagni futuri legata sia a una crescita dei prezzi (45,1%) che a buoni dividendi (10,3%). Per il 43,8% degli intervistati, però, la detenzione è preferita alla vendita solo in quanto evita il realizzarsi di una perdita. Il 28,3% dichiara di non smobilizzare il portafoglio azionario perché non ne ha bisogno e solo il 9,8% per non ridurre la diversificazione dei propri investimenti. Nel confronto tra *clusters* gli indipendenti e gli interessati presentano in generale risultati simili tra loro, con al primo posto l'aspettativa di crescita dei prezzi (rispettivamente 29,8% e 37,1% delle risposte), seguita dal voler evitare vendite in perdita (29,4% e 29,7%). Il *cluster* dei non interessati, invece, giustifica prevalentemente la detenzione con la ragione di evitare smobilizzi in perdita (41,0%) e solo in seconda battuta con l'aspettativa di rialzo dei prezzi (32,5%).

Tavola 24 - Motivazioni di detenzione delle azioni quotate (1)

	Totale		Clusters		
	% ind.	% risp.	Indipendenti % risp.	Interessati % risp.	Non interessati % risp.
Non ha più azioni	32.3%	32.3%	29.7%	29.0%	41.1%
Ha ancora azioni	67.7%	67.7%	70.3%	71.0%	58.9%
- Aspettative di crescita dei prezzi	45.1%	32.7%	29.8%	37.1%	32.5%
- Si preferisce non vendere per non realizzare una perdita	43.8%	31.7%	29.4%	29.7%	41.0%
- Non si ha bisogno di smobilizzare il portafoglio azionario	28.3%	20.6%	21.4%	22.3%	15.4%
- Buoni dividendi	10.3%	7.4%	9.4%	6.4%	4.3%
- Per la diversificazione degli investimenti	9.8%	7.1%	9.0%	4.5%	6.8%
- Altro	0.7%	0.5%	1.0%	-	-
Totale tra chi ha azioni	137.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. Base delle motivazioni sono gli intervistati con azioni in portafoglio al momento dell'intervista

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Sul fronte delle ragioni connesse alla vendita dei titoli azionari (tavola 25), che ha interessato il 60,0% degli intervistati, sono prevalenti i fattori legati alle recenti dinamiche dei prezzi dei titoli. Il 28,1% ha venduto per realizzare un guadagno dopo una salita dei prezzi e il 26,3% per evitare o contenere una perdita dopo una loro flessione. Meno menzionati sono gli aspetti legati ai fondamentali, quali le informazioni negative ricevute sul conto della società (menzionate dal 9,7%) o provenienti dall'utilizzo di indicatori di analisi tecnica (citati solo dall'8,2%). Il 33,8% cita ragioni legate alla modifica del proprio portafoglio: il 18,4% la decisione di investire in altri prodotti, il 12,5% il bisogno di contanti, il 7,2% la volontà di abbandonare definitivamente l'investimento azionario.

Pur con differenze ridotte, l'analisi *infra-clusters* evidenzia la coerenza tra i comportamenti dei soggetti presenti in ogni *cluster* con le loro caratteristiche di gruppo. I non interessati sono coloro che più di tutti hanno venduto per poi reinvestire in nuovi prodotti (14,5% delle risposte contro il 12,6% degli interessati e l'11,8% degli indipendenti) o per abbandonare definitivamente l'investimento azionario (8,7% rispetto al 4,8% degli interessati e il 3,1% degli indipendenti). Il *cluster* degli interessati, ovvero coloro che fanno maggiormente ricorso a forme di delega nei confronti di consulenti esperti, mostra di prendere le proprie decisioni di vendita su criteri più professionali, come sulla base di informazioni negative sulla società (8,4% contro il 6,9% degli indipendenti e il 4,3% dei non interessati). Questo *cluster* è anche quello che fa maggiore ricorso alla vendita per archiviare un investimento andato male, mentre gli investitori meno preparati tendono a posticipare una vendita in perdita nella speranza di un aumento futuro dei prezzi (19,8% contro il 18,8% dei non interessati e il 16,8% degli indipendenti). Gli indipendenti sono il gruppo che con più frequenza vende per realizzare un guadagno dopo una salita dei prezzi (21,4% delle risposte contro il 18,6% degli interessati e il 16,7% dei non interessati).

Tavola 25 - Motivazioni di vendita delle azioni quotate ⁽¹⁾

	Totale		Clusters		
	% ind.	% risp.	Indipendenti % risp.	Interessati % risp.	Non interessati % risp.
Non ha venduto azioni	40.0%	40.0%	39.0%	41.5%	39.9%
Ha venduto azioni	60.0%	60.0%	61.0%	58.5%	60.1%
- Realizzare il guadagno dopo una salita dei prezzi	28.1%	19.4%	21.4%	18.6%	16.7%
- Evitare perdite più elevate dopo una discesa dei prezzi	26.3%	18.2%	16.8%	19.8%	18.8%
- Le azioni non assicuravano più alti dividendi	18.4%	12.7%	12.2%	15.6%	10.1%
- Decisione di investire in altri prodotti	18.4%	12.7%	11.8%	12.6%	14.5%
- Raggiungimento di regole, soglie predefinite per vendere	15.6%	10.8%	10.7%	8.4%	13.8%
- Bisogno di contanti, non si è badato a criteri relativi alla società	12.5%	8.6%	9.2%	6.6%	10.1%
- Ricevute informazioni negative sulla società, la società non convinceva più	9.7%	6.7%	6.9%	8.4%	4.3%
- Gli indicatori di analisi tecnica hanno indicazioni di vendita	8.2%	5.6%	7.3%	5.4%	2.9%
- Abbandono definitivo delle azioni	7.2%	4.9%	3.1%	4.8%	8.7%
- Altro	0.5%	0.4%	0.8%	-	-
Totale tra chi ha venduto	145.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla. Base delle motivazioni sono gli intervistati che hanno venduto azioni nei tre anni precedenti l'intervista

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Il quadro complessivo delinea comportamenti nei quali le performance positive dei titoli tendono ad avere un impatto più forte rispetto agli andamenti negativi, sia nell'atteggiamento di acquisto che di vendita (Grinblatt e Keloharju, 2001b e 2000). Tra le motivazioni di acquisto il 15,5% menziona le positive dinamiche passate dei prezzi, mentre quelle negative (e quindi il fatto che un titolo sia più "conveniente") non sono mai citate. Tra le motivazioni di vendita la salita dei prezzi sopravanza anche se di poco la discesa degli stessi, rispettivamente con il 28,1% e il 26,3% degli intervistati. Una dinamica positiva dei prezzi accresce più la probabilità di vendita che di acquisto: è infatti menzionata come motivo d'acquisto dal 15,5% degli intervistati e dal 28,1% di coloro che hanno venduto.

Questi risultati sono consistenti con la *reference points theory*, per cui appare più probabile che un'azione sia venduta poco dopo il raggiungimento di un livello psicologicamente considerato in modo positivo dall'investitore. Il fatto che le buone performance siano più frequenti come ragioni di vendita che come ragioni di detenzione sono invece consistenti con la tendenza a detenere azioni in perdita nella speranza di un cambiamento di tendenza (*disposition effect*, Shefrin e Statmang 1985), sia con fenomeni di *seeking of pride*, per cui gli investitori tendono a incamerare i propri guadagni più velocemente di quanto realizzino le perdite, poiché i primi tendono ad accrescere il loro orgoglio mentre le seconde tenderebbero a gettarli maggiormente nello sconforto³³.

(33) La letteratura empirica sul tema della spiegazione del *trading behaviour* è piuttosto vasta. Oltre ai lavori già citati è possibile consultare Brown e al. (2002), Dorn e Huberman (2002), Frieder (2004). Per un'overview generale sulla *behavioural finance* si veda Alemanni (2003) e Barberis e Thaler (2003).

Riquadro 3 - La negoziazione di strumenti derivati

La negoziazione di strumenti derivati da parte degli investitori in azioni costituisce tuttora un fenomeno piuttosto sporadico, che riguarda solo il 2,2% del campione intervistato. Rispetto al risultato del 2001, quando si attestava al 6,7%, appare in diminuzione. In termini di tipologia di strumenti negoziati, prevalgono i prodotti sui mercati gestiti da Borsa Italiana (86,7%) e in particolare su Sedex (73,1%); sono ancora poco utilizzati i prodotti negoziati sull'Idem. Scarsa diffusione riguarda i prodotti negoziati su mercati esteri.

Gli strumenti derivati sembrano, almeno in questa fase, destinati a tipologie di investitori estremamente sofisticate e appare difficile ipotizzare nel breve termine una crescita della loro diffusione complessiva. Il risultato appare coerente con altre analisi nell'indicare come l'inclusione in portafoglio di strumenti Idem cresca con la sofisticazione e l'operatività degli investitori considerati. Vanno in questa direzione una pluralità di indicatori:

- se si considera la segmentazione degli investitori di azioni sulla base dell'analisi *cluster*, si osserva che i prodotti derivati sono negoziati in modo pressoché esclusivo dagli indipendenti, ovvero da coloro che maggiormente operano in modo dinamico e autonomo;
- se si segmenta per coloro che utilizzano il canale *online*, si osserva come è presso questo segmento che si concentra la negoziazione in strumenti Idem o di derivati esteri;
- presso i TOL non saltuari, ovvero gli utilizzatori frequenti del canale *online* per la realizzazione delle negoziazioni in strumenti finanziari, l'incidenza degli strumenti derivati è ben maggiore e raggiunge il 53,0% e presenta una più equa ripartizione tra *covered warrant*, *certificates* (39,0%) e futures e opzioni (30,5%) (Franzosi e Pellizzoni, 2004).

