

# *Le caratteristiche della Domanda di Azioni italiane*

**L**a distribuzione della domanda di azioni tra i principali settori istituzionali dell'economia costituisce un importante strumento di valutazione del ruolo e delle prospettive del mercato azionario nel tessuto economico del Paese. La stima della ripartizione tra settori - investitori esteri, *holdings*, banche, investitori istituzionali, famiglie e settore pubblico - della capitalizzazione della Borsa italiana per la seconda metà degli anni Novanta permette infatti di mettere in luce i mutamenti che in questo periodo di tempo hanno caratterizzato le decisioni di risparmio e di allocazione delle risorse finanziarie. Borsa Italiana ha stimato la composizione dei detentori di azioni quotate e ha disegnato un quadro complessivo che fornisce spunti di riflessione interessanti.

## **LA COMPOSIZIONE DELLA DOMANDA DI AZIONI ITALIANE**

La capitalizzazione delle azioni italiane quotate è riconducibile per l'85% a investitori domestici (banche, famiglie, fondazioni bancarie, *holdings*, investitori istituzionali e Stato) e per il 15% a quelli esteri (grafico 19). Il grado di apertura all'estero del mercato azionario italiano appare in crescita nella media del periodo 1995-1999 (il livello superiore al 15% raggiunto a fine anni Novanta si confronta con l'11% del 1995). Questa tendenza si è invece fermata nella fase di maggiore espansione del mercato azionario italiano (1999-2000) quando, nonostante la crescita della domanda estera, la domanda interna di azioni ha fatto registrare dinamiche relative migliori. Il peso degli operatori esteri è più elevato se si considera la composizione degli scambi azionari, dove la quota di operazioni di compravendita per conto di investitori esteri si posiziona, nel periodo 1998-2000, intorno al 40%.

Sul fronte della domanda interna, il fenomeno di maggiore portata che ha dato luogo a una radicale ridistribuzione della proprietà azionaria in Italia è stato il processo di privatizzazione di primarie società italiane, già quotate o ammesse contestualmente a quotazione, prodottosi a partire dal 1993. Il settore pubblico, che nel 1996 deteneva più del 30% del totale della capitalizzazione di Borsa, alla fine degli anni Novanta è sceso a meno del 10%. Anno decisivo di tale mutamento è stato il 1997, con le operazioni di privatizzazione Eni III e Telecom Italia, mentre l'apparente rimbalzo del 1999 è spiegato dalla privatizzazione e contestuale quotazione di Enel, in cui lo Stato mantiene ancora un'importante partecipazione. Se si considera che attualmente sono ancora in capo allo Stato quote rilevanti di importanti società del listino (come Eni ed Enel), è indubbio come tuttora permangano ampi spazi per una ulteriore riduzione del peso del settore pubblico sulla capitalizzazione di Borsa Italiana. Nel contempo si

sta registrando un fenomeno di segno opposto, con l'aumento della proprietà di società quotate da parte degli enti pubblici locali, grazie soprattutto alla quotazione di società del settore delle *utilities*.