Tipologia di strumenti derivati negoziati ⁽¹⁾

Strumento

Derivati sui mercati italiani	86.7%
- <i>Covered warrant</i> e <i>certificates</i>	73.1%
- Futures su indice	13.3%
- Opzioni su indice e su azioni	33.3%
Derivati su mercati esteri	13.3%

(1) La domanda è stata posta a coloro che hanno dichiarato di aver negoziato strumenti derivati, ovvero il 2,2% del campione

Fonte: Borsa Italiana - R&D



Riquadro 4 - Una stima della distanza dalla frontiera efficiente

Una misura possibile del livello di efficienza di un determinato portafoglio, sintetizzata dagli indicatori di rendimento e varianza, è data dalla sua posizione relativa rispetto alla frontiera efficiente. La frontiera efficiente è infatti il luogo dei punti sul piano rischio/rendimento che individua il massimo rendimento raggiungibile a fronte di un dato livello di rischio (misurato dalla varianza del rendimento) ⁽¹⁾.

Per misurare il grado di efficienza dei portafogli detenuti dagli investitori *retail* si è proceduto calcolando la media e la varianza del portafoglio di ciascun investitore, sulla base di sei *asset classes* che aggregano le varie attività finanziarie possedute ⁽²⁾. La frontiera efficiente è stata calcolata in base ai valori dei rendimenti medi e delle rispettive deviazioni standard, su serie storiche con dati mensili dal gennaio 1996 al dicembre 2003.

Rendimento e matrice di correlazione

	Asset classes					
	Depositi	Titoli di Stato	Assicurazioni e fondi pensione	Obbligazioni corporate	Azioni estero	Azioni Italia
Rendimento mensile ⁽¹⁾	0.073%	0.143%	0.154%	0.514%	0.627%	0.928%
Coefficienti di correlazione						
Depositi	1.000	0.880	0.842	0.073	0.070	0.138
Titoli di Stato		1.000	0.971	-0.048	0.460	0.085
Assicurazioni e fondi pensione			1.000	-0.057	0.017	0.070
Obbligazioni corporate				1.000	-0.214	-0.046
Azioni estero					1.000	0.666
Azioni Italia						1.000

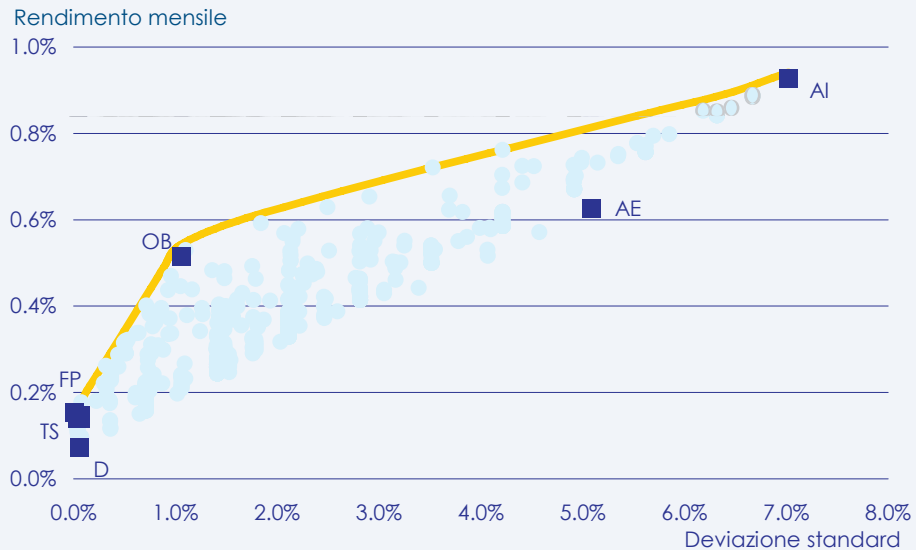
(1) Media aritmetica dei rendimenti mensili

Fonte: Borsa Italiana - R&D

In figura sono riportati i portafogli della frontiera efficiente e quelli degli investitori; l'area sopra la curva non è raggiungibile, mentre i portafogli al di sotto sono inefficienti. Sono inoltre riportate le combinazioni rischio-rendimento delle sei *assets classes*.

Il 93,0% dei portafogli del campione si situa al di sotto della curva, con portafogli che a parità di rischio potrebbero essere ricombinati offrendo rendimenti più alti. Per dare una misura dell'efficienza delle scelte degli investitori, si è costruita la distanza verticale normalizzata dalla curva come rapporto tra la distanza dalla frontiera efficiente e il rendimento potenziale massimo ottenibile, dato il livello di rischio del portafoglio. La distanza normalizzata assume valori compresi tra 0 (i portafogli sulla frontiera) e 1 (i portafogli più inefficienti, con rischio positivo ma privi di rendimento). A titolo di esempio, un investitore con distanza normalizzata pari al 30%, ha un rendimento di portafoglio inferiore del 30% di quello massimo ottenibile dato il suo livello di rischio ⁽³⁾.

Frontiera efficiente e portafogli degli investitori (1)

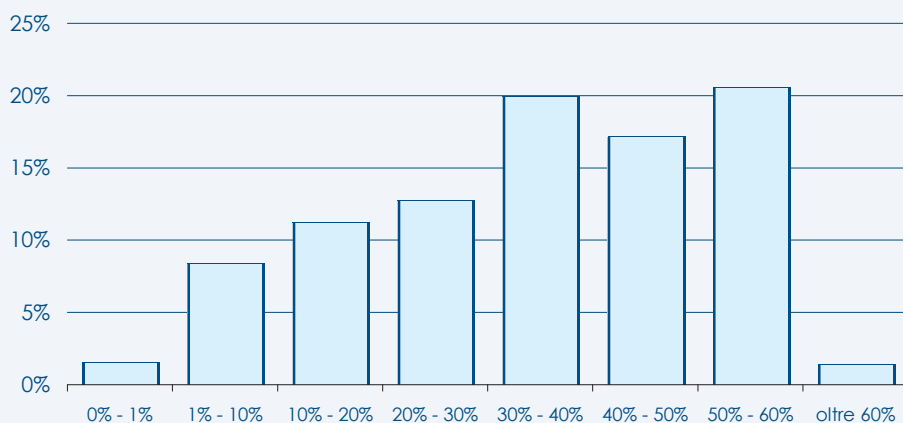


(1) I quadrati indicano le asset classes. AE: azioni estere; AI: azioni italiane; D: depositi; FP: assicurazioni e fondi pensione; OB: obbligazioni; TS: titoli di Stato.

Fonte: Borsa Italiana - R&D

Sul fronte delle caratteristiche socio-demografiche degli investitori correlate ai diversi livelli di efficienza dei portafogli detenuti (utilizzando come soglia una distanza del 10%), si osservano alcune differenze. Gli efficienti risiedono maggiormente al Nord, hanno una alta autonomia decisionale, contano meno imprenditori e con più frequenza appartengono al cluster degli indipendenti.

Distribuzione degli investitori per distanza dalla frontiera (1)



(1) Distanza verticale normalizzata

Fonte: Borsa Italiana - R&D



- (1) La frontiera efficiente è ottenuta massimizzando il rendimento per ogni livello atteso di varianza. In termini analitici, si consideri un portafoglio costituito da n attività di investimento, dove μ è il vettore dei rendimenti attesi di ogni attività, Ω è la matrice varianze e covarianze, e ω è il vettore dei pesi delle n attività in portafoglio. Il problema di ottimizzazione vincolata prevede di massimizzare $\max \mu_p = \omega \mu$ facendo variare ω , sotto i seguenti vincoli (i) la varianza di portafoglio deve essere pari a una certa varianza attesa $E(\sigma_{p,IT}^2) = \omega^T \Omega \omega$; (ii) la somma dei pesi deve essere pari a 1 $\omega^T \mathbf{1} = 1$, dove $\mathbf{1}$ è il vettore unitario; (iii) i pesi devono assumere valori non negativi $\omega_i \geq 0, \forall i$, quest'ultimo vincolo esclude la possibilità per gli investitori di vendere allo scoperto.
- (2) Per la liquidità e i depositi è stato utilizzato il tasso medio sui depositi (Banca d'Italia); per i titoli di Stato il Rendistato (Banca d'Italia); per gli investimenti assicurativi e previdenziali il rendimento dei BTP decennali (Banca d'Italia); per le obbligazioni *corporate* l'MSCI Euro Credit Corporate Index, per l'azionario Italia l'indice MIB, e per l'azionario estero il Dow Jones World Index.
- (3) In Jappelli, Julliard e Pagano (2001) viene condotto un simile esercizio sui portafogli dell'insieme dei risparmiatori italiani (non sui soli investitori in azioni, oggetto di questa indagine). Il risultato è molto diverso, poiché più dei due terzi delle famiglie hanno una distanza dalla frontiera intorno all'1%. Probabilmente questo risultato è indotto dal fatto che, nel caso dei risparmiatori, è molto frequente la detenzione di una sola *asset class* prossima o sulla frontiera (quale per esempio i depositi). In entrambi i contributi si osserva inoltre come il maggiore effetto di distanza dalla frontiera sia dato dall'introduzione del vincolo di non poter effettuare operazioni allo scoperto.

5. I canali e le modalità di realizzazione dell'investimento

Il peggioramento del clima finanziario, messo in luce nei paragrafi precedenti e sfociato in significativi cambiamenti della struttura del portafoglio e dei livelli di percezione del rischio degli investitori in azioni, non sembra aver dato luogo a comportamenti altrettanto dinamici nella relazione con gli intermediari. Gli investitori *retail* hanno confermato il ruolo centrale attribuito al sistema bancario, sia per le scelte di investimento in generale che per quello azionario in particolare, e hanno ridotto la ricerca di canali alternativi maggiormente presente nell'indagine 2001. Nonostante siano segnalate importanti criticità, dominano ragioni di abitudine nella relazione con il proprio intermediario ed è contenuto il numero di coloro che hanno deciso di cambiarlo nel corso del triennio 2001-2003.

La tavola 26 riporta la tipologia di intermediari utilizzati dagli investitori in azioni, sia per le decisioni di investimento complessive che nello specifico di quelle riguardanti le azioni. In entrambi i casi primeggia il sistema bancario. Per l'investimento in generale, la banca tradizionale è citata dal 76,4% degli intervistati (68,8% per l'investimento azionario) e il promotore bancario dal 29,9% (26,3%). Nel complesso il 92,3% ha un referente di tipo bancario (percentuale che raggiunge il 95,0% se si considera anche il canale *online* della banca tradizionale). Il canale *online* è utilizzato dal 9,6% degli intervistati, le assicurazioni dal 7,5% (ma solo dall'1,5% per le azioni) e le Poste dal 4,2% (0,7% per le azioni).

Tavola 26 - Tipologia di intermediari utilizzati per l'investimento azionario

	Investimenti	Investimenti azionari			
	Totale ⁽¹⁾	Totale ⁽¹⁾	Clusters		
	% ind.	% ind.	Indipendenti	Interessati	Non interessati
			% risp.	% risp.	% risp.
Banca tradizionale (agenzia)	76.4%	68.8%	58.7%	57.0%	73.6%
Promotore finanziario bancario	29.9%	26.3%	21.2%	33.0%	15.5%
Società di gestione del risparmio (Sgr), anche con promotori	1.5%	0.4%	0.6%	-	0.6%
Società di intermediazione mobiliare (Sim), anche con promotori	2.2%	1.3%	1.5%	1.7%	-
Compagnia di assicurazioni, anche con promotori	7.5%	1.5%	2.6%	-	0.6%
Posta	4.2%	0.7%	0.6%	0.4%	1.1%
Altro promotore	4.0%	3.4%	2.6%	2.6%	4.6%
Banca tradizionale <i>online</i>	8.7%	7.6%	10.5%	4.8%	2.3%
Intermediari specializzati <i>online</i>	1.6%	1.2%	1.5%	-	1.7%
Altro	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	-
Totale	136.6%	111.6%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana - R&D

Poiché l'analisi *cluster* (Riquadro 2) caratterizza le diverse tipologie di investitori anche sulla base del loro modo di relazionarsi con i fornitori di servizi finanziari, appare naturale osservare delle forti specificità condizionando per i tre gruppi. Il *cluster* dei poco interessati, che associa coloro che risolvono il tema complesso della gestione degli investimenti attraverso la detenzione delle proprie risorse in strumenti semplici e presso un



unico intermediario, predilige il rapporto con la banca tradizionale (73,6%). Il *cluster* degli interessati, che fa della delega attenta e dinamica il suo aspetto caratterizzante, presenta con maggior frequenza l'utilizzo di promotori finanziari bancari (33,0%); il *cluster* degli indipendenti, che aggrega investitori con elevata autonomia decisionale, trova invece nell'utilizzo del canale *online* (10,5% bancario e 1,5% specializzato) il suo tratto distintivo. Il *ranking* di importanza degli intermediari non muta però tra le diverse classi.

Tra le ragioni di scelta del proprio intermediario (tavola 27), al primo posto è menzionata l'abitudine (48,6% degli intervistati), cui segue il buon rapporto con una persona all'interno dell'azienda (45,1%). In modo coerente, entrambe queste ragioni sono più frequenti presso il *cluster* dei poco interessati. Il 24,7% ritiene importante il fatto di aver ricevuto buoni consigli di investimento mentre il tema della fiducia è citato dal 22,6%. In generale, le caratteristiche e i costi del servizio sono menzionati da un numero piuttosto limitato di intervistati, a indicare come non si tratti di parametri discriminanti nella scelta dell'intermediario da utilizzare. La velocità e praticità del servizio è citata dal 10,8%. Il servizio di informazione sulla scadenza dei titoli in cui si è investito dall'8,2%, la gamma di prodotti dal 7,0%, le condizioni economiche dal 5,9%. L'indipendenza dell'intermediario è rilevante per il 3,6% degli intervistati. Nel confronto con il 2001 si osserva una situazione di profonda staticità, tanto nella tipologia di intermediario utilizzato che per quanto concerne le motivazioni alla base della sua scelta.

Tavola 27 - Motivazioni della scelta degli intermediari

	Investimenti		Investimenti azionari		
	Totale (1)	Totale (1)	Clusters		
	% ind.	% ind.	Indipendenti % risp.	Interessati % risp.	Non interessati % risp.
Per abitudine	48.6%	39.8%	21.3%	26.6%	33.1%
Per il rapporto con una persona	45.1%	39.2%	23.5%	25.4%	28.8%
Perché ho ricevuto buoni consigli	24.7%	19.1%	14.9%	11.6%	8.5%
Perché è una azienda nella quale si può avere fiducia	22.6%	16.9%	11.5%	11.9%	8.5%
Per il servizio veloce/pratico	10.8%	7.6%	5.8%	4.2%	4.2%
Perché è vicina a casa/luogo di lavoro	9.1%	5.7%	4.2%	3.6%	3.0%
Per l'immagine dell'azienda	8.5%	4.5%	3.8%	1.8%	3.0%
Perché informano quando vi sono titoli in scadenza	8.2%	-	-	-	-
Per la gamma di prodotti/servizi	7.0%	4.7%	3.3%	3.0%	2.5%
Perché volevo provare	6.2%	3.8%	2.0%	2.4%	3.4%
Per le tariffe/condizioni convenienti	5.9%	4.2%	3.5%	2.4%	1.7%
Perché mi è stata consigliata	5.8%	4.4%	2.4%	4.2%	1.7%
Perché è indipendente	3.6%	2.3%	2.0%	1.5%	0.4%
Perché è legata al datore di lavoro	2.0%	1.5%	1.6%	0.3%	0.8%
Per la pubblicità	0.9%	0.8%	-	1.2%	0.4%
Perché danno buoni interessi	0.8%	-	-	-	-
Altro	0.3%	0.2%	0.2%	-	-
Totale	210.0%	154.6%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana – R&D

Il giudizio riguardante la relazione con gli intermediari vede una percentuale di molto soddisfatti del 10,8%. E' più elevata presso il *cluster* degli indipendenti (15,7%) e ridotta invece presso i poco interessati (4,2%). Gli aspetti del servizio rispetto ai quali si

evidenzia un maggior livello di insoddisfazione sono le commissioni e i costi (36,9%), la remunerazione degli investimenti (27,1%) e la qualità delle informazioni (13,3%) o dei consigli d'investimento ricevuti (11,2%).

Tavola 28 - Giudizio sui servizi offerti dagli intermediari (1)

	Totale			Clusters		
	Media	% molto soddisfatti	% non soddisfatti	Indipendenti	Interessati	Non interessati
				% molto soddisfatti		
Attenzione e gentilezza	3.84	24.7%	6.3%	25.5%	30.4%	16.1%
Competenza del personale	3.73	20.4%	7.7%	17.6%	28.1%	15.5%
Tempestività nelle transazioni	3.68	17.8%	8.5%	20.0%	18.0%	13.7%
Gamma dei prodotti offerti	3.58	13.2%	8.5%	13.1%	16.6%	8.9%
Qualità, indipendenza dei consigli	3.51	12.0%	11.2%	12.4%	14.7%	7.7%
Informazioni complete e tempestive	3.48	13.2%	13.3%	13.4%	15.7%	9.5%
Remunerazione degli investimenti	2.91	4.1%	27.1%	4.5%	4.1%	3.6%
Commissioni, costi del servizio	2.85	6.5%	36.9%	8.3%	4.6%	6.0%
Soddisfazione complessiva	3.51	10.8%	10.3%	11.0%	15.7%	4.2%

(1) Grado di soddisfazione su una scala da 1 (per niente soddisfatto) a 5 (molto soddisfatto)
Fonte: Borsa Italiana – R&D

Benché i livelli di soddisfazione presentino delle criticità, la frequenza di abbandono degli intermediari utilizzati è estremamente ridotta, a ribadire una situazione di elevata resistenza al cambiamento dei comportamenti da parte degli investitori³⁴. Solo il 5,9% ha scelto un altro intermediario nel periodo 2001-2003 (7,8% per il *cluster* degli interessati che è più attento alla delega). I motivi citati alla base del cambiamento sono stati la mancanza di fiducia (25,0%), la carenza di informazioni (22,5%) e motivi personali (22,5%). Sono marginali le ragioni legate alla qualità di prodotti e servizi o ai loro costi, benché siano stati segnalati tra gli aspetti meno soddisfacenti del rapporto con l'intermediario.