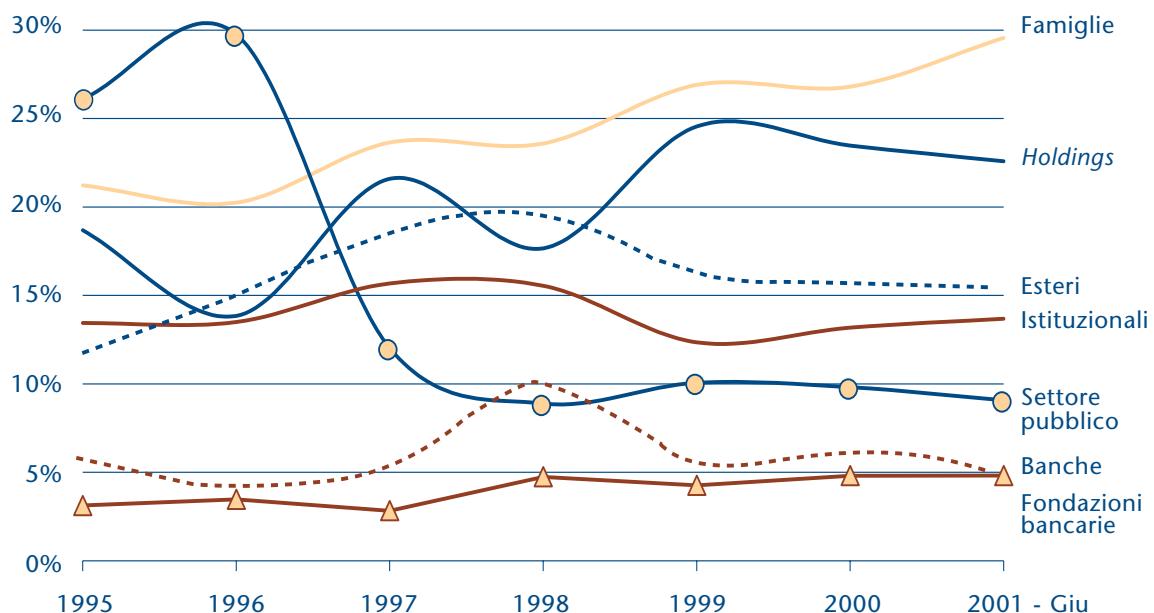
Le privatizzazioni hanno determinato un ampliamento dell'accesso delle famiglie italiane nel mercato azionario. A fine 2000, i risparmiatori *retail* detenevano, in forma diretta o indiretta, più del 40% dell'intera capitalizzazione di Borsa. Questo livello sembra essersi mantenuto anche nel corso del 2001, pur in presenza di una congiuntura non favorevole dei mercati azionari che ha portato a una forte riallocazione dei portafogli a favore degli investimenti monetari e obbligazionari.

Il peso relativo degli investitori istituzionali sulla capitalizzazione totale è rimasto sostanzialmente costante nel periodo 1995-2001.

Con specifico riferimento ai fondi armonizzati di diritto italiano, l'importanza relativa del possesso di azioni italiane quotate in rapporto alla capitalizzazione totale della Borsa è rimasta sostanzialmente invariata nell'intorno del 5-6%, con un picco dell'8,1% raggiunto nel 1998 (grafico 20). Nella seconda metà degli anni novanta i fondi comuni di investimento hanno ampliato sia l'ammontare totale del portafoglio gestito sia la quota dello stesso destinata all'investimento azionario: a fine 2000 quasi il 40% del patrimonio gestito dei fondi comuni di investimento di diritto italiano era investito in azioni, il doppio rispetto al 1996. La particolarità dei comportamenti dei fondi comuni risiede però nel fatto che l'incremento della quota azionaria è avvenuto, in gran parte, attraverso la diversificazione sui mercati internazionali. Il peso relativo delle azioni estere sul patrimonio complessivo è infatti passato dal 10% del 1997 a

*Il 40% della capitalizzazione di Borsa è detenuto, in forma diretta o attraverso gli intermediari, dai risparmiatori retail*

#### GRAFICO 19 - DISTRIBUZIONE DELLA CAPITALIZZAZIONE DELLE AZIONI ITALIANE



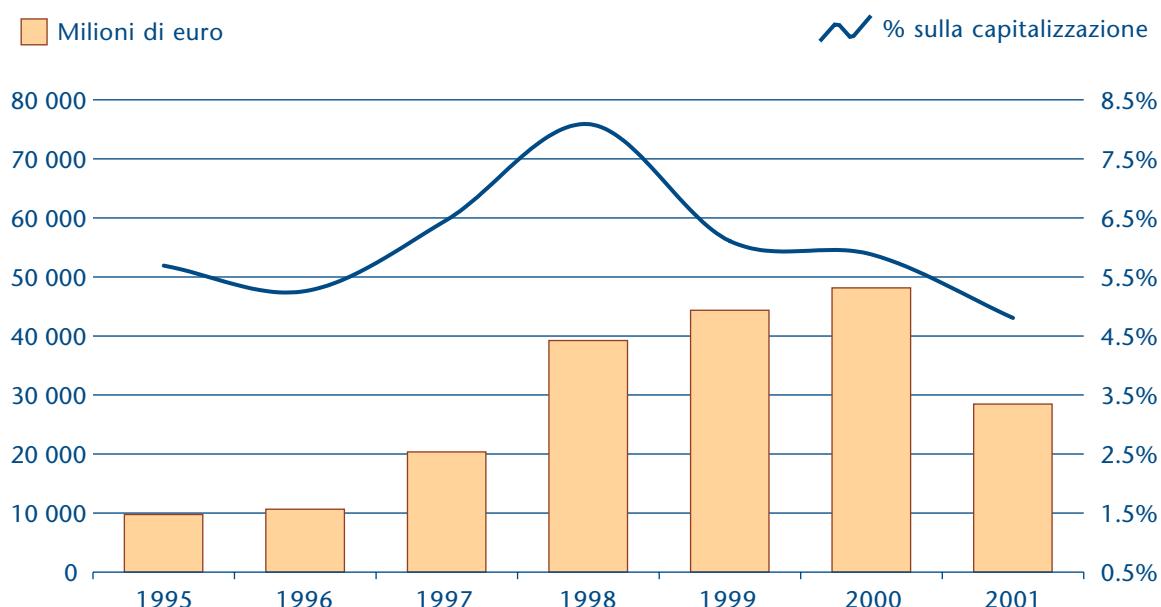
Elaborazioni su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Borsa Italiana, Consob e Uic.