Tra le modalità di realizzazione delle transazioni (tavola 29) il rapporto personale è prevalente e riguarda il 92,7% degli intervistati; l'85,3% va di persona presso la rete di vendita (soprattutto presso la filiale della banca) e il 16,7% riceve un rappresentante dell'intermediario (tipicamente un promotore finanziario) a casa o in ufficio. Tra i rapporti non diretti il più diffuso è il telefono, utilizzato dal 12,6% degli intervistati (1,8% *call center* specializzato). Il canale *online* è citato dall'8,9% degli intervistati e per il 4,0% è l'unico canale. L'utilizzo dell'*online* è concentrato pressoché in modo esclusivo nel *cluster* degli indipendenti. Anche da questo punto di vista non si osservano significativi cambiamenti rispetto alla rilevazione del 2001, soprattutto in relazione alla diffusione delle nuove tecnologie o a una maggiore spersonalizzazione della relazione con gli intermediari.

(34) In parte giustificata anche dal fatto che le aree di insoddisfazione non sono cresciute nel confronto con il 2001, dove il 32,6% era insoddisfatto di costi e commissioni e il 21,4% per la remunerazione ottenuta. Inoltre, il risultato ottenuto può in parte dipendere da come è stata formulata la domanda, che chiedeva il cambiamento generico degli intermediari utilizzati senza esplicitare quei fenomeni in cui agli intermediari già utilizzati si sono affiancati nuovi soggetti fornitori di servizi specifici.

**Tavola 29 - Modalità di realizzazione delle operazioni**

	Investimenti		Investimenti azionari		
	Totale ⁽¹⁾	Totale ⁽¹⁾	Clusters		
	% ind.	% ind.	Indipendenti % risp.	Interessati % risp.	Non interessati % risp.
Di persona presso uno sportello bancario o postale, in un ufficio della rete di vendita	85.3%	81.0%	63.1%	69.4%	79.9%
Di persona ricevendo a casa o in ufficio un rappresentante dell'intermediario	16.7%	14.2%	11.4%	16.1%	8.2%
Call center specializzato	1.8%	1.5%	2.0%	1.2%	-
Per telefono	13.6%	10.9%	9.9%	8.9%	8.7%
Fax	1.3%	0.7%	0.6%	1.2%	-
Online	8.9%	8.8%	13.1%	2.8%	3.3%
Altro	0.1%	0.1%	-	0.4%	-
Totale	127.8%	117.4%	100.0%	100.0%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
 Fonte: Borsa Italiana – R&D

Riquadro 5 – Investitori retail e traders online

Nella popolazione analizzata, l'8,9% utilizza il canale *online* per la realizzazione delle proprie negoziazioni. In gran parte dei casi si tratta, però, di utilizzatori saltuari il cui profilo non si discosta molto da quello complessivo degli investitori in azioni (di cui comunque sono il *cluster* più indipendente) ⁽¹⁾. Per individuare degli aspetti fortemente differenziali bisogna concentrarsi su uno specifico sottocampione degli utilizzatori di Internet, ovvero i *traders online* attivi (ToL), che mostrano caratteristiche e modelli comportamentali ben definiti e differenti, maggiore dinamicità operativa e maggiore proattività e interesse rispetto all'attività di investimento.

Il confronto tra gli investitori in azioni e i ToL non saltuari è consentito da un'indagine parallela effettuata pressoché nello stesso periodo da Borsa Italiana su un campione di 200 *traders online* (Franzosi e Pellizzoni, 2004), che utilizzano Internet almeno una volta ogni 2 settimane per movimentare strumenti finanziari (non solo quindi i cosiddetti *day & heavy traders*, ma la popolazione di investitori *online* attiva in modo non saltuario). Presso i ToL si osserva una maggiore conoscenza dei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari rispetto all'investitore *retail* medio. Pur essendo un elemento positivo, questa maggiore conoscenza resta però ancora molto orientata allo sviluppo di attività di *trading* di breve periodo.

Le differenze tra investitori in azioni e *traders online* attivi, che ne costituiscono un sottogruppo, sono notevoli *in primis* sulle frequenze di negoziazione e sull'ampiezza degli strumenti utilizzati, che più spesso includono azioni estere, fondi comuni, obbligazioni e derivati. Coloro che nei 12 mesi precedenti avevano negoziato azioni in modo diretto erano il 95,5% tra i ToL e solo il 33,1% tra gli investitori *retail*. Anche il numero medio di *trades* di coloro che hanno negoziato è maggiore per i *traders online* i quali, sulle azioni italiane, negoziano circa 50 volte più frequentemente degli investitori *retail* (51 volte se si considera la frequenza media, 65 se si considera il dato mediano); escludendo i *day & heavy traders*, il rapporto scende ma resta intorno a 5 volte. Sulle azioni estere i ToL negoziano oltre 5 volte di più (7,8 in base alla media, 3,3 in base alla mediana) anche se tale differenza va attribuita pressoché interamente al gruppo dei *day & heavy traders*.

Confronto tra la struttura di portafoglio degli azionisti e dei ToL

Strumenti finanziari	Portafoglio attuale		Investimenti nel periodo 2001-2003	
	Azionisti	ToL	Azionisti	ToL
Titoli di Stato	32.0%	17.5%	41.3%	34.5%
Titoli obbligazionari	13.5%	29.0%	17.5%	47.0%
Azioni italiane	67.7%	87.5%	100.0%	98.0%
Azioni estere	5.5%	33.0%	7.7%	44.5%
Fondi azionari	17.0%	39.5%	20.1%	51.0%
Fondi monetari, obbligazionari e bilanciati	14.5%	26.5%	17.5%	40.0%
Strumenti derivati	1.0%	25.0%	2.2%	53.0%
ETF	0.3%	7.0%	0.3%	11.0%

(1) Percentuale di intervistati che all'atto dell'intervista deteneva in portafoglio lo strumento corrispondente

(2) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver detenuto, acquistato o venduto nel corso dei tre anni precedenti l'intervista (2001-2003) lo strumento corrispondente

Fonte: Borsa Italiana - R&D



Le differenze sono però presenti anche a livello socio-demografico e comportamentale. I *traders online* sono uomini nel 98,0% dei casi, contro il 66,4% degli investitori *retail* in azioni. Hanno un diverso profilo professionale: nel 30% dei casi sono liberi professionisti e imprenditori (contro il 17,3%), nel 15,0% dirigenti e funzionari (7,5%) e nel 16,0% pensionati (11,1%). La presenza tra i *ToL* di esercenti, artigiani (2,0% contro 17,2%) e operai (1,0% contro 11,1%) è molto inferiore. Infine, il loro livello di istruzione è maggiore. Nel 40,0% dei casi sono laureati (contro il 22,2% tra gli investitori *retail*) e vari indicatori di conoscenza e sofisticazione finanziaria fanno segnare punteggi più elevati: partecipazione a corsi di formazione (44,0% contro 3,0%), tempo dedicato ad informarsi in funzione dei propri investimenti (poco più di un'ora la settimana in media per gli investitori *retail*, mentre più della metà dei *ToL* dichiara di dedicarvi più di dieci ore la settimana), test sui livelli di conoscenza effettiva (a cui solo un numero esiguo di investitori *retail* ha saputo rispondere, mentre oltre il 30% dei *ToL* ha risposto correttamente a tutte le domande). I *ToL* hanno un profilo reddituale leggermente migliore rispetto agli investitori in azioni, anche se la differenza non è molto elevata; in entrambi i casi i livelli di redditi sono notevolmente più alti della media delle famiglie italiane.

Queste differenze rispecchiano approcci profondamente diversi all'attività di investimento e negoziazione, solo in parte rappresentati dalla scelta dei canali utilizzati (tra i *retail*, solo uno su 10 utilizza l'*online* che, tra i *ToL*, oltre a essere per definizione sempre utilizzato, tende a sostituire in modo quasi completo le possibili alternative). I *ToL* sono ancora più autonomi degli investitori in azioni. Mentre tra gli investitori *retail* il 34,4% dichiara di scegliere in piena autonomia e il 37,7% dichiara di decidere in prima persona ma di contattare il proprio consulente prima di negoziare, la percentuale di *ToL* che dichiara di decidere in piena autonomia sale al 78,0%, cui va aggiunto un 18,0% di soggetti che dichiara di decidere sulla base di informazioni reperite in modo informale presso forum/newsgroups, amici e conoscenti. Simmetricamente, tra le motivazioni di acquisto delle azioni dei *ToL* vi è poco spazio per scelte che non abbiano alla base una specifica opinione personale, mentre tra gli investitori in azioni ben il 21,0% dichiara di acquistare solo considerando consigli di terzi. L'utilizzo di tecniche quantitative di decisione (quali l'analisi tecnica) è molto più diffuso presso i *ToL*, tra i quali sono invece meno presenti fenomeni di *familiarity* e *representativeness*, tipiche motivazioni decisionali che si verificano in presenza di lacune informative. I *ToL* citano inoltre come motivo di acquisto delle azioni i volumi e la liquidità delle stesse, aspetti mai menzionati dagli investitori in azioni.

E' infine molto diverso il profilo delle fonti informative utilizzate dai due gruppi: fortemente centrate sulla proattività della ricerca e sulla spersonalizzazione del rapporto informativo tra i *ToL* (l'83,5% di loro ricerca informazioni utili all'attività di investimento direttamente su Internet, contro il 15,3% degli investitori in azioni); con una forte domanda di rapporto personale da parte degli investitori *retail*, che nel 77,9% dei casi fanno riferimento agli impiegati di banca, ai promotori finanziari e ai propri familiari. Nel caso dei *ToL* questa percentuale scende al 2,0%.

(1) Tra i 675 investitori *retail* intervistati, 60 (8,9%) hanno dichiarato di negoziare anche *online*, ma la loro frequenza di negoziazione è nella quasi totalità dei casi saltuaria (oltre il 99% dichiara una frequenza di negoziazione massima di 1 volta la settimana e il 90% circa di 1 volta al mese) e non particolarmente diversa da quelle degli investitori *retail* in senso lato. Utilizzano Internet per negoziare prevalentemente azioni italiane (88,3%) e fondi comuni di investimento (20,0%); gli altri strumenti sono negoziati *online* in meno del 10% dei casi. Sono venuti prevalentemente a contatto con il canale *online* offerto dalla banca tradizionale (78,3%) e non dagli intermediari specializzati. Scelgono Internet principalmente per la maggiore efficienza operativa (maggiore velocità per il 63,3% degli intervistati, minori costi per il 56,7%, per l'autonomia che offre per il 46,7%, per i risparmi di tempo e la possibilità di operare sempre per il 35% circa). Il canale è meno ricercato per i servizi aggiuntivi: la maggiore informazione offerta è citata dal 15,0%, l'ampia gamma di prodotti finanziari negoziabili e le *facilities* operative dal 5,0%, i servizi di analisi tecnica dal 5,0%.

6. Le fonti informative

La tipologia delle informazioni ricercate e la modalità di raccolta delle stesse sono aspetti importanti dei processi di allocazione delle risorse finanziarie da parte degli investitori. I risultati sottolineano il ruolo centrale delle fonti informative di tipo relazionale, il cui peso è in decisa crescita rispetto all'indagine del 2001. La tavola 30 mostra i mezzi di informazione utilizzati rispettivamente per gli investimenti in generale e nello specifico per quelli in azioni, per i quali sono riportati anche i risultati dell'indagine del 2001.

Tavola 30 - Fonti di informazione (1)

	Investimenti in generale		Investimenti in azioni			
	2003		2003		2001	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
Relazionali	77.9%	43.9%	78.2%	45.4%	60.2%	33.8%
Impiegato in banca	41.5%	16.4%	40.8%	18.5%	29.3%	13.7%
Familiari o amici	34.7%	13.7%	26.8%	12.2%	19.1%	9.0%
Promotore finanziario	30.0%	11.8%	28.7%	13.0%	21.5%	10.1%
Commercialista o ragioniere	5.0%	2.0%	3.9%	1.8%	2.0%	1.0%
Carta stampata	53.3%	28.5%	48.0%	29.8%	57.0%	36.9%
Quotidiani generici	30.4%	12.0%	27.2%	12.4%	24.9%	11.7%
Quotidiani economici specializzati	28.9%	11.4%	27.5%	12.5%	39.1%	18.3%
Riviste economiche	12.8%	5.0%	11.1%	5.0%	14.4%	6.8%
Libri	0.1%	0.1%	-	-	0.3%	0.2%
Radio e Televisione	30.0%	13.7%	23.0%	12.2%	23.9%	12.9%
Televideo	16.3%	6.4%	14.5%	6.5%	18.8%	8.8%
Programmi televisivi	15.7%	6.2%	10.2%	4.6%	7.1%	3.3%
Programmi radiofonici	2.2%	0.9%	1.8%	0.8%	1.7%	0.8%
TV tematiche a pagamento	0.4%	0.2%	0.4%	0.2%	-	-
Internet	15.3%	8.3%	12.9%	8.1%	16.8%	11.0%
Siti specializzati	9.2%	3.6%	7.8%	3.5%	12.4%	5.8%
Sito Internet del proprio intermediario	3.9%	1.5%	3.0%	1.4%	-	-
Siti Internet delle società quotate	2.7%	1.1%	2.7%	1.2%	-	-
Siti generici	1.8%	0.7%	1.8%	0.8%	2.5%	1.2%
Siti Internet di altre società finanziarie	1.8%	0.7%	1.6%	0.7%	4.6%	2.1%
Posta elettronica	0.9%	0.4%	0.3%	0.1%	1.0%	0.5%
Forum/chat su temi finanziari	0.7%	0.3%	0.6%	0.3%	0.7%	0.3%
Siti personalizzabili	-	-	-	-	2.2%	1.0%
Altre fonti	13.4%	5.8%	9.9%	4.6%	9.1%	5.4%
Borsino video presso le banche	6.2%	2.5%	6.1%	2.8%	5.4%	2.5%
Depliant informativi delle banche	4.0%	1.6%	1.9%	0.9%	1.0%	0.5%
Pubblicità (riviste, quotidiani, TV)	2.7%	1.1%	1.6%	0.7%	0.7%	0.3%
Informazioni ricevute per posta	1.5%	0.6%	0.4%	0.2%	0.7%	0.3%
Corsi di formazione o seminari	-	-	-	-	0.3%	0.2%
Messaggi wap/sms	-	-	-	-	0.3%	0.2%
Programmi per computer	-	-	-	-	1.4%	0.6%
Altre fonti	-	-	-	-	1.7%	0.8%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana - R&D

L'importanza relativa delle fonti non cambia in maniera significativa tra gli investimenti generali e gli investimenti in azioni. Le fonti più importanti sono quelle relazionali, ovvero basate sul contatto diretto con altre persone (77,9% e 78,2%). Tra queste è pri-



mario il ruolo dell'impiegato di banca (la fonte più citata in assoluto, con 41,5% e 40,8%) e del promotore finanziario (30,0% e 28,7%). Mantengono un ruolo importante familiari ed amici (34,7% e 26,8%). Il ricorso all'impiegato di banca o al promotore è più elevato per l'investimento in azioni: la differenza rispetto all'investimento in generale può essere dovuta alla maggiore sofisticazione delle conoscenze richieste per questo tipo di investimento, per il quale vengono dunque ricercate informazioni più professionali. La carta stampata è il secondo canale di informazione utilizzato (53,3% e 48,0%). Tra i diversi tipi di giornali e riviste, i quotidiani specializzati hanno la maggioranza relativa delle risposte per gli investimenti in azioni, mentre seguono i quotidiani generici per le scelte di investimento in generale. Nell'ambito di televisione e radio (30,0% e 23,0%) si nota la predominanza del televideo (16,3% e 14,5%) sui programmi televisivi (15,7% e 10,2%), mentre nell'area Internet (complessivamente utilizzata dal 15,3% e 12,9% degli intervistati) prevale l'uso dei siti specializzati (9,2% e 7,8%). Tra le altre fonti, si segnala il borsino video presso le banche (6,2% e 6,1%).

Rispetto alla rilevazione del 2001, per quanto riguarda l'utilizzo delle fonti informative per l'investimento in azioni, si osserva il crescere dell'importanza delle fonti relazionali, utilizzate dal 78,2% degli intervistati, in salita rispetto al 60,2%. A questo aumento si è accompagnato un calo nell'utilizzo di pressoché tutte le altre fonti informative. Al maggior ricorso a esperti e conoscenti è infatti corrisposto un calo nella diffusione della carta stampata (da 57,0% a 48,0%), di radio e televisione (23,9% a 23,0%) e anche di Internet (16,8% a 12,9%). E' dunque generalizzato il minor ricorso a quelle fonti informative solitamente associate al bisogno di formarsi un'opinione personale in modo autonomo sulle decisioni di investimento.

Il grado di soddisfazione rilevato presso gli investitori in azioni per le fonti di informazione è intermedio. In una scala da 1 a 5, dove 1 indica completa insoddisfazione e 5 soddisfazione piena, il voto medio è 3,6. Il 59,4% si dichiara soddisfatto; il 5,3% e l'1,8% si dichiarano rispettivamente poco soddisfatti e per niente soddisfatti. Il livello di soddisfazione si è deteriorato dal 2001, quando i soddisfatti ammontavano al 69,6%. Coloro che si sono dichiarati non soddisfatti menzionano, tra le cause, la difficoltà di comprensione delle informazioni (42,7%) e la difficoltà di consultazione (23,7%). Il 15,7% dichiara che occorre troppo tempo per informarsi. Il tema del grado di affidabilità delle informazioni è invece considerato critico solo dal 15,3%. Le richieste degli investitori vanno dunque nella direzione di un'informazione sintetica, comprensibile e chiara, anche alla luce del tempo che tali soggetti dedicano all'attività di investimento (ovvero poco più di un'ora in media la settimana).

Per quanto riguarda il tipo di informazioni ricercate, al primo posto sono menzionati i consigli di un esperto o di un conoscente (52,4%). Questo dato è coerente con l'indicazione della preferenza per i canali relazionali di informazione e sottolinea ulteriormente come nell'aggregato questa tipologia di investitori prediliga forme mediate di relazione con il mercato finanziario. Costituiscono eccezione coloro che hanno dichiarato di decidere in piena autonomia. In tal caso, infatti, l'utilizzo delle fonti relazionali scende al 58,3% mentre i consigli di un esperto/conoscente sono una fonte informativa rilevante solo per il 29,4%. Al secondo posto si trovano gli articoli e i commenti sui

giornali, utilizzati dal 31,0%; i commenti e i grafici di andamento dei prezzi di mercato e dei titoli sono citati dal 21,3%.