quasi il 30% del 2000, mentre l'investimento in azioni italiane quotate si è mantenuto costantemente intorno al 10%. Il 2001 si è invece concluso con un generale spostamento del patrimonio dei fondi verso strumenti a maggior contenuto obbligazionario. Nel contempo, ha continuato a essere embrionale il ruolo svolto da altre forme di investimento gestito, quali le gestioni patrimoniali e soprattutto i fondi pensione, dai quali continua a provenire una quota marginale di domanda di azioni. In questo contesto, l'accesso dell'investitore *retail* al mercato azionario italiano è avvenuto soprattutto in forma diretta e il possesso azionario diretto da parte delle famiglie risparmiatrici ha raggiunto nel 1999 un quarto dell'intera capitalizzazione di Borsa per stabilizzarsi nel 2000-2001 su livelli marginalmente più elevati.

Per completare il quadro relativo alla distribuzione della capitalizzazione di Borsa tra i settori istituzionali, l'evoluzione della voce banche e della voce *holdings* è dipesa in gran parte da specifiche operazioni di riorganizzazione degli assetti proprietari interne ai due settori.

L'accresciuta importanza del *retail* come quota di domanda sui mercati gestiti da Borsa Italiana è riconducibile non solo al processo di privatizzazione, ma anche a un insieme variegato di condizioni macroeconomiche: l'entrata nell'Unione Economica e Monetaria e il venir meno del rischio di cambio; la contestuale flessione dei rendimenti dei titoli di Stato e l'eccezionale *rally* dei mercati azionari che hanno aumentato l'opportunità relativa dell'investimento azionario. Sul fronte dell'offerta, Borsa Italiana ha inoltre posto in essere politiche finalizzate all'ampliamento del listino e alla definizione di differenti ambiti di negoziazione adatti alle specifiche caratteristiche dei diversi titoli quotati sui mercati azionari. I comportamenti di allocazione del risparmio delle famiglie si sono andati modificando rapidamente. Le famiglie hanno smobilizzato una quota importante della loro ricchezza finanziaria dai titoli di Stato (che pesavano meno del 10% a fine 2000 dal 26% del 1995) a favore dei fondi comuni di inve-

**GRAFICO 20 - IL PORTAFOGLIO DI AZIONI ITALIANE DEI FONDI COMUNI**



Nota: il portafoglio si riferisce ai fondi armonizzati di diritto italiano.  
Elaborazioni su dati Assogestioni e Borsa Italiana.



stimento (17% a fine 2000 contro il 4% del 1995) e delle azioni italiane quotate (9% a fine 2000 a fronte del 2% di fine 1995). Le indagini condotte presso gli investitori sembrano indicare come l'investimento in azioni quotate abbia ormai acquisito caratteri di persistenza tra i comportamenti dei risparmiatori, definendo di conseguenza transitorio il generale riposizionamento dei portafogli a favore di investimenti monetari e obbligazionari che ha caratterizzato il 2001.

*Una quota crescente di attività finanziarie delle famiglie è investita direttamente in azioni italiane quotate: dal 2% del 1995 al 9% del 2000*

## IL PROFILO DELL'INVESTITORE RETAIL IN BORSA

L'importanza della domanda di azioni da parte degli investitori individuali ha indotto Borsa Italiana a farsi promotrice, nel corso del 2001, di un'indagine campionaria presso gli investitori in azioni italiane quotate con l'intento di tracciarne il profilo socio-demografico e di specificarne il processo decisionale nella composizione del portafoglio azionario e nella scelta dei canali di accesso al mercato. E' stata dedicata particolare attenzione anche ai canali utilizzati per la realizzazione delle operazioni di compravendita delle azioni e alle fonti di informazione consultate per decidere e controllare le scelte di investimento finanziario.

- L'investitore in azioni italiane quotate presenta un profilo socio-demografico che lo differenzia dalla popolazione italiana, così come dall'insieme dei risparmiatori. Si tratta infatti, più che nella media della popolazione, di maschi (65,3%), sebbene l'incidenza maschile sul totale dei risparmiatori sia più elevata (70,4%). Gli investitori risiedono per lo più nel Nord Ovest (44,1% rispetto al 26,8% della popolazione), hanno un'età relativamente giovane (il 57,0% ha tra i 30 e i 49 anni) e un titolo di studio elevato (il 29,2% ha una laurea e il 53,4% un diploma di scuola media superiore). Dal punto di vista economico, la professione più diffusa è quella dell'imprenditore o del libero professionista (22,0% rispetto al 4,2% della popolazione) e la classe sociale di appartenenza è medio-alta (39,9% degli intervistati).
- In generale si tratta di un investitore che rivendica un'elevata autonomia nelle decisioni di gestione del portafoglio azionario (in linea peraltro con l'idea di un accesso diretto al mercato): il 46,3% degli intervistati dichiara di decidere autonomamente e un ulteriore 23,3% prima decide e solo in seconda battuta contatta il proprio consulente/intermediario. Sebbene questo tratto sia trasversale a tutti gli investitori in azioni, il livello implicito di delega e la tipologia di consulenza richiesta sono differenziate. Questo fa sì che gli investitori in azioni possano essere suddivisi in gruppi omogenei. Se si procede a una segmentazione della domanda *retail* (effettuata attraverso l'analisi dei *clusters*), risultano tre gruppi che ripartiscono il campione in modo pressoché omogeneo. Il primo *cluster*, definito degli "appassionati" (28,5% del campione), è composto da coloro che prediligono la possibilità di effettuare transazioni in piena autonomia senza alcuna mediazione e riconoscono questa opportunità, presente in modo più spiccato nel caso degli strumenti quotate, come un *asset* che conferisce loro valore. In generale amano gestire il portafoglio titoli seguendo gli investimenti in modo assiduo e si informano puntualmente. Si tratta della porzione più evoluta tra gli investitori in azioni. Un secondo gruppo (il 35,8%) è stato definito dei "pragmatici", in quanto soggetti che percepiscono la gestione attiva dei propri risparmi come un dovere, al quale si applicano non agendo in prima persona ma attraverso la ricerca critica

di un servizio di intermediazione di alta qualità, valutando con attenzione i costi e la professionalità di chi fornisce loro il servizio. Gli appartenenti al terzo gruppo, gli "statici" (il 35,7% del campione), percepiscono le decisioni di risparmio come un dovere che richiede una formazione finanziaria che ritengono di non possedere. Cercano quindi una delega completa e hanno tipicamente profili di portafoglio a basso rischio.

- Il diverso livello implicito di delega nelle decisioni di investimento si estrinseca in scelte differenziate, tanto in termini di canali di realizzazione dell'investimento utilizzati che delle fonti di informazione consultate.
  - ◆ In relazione agli intermediari che vengono scelti dagli investitori in azioni (tavola 11), prevale la banca tradizionale (69,0%), seguita a distanza dai promotori finanziari (25,5%) e dallo strumento *on-line* (10,4%). Se si considera lo spaccato dei *clusters*, la graduatoria assoluta è la medesima, ma in termini relativi gli appassionati tendono a privilegiare l'accesso diretto al mercato (il 18,9% utilizza il canale *on-line*) e meno la banca tradizionale (53,0%) e il promotore finanziario (20,7%). In presenza di un maggior grado di dipendenza, sia operativa che informativa, nella gestione del portafoglio tendono a essere privilegiati intermediari e modalità di realizzazione dell'investimento dove acquista un ruolo importante il rapporto personale, mentre tale esigenza viene meno nei gruppi di investitori più autonomi. Tra i modi di realizzazione dell'investimento in azioni il recarsi di persona presso la filiale di banca o gli uffici della rete di vendita è menzionato dal 75,4% degli investitori statici ma solo dal 52,8% degli appassionati; per l'*on-line* l'attitudine è inversa: quest'ultimo canale è indicato dal 16,9% degli appassionati contro il 2,4% degli statici.