Tavola 31 - Tipologia di informazioni ricercate ⁽¹⁾

	quota %
Consigli di un esperto/conoscente	52.4%
Commenti o articoli sui risultati delle società quotate	31.0%
Commenti/grafici di andamento dei prezzi del mercato o dei titoli	21.3%
Commenti o previsioni di scenario macroeconomico e/o andamento settoriale	17.0%
Bilanci delle società quotate	12.6%
Commenti e grafici di analisi tecnica	9.2%
Contributi di esperti sulle tecniche di investimento e le caratteristiche dei prodotti negoziati	7.1%
Ricerca degli analisti sulle società quotate	4.6%
Dibattiti e suggerimenti su forum/newsgroups tematici	2.4%
Altro	-
Non sa	9.8%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
Fonte: Borsa Italiana – R&D

A coloro che hanno dichiarato di informarsi sulla base dei bilanci delle società quotate (12,6%) e delle ricerche degli analisti (4,6%) è stato chiesto in che modo consultino queste informazioni. Il 35,2% chiede al proprio consulente finanziario di procurare il materiale informativo, il 31,4% ne chiede una copia presso la banca di fiducia, il 24,8% utilizza direttamente il sito Internet della società e il 16,2% consulta il sito di Borsa Italiana. Infine, si è chiesto di valutare il grado di interesse per eventuali *newsletters* informative che le società quotate potrebbero destinare agli investitori *retail*. Il 13,5% degli intervistati si è dichiarato molto interessato e il 48,0% abbastanza .



7. Conclusioni

L'investimento in azioni italiane quotate interessa una quota consistente di famiglie italiane e ne caratterizza in modo significativo le modalità di allocazione delle attività finanziarie. Nel triennio 2001-2003 circa 3 milioni di famiglie (il 14,1% del totale) hanno detenuto o negoziato in modo diretto azioni italiane quotate. Se si considera anche la detenzione di azioni estere o la detenzione indiretta tramite prodotti del risparmio gestito, lo *shareholding* in Italia ha interessato oltre 4 milioni di famiglie (19,7% del totale). Nel periodo 2001-2003 si è però assistito a significativi cambiamenti nei comportamenti degli investitori in azioni, frutto anche di accadimenti straordinari che hanno inciso negativamente sui comportamenti degli operatori economici.

Rispetto al 2001, si è assistito presso gli investitori in azioni a un peggioramento del clima di fiducia sia rispetto al sistema finanziario nel suo complesso che rispetto alla propria situazione economica. È cresciuto il numero di famiglie preoccupate per la propria situazione finanziaria attuale (dal 14,2% al 27,7%) e prospettica (dal 5,3% al 16,1%). Sono cresciuti coloro che ritengono necessario risparmiare (è molto utile per il 69,6% degli intervistati contro il 65,1% del 2001), ma nel contempo riuscirci è diventato più difficile (le famiglie che riescono a risparmiare scendono dall'83,2% al 62,8%). Come conseguenza, si è osservata una riduzione della propensione al rischio finanziario: è cresciuto il numero di investitori che si definiscono "conservatori" (dal 55,3% al 68,8%) e si è modificata la struttura del portafoglio a favore degli *assets* meno rischiosi (per livelli percepiti ed effettivi di rischio), il cui peso sul totale è passato dal 45,0% al 58,1%.

La riduzione degli *assets* rischiosi in portafoglio non ha però dato luogo a fenomeni diffusi di abbandono definitivo dell'investimento azionario. Per 1 investitore su 10 non ci sono stati effetti negativi. Circa l'85% degli intervistati ha dichiarato che quanto accaduto ha accresciuto la cautela, ma la metà di questi non ha modificato l'attitudine di lungo termine nei confronti dell'investimento azionario. Solo 1 investitore su 20 ha dichiarato che non investirà più in azioni. È tuttavia elevato il grado di incertezza: il 49,9% degli intervistati non intende cambiare ulteriormente l'*asset allocation* del proprio portafoglio nel breve termine e ben il 37,6% non sa cosa farà.

A fine 2003, l'investimento azionario diretto assorbe circa un quarto della ricchezza complessiva degli investitori in azioni, e sale a un terzo considerando anche i fondi azionari. Quasi il 40% del portafoglio è investito in liquidità; i titoli di Stato e le obbligazioni ammontano (anche attraverso i fondi) a circa il 20%. Circa il 7% è investito in prodotti assicurativi e previdenziali. Rispetto al 2001, sono state privilegiate forme di investimento più semplici e a capitale garantito, rispetto all'investimento diretto in azioni e ai prodotti del risparmio gestito. La composizione media del portafoglio azionario Italia vede la prevalenza di Blue Chip, che sono detenute dal 90,3% degli intervistati. Si tratta inoltre di portafogli molto concentrati: il 51,0% degli intervistati ha un solo titolo e il 23,9% due. Quasi il 40% ha acquistato i titoli oggi in portafoglio a seguito di una privatizzazione e circa il 6% detiene titoli acquistati al momento dell'Ipo di società private.

L'operatività degli investitori in azioni è contenuta. Rispetto al 2001 sono aumentati coloro che non hanno effettuato movimentazioni nei dodici mesi precedenti l'intervi-

sta (dal 26,6% al 66,9% per le azioni italiane) ed è in flessione il numero medio annuo di operazioni tra coloro che hanno movimentato il portafoglio (da 18,1 a 12,4 *trades* annui sulle azioni italiane).

I modelli econometrici utilizzati per descrivere i comportamenti degli investitori in azioni, e in particolare la probabilità di uscita dal mercato azionario, evidenziano come i fenomeni di abbandono siano con più probabilità associati a individui con bassa propensione al rischio (o che svolgono attività professionali a più elevata rischiosità nel flusso dei redditi da lavoro) e con minore probabilità a soggetti dalla più elevata cultura finanziaria, con una maggiore diversificazione di portafoglio o che optano per una delega piena nella gestione dei risparmi.

Tra gli scopi associati all'investimento azionario, il 57,0% degli intervistati investe per accrescere il rendimento complessivo del proprio portafoglio rispetto al semplice possesso della liquidità; il 30,8% desidera diversificare i propri investimenti e il 23,7% vuole proteggere i risparmi dall'inflazione. Rispetto al 2001, sono più diffusi gli obiettivi legati al soddisfacimento delle necessità di medio termine quali risparmiare per i figli, per la pensione, per l'acquisto della casa. Le modalità con cui viene effettuato l'investimento in azioni non riflettono però queste esigenze, risultando associate con maggior frequenza a obiettivi con un ridotto orizzonte temporale, quali la ricerca di rapidi guadagni. E' però cresciuta l'associazione tra investimento azionario e diversificazione di portafoglio (dal 23,8% al 34,4%) mentre la componente "ludica" nell'investimento è in flessione.

Il referente principale per la realizzazione delle operazioni di investimento continua a essere il sistema bancario, menzionato dal 95,0% degli intervistati: il 76,4% cita la banca tradizionale, il 29,9% i promotori bancari, l'8,7% il canale *online* della banca tradizionale. Le società di assicurazione sono citate nel 7,5% dei casi, le Poste nel 4,2%. Gli investitori presentano una forte resistenza al cambiamento degli intermediari: la situazione rispetto al 2001 è pressoché immutata e solo il 5,9% degli intervistati ha dichiarato di aver cambiato il suo intermediario principale nell'ultimo triennio. Nella scelta dell'intermediario prevalgono ragioni legate all'abitudine (48,6%) e al rapporto con una persona all'interno della struttura (45,1%). Le aree a maggiore criticità sono le commissioni e i costi del servizio (con un 36,9% di insoddisfatti), la remunerazione degli investimenti (27,1%), la disponibilità di informazioni complete e tempestive (13,3%) e il livello di indipendenza dei consigli ricevuti (11,2%). Questi aspetti del servizio costituiscono però motivazioni solo secondarie al momento della scelta effettiva del fornitore.

Tra le fonti informative utilizzate per le decisioni di investimento in azioni, si rileva una netta crescita dei canali informativi di tipo relazionale, citati dal 78,2% degli intervistati rispetto al 60,2% del 2001: si tratta dell'impiegato di banca (40,8%), di familiari e conoscenti (26,8%), del promotore finanziario (28,7%). Si riduce il ricorso a tutte le altre fonti di informazione: il 48,0% degli intervistati cita la carta stampata (il 27,2% la stampa generica, il 27,5% i quotidiani specializzati e il 11,1% le riviste specializzate), a fronte del 57,0% del 2001. Si è ridotta soprattutto la stampa specializzata (nel 2001 il 39,1% citava i quotidiani specializzati e il 14,4% le riviste specializzate); il 23,0% si informa attraverso la TV/radio, in particolare con il televideo (14,5%); il 12,9% utilizza Internet. Data la prevalenza delle fonti relazionali, il tipo di informazione cercata riguar-



da soprattutto i consigli di un esperto o di un conoscente (52,4%) e solo in secondo luogo commenti o articoli sull'andamento delle società (31,0%), grafici sui prezzi (21,3%), previsioni macroeconomiche (17,0%), bilanci societari (12,6%), grafici e indicatori di analisi tecnica (9,2%).

Più di un terzo degli investitori in azioni decide autonomamente i propri investimenti. Rispetto al 2001 tale percentuale è in flessione (46,8%), ma non a favore della delega completa, quanto piuttosto di situazioni in cui l'investitore decide e in seconda battuta consulta il suo intermediario di riferimento per una conferma (dal 20,6% al 37,7%). Esistono ancora significativi spazi per accrescere il livello di cultura finanziaria degli investitori in azioni. Le incertezze su alcune nozioni basilari sono frequenti e solo il 3,0% degli intervistati ha frequentato corsi su temi finanziari. Infine, solo 2 investitori su 5 conoscono la differenza tra strumenti quotati e non quotati.

La domanda *retail* di azioni italiane quotate è dunque un importante e significativo patrimonio per il mercato azionario italiano. I risultati dell'indagine evidenziano una sostanziale tenuta della diffusione dell'*equity* presso le famiglie italiane, benché i flussi di nuovi investitori in azioni siano andati riducendosi nel corso degli ultimi anni (il 46,6% degli intervistati dichiara di aver iniziato a investire in azioni nel 1998 o prima, il 28,7% nel biennio 1999-2000 e il restante 24,7% a partire dal 2001). Si presenta però un quadro complessivo con rilevanti fragilità che lascia aperti quesiti cui appare importante dare una risposta in tempi rapidi, affinché questa componente del mercato italiano possa consolidarsi. Vi è infatti un generalizzato bisogno di ricostruire la fiducia nei confronti dei meccanismi che regolano i mercati finanziari e di coloro che operano sui mercati finanziari stessi, oltre che di una forte e continua opera di *education*.

L'investimento azionario diretto presenta portafogli concentrati, dove spesso il principale *driver* di accesso al mercato azionario sono state le privatizzazioni di importanti aziende note a livello nazionale che ancora costituiscono il principale (se non unico) titolo in portafoglio. Si tratta di portafogli dalla scarsa movimentazione, che si è ulteriormente ridotta nel corso dell'ultimo triennio. La relazione con il mercato azionario è per certi aspetti ancora elementare e necessita, in assenza di nuove consistenti *waves* di privatizzazioni o di condizioni di mercato eccezionalmente favorevoli, di alimentarsi sulla base di una maggiore consapevolezza dell'importanza dell'investimento azionario in un'ottica di *asset allocation* ottimale.

La crescita di coloro che ritengono di dover utilizzare l'investimento in azioni per diversificare il proprio portafoglio va sicuramente in questa direzione. L'investimento azionario diretto continua però ad avere, rispetto ad altre forme di investimento, una più accentuata caratterizzazione di breve termine. E' necessario continuare nell'opera di *education* delle modalità ottimali di investimento in *equity*, anche attraverso una maggiore promozione dei prodotti del risparmio gestito e degli ETF, per i quali gli intervistati segnalano un notevole interesse potenziale.

Non sembra essersi prodotto nel corso dell'ultimo triennio uno spostamento dalla detenzione di azioni italiane dalla forma diretta a quella gestita. La maggiore incertezza e la maggiore difficoltà di scelta non hanno dato luogo a una crescente delega decisionale verso soggetti istituzionali. Anche questo aspetto merita un'approfondita rifles-

sione, soprattutto in uno scenario dove sarà crescente il bisogno di gestire con il risparmio rischi di natura più ampia e soprattutto di carattere previdenziale (anche attraverso i fondi pensione).

La possibilità di dialogo del sistema finanziario con il risparmiatore finale è aperta. Lo dimostra il fatto che il sistema bancario ha mantenuto una completa centralità nella relazione con gli investitori, i cui livelli generali di autonomia decisionale si sono ridotti rispetto al 2001. Lo conferma la crescente importanza assunta dai rapporti relazionali tra le fonti informative utilizzate per le scelte di investimento, a scapito di tutti quei canali che sono più adatti a formarsi un'opinione autonoma sui temi finanziari (carta stampata, TV e Internet) e che erano maggiormente diffusi nell'indagine del 2001.

Indubbiamente, i cambiamenti di breve termine hanno dominato le decisioni di *asset allocation* dei risparmiatori e la loro attuale percezione del contesto economico-finanziario di riferimento. Particolare attenzione deve però essere prestata agli aspetti più strutturali. Quanto accaduto ha modificato la tolleranza al rischio finanziario, che verosimilmente è tornata su livelli di più lungo termine rispetto ai punti di massimo raggiunti nel 2000. Si sono però profilate anche una maggiore cautela e una minore fiducia nei confronti del mercato e delle norme che lo regolano e che si sostanziano nella capacità di esprimere prezzi corretti del valore delle società. Si è messa in dubbio la correttezza e la professionalità delle istituzioni che operano sui mercati finanziari, sia in termini di un'informazione trasparente e corretta che di una professionalità intesa come capacità di assicurare rendimenti più elevati rispetto all'investimento diretto.

Il punto cruciale che sembra emergere è quello pertanto dell'informazione e dell'*education*. Al mercato l'investitore *retail* chiede un'informazione corretta, esaustiva e tempestiva e non soggetta alle logiche di conflitto di interesse; ai mezzi di comunicazione lo sforzo di semplificare e di rendere fruibili i temi finanziari. Nel contempo torna in modo rilevante il tema della formazione finanziaria. Vi è, tra gli investitori *retail*, una diffusa incertezza su concetti basilari relativi ai temi finanziari, che si concretizzano anche nella scarsa conoscenza della differenza esistente tra prodotti quotati e non quotati. Creare le condizioni per una maggiore consapevolezza delle scelte dovrebbe essere un obiettivo primario di tutti gli attori del mercato finanziario, sia nel caso in cui questi investitori continueranno a decidere in autonomia, sia in presenza di una più esplicita delega della gestione del proprio portafoglio a figure professionali.



Appendice metodologica

Metodo d'indagine e caratteristiche del campione

L'analisi effettuata ha l'obiettivo di quantificare la diffusione presso la popolazione italiana degli investitori *retail* in azioni quotate e di analizzarne il profilo e i comportamenti. A tal fine sono stati definiti investitori in azioni coloro che hanno dichiarato di aver detenuto, acquistato o venduto azioni italiane quotate nel corso dei tre anni precedenti l'indagine. Sono dunque esclusi coloro che detengono azioni italiane quotate solo in modo indiretto (per esempio, attraverso fondi comuni d'investimento, gestioni patrimoniali mobiliari o in fondi).

Le informazioni sono state raccolte attraverso *surveys* coordinate e realizzate dall'Istituto DOXA. Le indagini sono state effettuate da 76 intervistatori che hanno operato in 60 punti di campionamento distribuiti in tutte le regioni italiane.

La quantificazione del fenomeno è stata effettuata attraverso un'indagine *omnibus* di tipo personale, presso 3.010 individui rappresentativi della popolazione italiana con più di 18 anni. Poiché l'*omnibus* è caratterizzato per il fatto di contattare l'intera popolazione, e non solo i capofamiglia, è stata effettuata una domanda preliminare per verificare che la persona intervistata fosse al corrente delle scelte finanziarie della famiglia di appartenenza e solo a questo sottocampione sono stati posti i quesiti relativi alla detenzione di attività finanziarie (ovvero il 47,5%). L'indagine si è svolta in due *waves* indipendenti nel corso della prima metà di ottobre e nel corso della prima metà di dicembre 2003. Le domande hanno indagato le scelte finanziarie dell'intero nucleo familiare di appartenenza.

L'analisi dei comportamenti e delle caratteristiche degli investitori in azioni è stata realizzata attraverso interviste personali CAPI (*Computer Aided Personal Interviews*) presso 675 famiglie italiane con un questionario strutturato composto da oltre 80 domande. L'utilizzo dello strumento di rilevazione CAPI ha consentito all'intervistatore di gestire l'intervista con minori difficoltà, soprattutto in presenza di un questionario lungo e caratterizzato da molti salti logici. Nella preparazione dell'indagine è stata dedicata attenzione alla formulazione delle domande del questionario ed alla preparazione di cartellini esemplificativi per i rispondenti, affinché risultasse minima la possibilità di incomprensione di alcune domande o di termini tecnici (a tale proposito è stato predisposto anche un glossario, ad uso dei rilevatori, nel quale sono stati forniti dettagli informativi per i concetti più complessi). I dati sono stati rilevati tra i mesi di dicembre 2003 e gennaio 2004.

Per la selezione degli individui è stato utilizzato un campione per quote: ai rilevatori dell'Istituto DOXA sono state indicate alcune caratteristiche degli adulti da intervistare (quote per classi di età, condizione professionale e grado di istruzione, distribuzione geografica). I dati sulla distribuzione geografica e sulle caratteristiche degli adulti con le caratteristiche descritte sono stati acquisiti da DOXA nel corso dell'indagine sull'intera popolazione, svolta preliminarmente.

Le caratteristiche socio-demografiche degli investitori in azioni sono proposte nella

tavola e sono confrontate con quelle dell'insieme dei risparmiatori e dell'intera popolazione italiana.

Caratteristiche demografiche degli investitori in azioni

Caratteristiche	Investitori in azioni	Risparmiatori banked ⁽¹⁾	Popolazione italiana ⁽¹⁾
Sesso			
Maschio	66.4%	70.0%	48.7%
Femmina	33.6%	30.0%	51.3%
Area geografica			
Nord Ovest	41.5%	36.7%	24.7%
Nord Est	21.2%	21.3%	21.9%
Centro	19.1%	19.3%	20.1%
Sud e Isole	18.2%	22.7%	33.4%
Classi d'età			
18-34 anni	21.2%	21.4%	27.3%
35-44 anni	31.1%	27.4%	22.0%
45-54 anni	30.1%	27.0%	18.0%
oltre 55 anni	17.6%	24.2%	32.7%
Condizione professionale			
Imprenditore	4.7%	3.4%	} 4.5%
Libero professionista, lavoratore autonomo	12.7%	8.6%	
Dirigente, funzionario	5.3%	} 4.0%	0.7%
Quadro	2.2%		1.0%
Insegnante	3.9%	4.0%	2.6%
Impiegato	25.0%	23.8%	17.1%
Esercente, artigiano	17.2%	20.0%	9.3%
Agricoltore	0.7%	1.3%	0.9%
Casalinga	5.2%	3.5%	14.1%
Operaio	11.1%	14.1%	12.6%
Pensionato	11.1%	16.4%	22.1%
Disoccupato, in attesa di prima occupazione	0.4%	} 0.8%	4.6%
Studente	0.4%		10.6%
Livello d'istruzione			
Università	22.2%	14.9%	6.7%
Scuola media superiore	54.1%	36.3%	35.4%
Scuola media inferiore	20.3%	30.9%	38.6%
Scuola elementare	3.4%	17.6%	16.7%
Nessuna	-	0.3%	2.6%

(1) La distribuzione dei risparmiatori banked e della popolazione italiana sono di fonte Doxa (2003)
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D e Doxa

I confronti intertemporali sono ottenuti con una rilevazione effettuata presso lo stesso *target* nel giugno 2001 (Filippa e Franzosi, 2001b) con 614 interviste presso investitori in azioni (definiti come coloro che avevano detenuto, acquistato o venduto azioni nei due anni precedenti l'intervista). Un insieme di domande equivalenti è stato condotto al fine di poter assicurare una perfetta comparabilità dei risultati; i metodi di campionatura indipendente che sono stati utilizzati nelle rilevazioni 2003 e 2001 consentono di effettuare delle comparazioni intertemporali.

I confronti con il sottocampione dei *traders online* non saltuari sono consentite da un'indagine *ad hoc* svolta presso questo segmento di investitori. L'indagine telefonica, di tipo CATI (*Computer Aided Telephone Interviews*), ha riguardato 200 *traders online* defi-



niti come coloro che hanno effettuato almeno 2 negoziazioni al mese di strumenti finanziari *online* nel corso dei dodici mesi precedenti l'indagine. Il questionario di tipo strutturato ha coperto circa 50 domande.

La rilevazione è stata condotta nel corso delle prime tre settimane di dicembre. Per i risultati dettagliati si rinvia a Franzosi e Pellizzoni (2004).

Nelle tavole del paper sono riportati, laddove statisticamente significativi, i risultati del test di uguaglianza delle frequenze implementato in Stata 8.0 (comando *prtest*).

Bibliografia

Alemanni, B. (2003), “L’investitore irrazionale. Scelte d’investimento e gestione di portafoglio nella behavioural finance”, Banca e mercati, n. 449, Bancaria Editrice

ASX (2003), “2002 Australian share ownership study”, www.asx.com.au

Banca d’Italia (2004a), “Conti finanziari”, Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari, anno XIV, n. 35, giugno, www.bancaditalia.it

Banca d’Italia (2004b), “I bilanci delle famiglie italiane nell’anno 2002”, Supplementi al Bollettino Statistico. Note metodologiche e informazioni statistiche, anno XIV, n. 12, marzo, www.bancaditalia.it

Banque de France e Euronext (2003), “Porteurs des valeurs mobilières 2003. Rapport”, www.euronext.com

Barber, B.M. e T. Odean (2003), “All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors”, mimeo, ottobre, <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/#>

Barberis, N. e R.H. Thaler (2003), “A survey of behavioral finance”, *Handbook of the economics of finance*, Constantinides, Harris e Stulz (eds.), Elsevier Science B.V.

Bell, D. (1982), “Regret in decision making under uncertainty”, *Operation Research*, vol. 30, pp. 961-981

BNL/Centro Einaudi (2003), “XXI Rapporto sul risparmio e i risparmiatori in Italia”, BNL Edizioni e Guerini e Associati, Roma

Borsa Italiana (2004), “Fatti e cifre della Borsa Italiana 2003”, www.borsaitaliana.it

Brown, P. Chappel, N., Da Silva Rosa, R. e T. Walter (2002), “The reach of the disposition effect: large sample evidence across investors classes”, mimeo, gennaio, www.ssrn.com

Computershare, MFS e Proshare (2002), “Private share ownership in Britain 2002”, www.proshare.org

Dorn, D. e G. Huberman (2002), “Who trades?”, mimeo, novembre, www.ssrn.com

Eurisko e Prometeia (2004), “Osservatorio sui risparmi delle famiglie”, ottava edizione, marzo



Eurispes e GSCProxitalia (2004), “Piccoli investitori e società quotate: fiducia, trasparenza e controlli”, aprile 2004, edizione Eurispes

Filippa, L. e A. Franzosi (2001a), “Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*. Analisi dell’evoluzione recente”, BItNotes n. 2, novembre, www.borsaitaliana.it

Filippa, L. e A. Franzosi (2001b), “Investitori *retail* e Borsa. Risultati di un’indagine presso i risparmiatori italiani”, BItNotes n. 3, novembre, www.borsaitaliana.it

Franzosi, A. e E. Pellizzoni (2004), “Profili e comportamenti dei traders online. Primo rapporto sul mercato italiano ”, BItNotes n. 11, maggio, www.borsaitaliana.it

Frieder, L. (2004), “Evidence on behavioural biases in trading activity”, mimeo, gennaio, www.ssrn.com

Garcia Coto, D. J. (2004) “Share ownership structure in Europe”, novembre, www.fese.be

Grinblatt, M. e M. Keloharju (2001a), “How distance, language, and culture influence stockholdings and trades”, *The Journal of Finance*, vol. LVI, n. 3, giugno, pp. 1053-1074

Grinblatt, M. e M. Keloharju (2001b), “What makes investors trade?”, *The Journal of Finance*, vol. LVI, n. 2, aprile

Grinblatt, M. e M. Keloharju (2000), “The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland’s unique data set”, *Journal of Financial Economics*, n. 55, pp. 43-67

Guiso, L., M. Haliassos e T. Jappelli (eds.) (2003), “Stockholding in Europe”, OEE, Palgrave Macmillan, UK

HKE (2004) “Omnibus retail investor survey 2003”, www.hkex.com

Huberman, G. (2001), “Familiarity breeds investment”, *The Review of Financial Studies*, vol. 14, n. 3

Jappelli, T. Julliard, C. e M. Pagano (2001), “La diversificazione del portafoglio delle famiglie italiane” in XIX Rapporto BNL-Centro Einaudi, Edizioni e Guerini e Associati, Roma

Kahneman, D. e A. Tversky (1974), ”Judgement under uncertainty: heuristics and biases”, *Science*, vol. 185, pp. 1124-1131



Karpoff, Jonathan M. (1987), "The relationship between price changes and volume: a survey", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 22, No 1, March 1987

Loomes, G. e R. Sudgen (1982), "Regret theory: an alternative theory of rational choice under uncertainty", *The Economic Journal*, n. 92, pp. 805-824

Lopes, L. (1987), "Between hope and fear: the psychology of risk" in Berkowitz L. (ed.) *Advances in experimental and social psychology*, vol. 20, pp. 255-295, San Diego Academic Press

Massa, M. e A. Simonov (2003), "Behavioral biases and portfolio choice", mimeo, www.ssrn.com

Odean, T. (2003), "What I know about how you invest", Legg Mason Funds Management Investment Conference, www.leggmason.com

R&S (2000), "Le privatizzazioni in Italia dal 1992", mimeo, www.mbres.it

Shefrin, H. e M. Statman (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence", *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 777-790

SIA (2003) "Annual SIA investor survey. Investors' attitudes toward the securities industry 2003", www.sia.com

Thaler, R.H. (2000), "Mental accounting matters", in Kahneman, D. e A. Tversky (eds.) "*Choice, values and frames*", pp. 241-268, Cambridge University Press, Cambridge, UK

Thaler, R.H. e E. Johnson (1990), "Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes in risky choice", *Management Science*, vol. 36, pp. 643-660

Numeri pubblicati

- N. 1 Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2001)
- N. 2 Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*.
Analisi dell'evoluzione recente
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 3 Investitori *retail* e Borsa. Risultati di un'indagine presso i risparmiatori italiani
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 4 Il settore delle macchine utensili in Italia: caratteri strutturali e potenzialità di sviluppo
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2002)
- N. 5 Nuove quotazioni e clausole di *lock-up*
*Fabio Bertoni - Giancarlo Giudici - Pier Andrea Randone -
Christian Rochira - Paolo Zanoni* (dicembre 2002)
- N. 6 Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa
Enrico Pellizzoni (dicembre 2002)
- N. 7 La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (febbraio 2003)
- N. 8 *Are euro area small caps an asset class? Evidence from mean-variance spanning tests*
Giovanni Petrella (May 2003)
- N. 9 Il settore legno-arredamento in Italia: evoluzione e rapporto con il mercato azionario
Alessandra Franzosi - Luca Negro - Enrico Pellizzoni (luglio 2003)
- N. 10 Tassazione e sviluppo del mercato dell'*equity* per le Pmi. Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali
Luca Gandullia (febbraio 2004)
- N. 11 Profili e comportamenti dei traders online. Primo rapporto sul mercato italiano
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (maggio 2004)
- N. 12 Investitori *retail* e Borsa. Secondo rapporto sullo *shareholding* in Italia
Alessandra Franzosi - Emanuele Grasso - Enrico Pellizzoni (novembre 2004)
-

I numeri della collana BIItNotes sono liberamente scaricabili dal sito di Borsa Italiana, all'indirizzo Internet:
www.borsaitaliana.it/it/mercati/homepage/pubblicazioni/bitnotes



BORSA ITALIANA

Research & Development
Piazza degli Affari, 6 - 20123 - Milano
Tel (02) 72426.478 - Fax (02) 86464323
e-mail: research@borsaitaliana.it

www.borsaitaliana.it