*La banca tradizionale (69,0%) e il promotore finanziario (25,5%) sono i canali più utilizzati per la realizzazione di scambi azionari*

- ◆ Tra le fonti di informazione (tavola 12), lo strumento più consultato è la carta stampata: i quotidiani specializzati (37,6%), i quotidiani generici (23,9%) e le riviste economiche (13,8%). Anche l'intermediario viene considerato un importante canale di consulenza informativa: l'impiegato di banca è menzionato dal 28,2% degli intervistati

**TAVOLA 11 - GLI INTERMEDIARI UTILIZZATI PER L'ACCESSO AL MERCATO**

Intermediari	Totale campione (1) quota %	Clusters (2)		
		Appassionati quota %	Pragmatici quota %	Statici quota %
Banca tradizionale	69.0	53.0	55.7	70.5
Banca tradizionale attraverso i promotori finanziari	22.7	18.9	24.9	14.8
Banca <i>on-line</i>	9.1	17.1	3.6	4.2
Compagnia di assicurazioni	1.5	1.8	0.8	1.3
Società di gestione di fondi comuni	1.1	1.4	0.8	0.8
Società di gestione di fondi comuni attraverso un promotore finanziario	2.8	1.8	2.8	2.5
Sim	2.9	2.8	2.8	2.1
Sim <i>on-line</i>	1.3	1.8	1.6	-
Agente di cambio	2.8	0.9	5.9	-
Altro	2.1	1.4	1.2	3.8

(1) La domanda ammetteva risposta multipla.

(2) La domanda ammetteva risposta multipla ma è stata normalizzata a cento per consentire i confronti. L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti.

ti e il promotore finanziario dal 20,7%; il 18,4% cita familiari e amici; il 18,1% televideo e il canale *on-line* è menzionato dal 18,6% del campione. Anche da questo punto di vista, così come per la scelta dell'intermediario, il rapporto personale è privilegiato dagli investitori statici, mentre gli appassionati si affidano più ai quotidiani specializzati e Internet.

**TAVOLA 12 - LE FONTI DI INFORMAZIONE PER L'INVESTIMENTO AZIONARIO**

<b>Intermediari</b>	<b>Totale campione (1) quota %</b>	<b>Clusters (2)</b>		
		<b>Appassionati quota %</b>	<b>Pragmatici quota %</b>	<b>Statici quota %</b>
Familiari o amici	18.4	6.8	10.5	9.2
Programmi TV	6.8	4.1	3.0	2.7
Televideo	18.1	9.3	7.5	9.2
Programmi radiofonici	1.6	0.7	1.2	0.5
Riviste economiche	13.8	7.0	6.3	6.5
Quotidiani generici	23.9	10.5	9.6	14.5
Quotidiani specializzati	37.6	20.5	17.1	16.4
Pubblicità	0.7	0.2	0.2	0.5
Commercialista-ragioniere	2.0	0.7	1.2	1.0
Promotore finanziario	20.7	6.6	15.9	7.2
Libri	0.3	0.2	0.2	-
Programmi per computer	1.3	1.4	0.2	0.2
Internet (siti specializzati)	11.9	9.5	3.3	4.1
Internet (siti generici)	2.4	1.8	1.2	0.5
Internet (siti personalizzabili)	2.1	1.8	0.7	0.5
Internet (società finanziarie)	4.4	2.7	1.6	1.9
Posta	0.7	0.2	-	0.7
Corsi di formazione/seminari	0.3	-	-	0.5
Borsino video presso banche	5.2	3.0	2.6	1.9
Impiegato di banca	28.2	8.0	15.2	17.6
Messaggi sms/wap	0.3	0.2	0.2	-
Tv tematiche a pagamento	1.0	0.7	-	0.7
Posta elettronica	0.7	0.9	-	-
Forum/ <i>chat-lines</i> finanziari	1.0	0.9	0.2	0.2
Deplianti bancari informativi	1.6	0.2	0.2	1.9
Altro - non so	3.7	2.0	1.6	1.7

(1) La domanda ammetteva risposta multipla.

(2) La domanda ammetteva risposta multipla ma è stata normalizzata a cento per consentire i confronti. L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti.