



BORSA ITALIANA
ITALIAN EXCHANGE

BI*t*NOTES

N. 3 - NOVEMBRE 2001

Investitori *retail* e Borsa.
Risultati di un'indagine presso i
risparmiatori italiani

Luca Filippa
Alessandra Franzosi

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

Redazione e Impaginazione: Borsa Italiana Spa, Research & Development Division

© Novembre 2001 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. Risultati di un'indagine presso i risparmiatori italiani

**Luca Filippa ^a, Alessandra Franzosi ^b
Novembre 2001**

Abstract

Il rapporto presenta i risultati di un'indagine condotta da Borsa Italiana presso gli investitori in azioni italiane quotate e in strumenti derivati azionari. Nel corso della seconda metà degli anni Novanta il fenomeno della domanda *retail* in Borsa ha assunto dimensioni consistenti. L'indagine ha quindi l'obiettivo di tracciare le caratteristiche socio-demografiche di questa tipologia di investitori, di descrivere i loro comportamenti di allocazione del risparmio e di quantificare la struttura del loro portafoglio azionario, di individuare le motivazioni dell'investimento in azioni, la tipologia di intermediari di cui si avvalgono, i canali di formazione e informazione che vengono consultati. I medesimi filoni di indagine sono inoltre ripercorsi in una sezione dedicata agli investitori in strumenti derivati azionari.

This paper highlights the results from a Borsa Italiana survey among a sample of households investing in Italian listed stocks. During the end of the 90s, retail participation in the Italian equity market has become an impressive phenomenon. The report describes the main social and demographic features of retail investors in Italian stocks. It quantifies their stocks portfolio and evaluates their behaviour in financial choices. Furthermore, the survey considers their attitude towards intermediaries and media. These topics are considered for a sample of investors in equity derivatives too.

Keywords: Households financial portfolio, Shareholders, Italian Exchange
JEL: D19, G11

(a) Borsa Italiana Spa - Research & Development Division, e-mail: luca.filippa@borsaitalia.it.

(b) Borsa Italiana Spa - Research & Development Division, e-mail: alessandra.franzosi@borsaitalia.it (*corresponding author*).

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente agli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa.





1. Introduzione

Il presente rapporto ha l'obiettivo di descrivere le caratteristiche, le motivazioni e i comportamenti dei risparmiatori italiani che partecipano ai mercati borsistici, sia attraverso l'investimento diretto in azioni italiane quotate che con la negoziazione di strumenti derivati.

Nel corso della seconda metà degli anni Novanta il fenomeno della domanda *retail* che si affaccia ai mercati azionari ha assunto dimensioni consistenti, sospinto da un mutato contesto macroeconomico di riferimento. Il processo di convergenza europeo ha portato l'Italia verso un sentiero di crescita virtuoso: la finanza pubblica ha avviato una fase di profondo risanamento e l'inflazione si è mantenuta su valori sistematicamente modesti. I tassi di interesse hanno evidenziato una convergenza verso più bassi livelli ed è venuto meno il fattore "rischio di cambio" nei confronti delle economie aderenti all'Unione Economica e Monetaria.

Questi mutamenti della cornice istituzionale hanno indotto, in tempi eccezionalmente rapidi, nuovi comportamenti degli attori operanti sui mercati finanziari. Le famiglie hanno profondamente modificato le proprie decisioni di allocazione del risparmio. Una massa consistente di risorse finanziarie è stata smobilizzata dai titoli di Stato e destinata ad altri strumenti finanziari potenzialmente più remunerativi, ma anche più rischiosi. Gli intermediari finanziari hanno rivisto gli obiettivi operativi, agevolando anche il trasferimento del risparmio delle famiglie dalla forma amministrata verso quella gestita. Parte di queste risorse finanziarie ha raggiunto direttamente anche la Borsa, aiutata dalla politica di ampliamento del listino realizzata da Borsa Italiana cui si è affiancata la struttura di incentivi fiscali alla quotazione e la decisa politica di privatizzazione dei maggiori gruppi bancari e delle più importanti società pubbliche posta in essere dai governi dell'epoca.

A partire dal 1999 la partecipazione degli investitori *retail* ai mercati di Borsa diviene un fenomeno di dimensioni consistenti. Un'analisi di Borsa Italiana (Filippa e Franzosi, 2001) quantifica come il peso relativo delle azioni italiane quotate detenute in modo diretto dalle famiglie italiane sia quadruplicato nel periodo 1995-2000, passando dal 2% all'8% del totale delle attività finanziarie (nel 2000 anche i titoli di Stato raggiungono livelli simili, muovendosi però in senso opposto, da livelli superiori al 25% nel 2001).

A fine 2000 gli investitori *retail* italiani detengono direttamente un quarto dell'intera capitalizzazione di Borsa, e oltre il 35% considerando anche la partecipazione indiretta attraverso i fondi comuni di investimento e gli altri investitori istituzionali.

Alla luce di questi fatti si è posta l'esigenza, da parte di Borsa Italiana, di approfondire la conoscenza delle caratteristiche di questa rilevante quota di domanda che si affaccia sui mercati borsistici. La quantificazione della presenza del *retail* sul totale della capitalizzazione di Borsa e l'importanza delle azioni italiane quotate nei portafogli finanziari delle famiglie rappresentano un primo livello di analisi, affrontato nel lavoro in precedenza citato. L'approccio aggregato non è però esaustivo laddove si voglia dare conto anche delle caratteristiche dei risparmiatori, delle motivazioni sottostanti le decisioni d'investimento e delle modalità di realizzazione dello stesso.

Borsa Italiana si è fatta quindi promotrice di un'indagine campionaria presso i

risparmiatori. L'indagine è stata realizzata con la collaborazione di Doxa su un campione rappresentativo degli investitori in azioni italiane quotate e in strumenti derivati azionari. L'indagine è stata condotta tra giugno e luglio 2001, con un aggiornamento generale a fine ottobre.

Il carattere di novità della ricerca risiede nell'avere come riferimento la popolazione degli investitori in azioni quotate sui mercati di Borsa Italiana. In questo senso si discosta e arricchisce il panorama di analisi già esistenti in Italia riguardanti le decisioni finanziarie delle famiglie, in massima parte volte a descrivere i comportamenti di risparmio in senso lato e indirizzate alla totalità dei risparmiatori. Si pensi al rapporto annuale BNL-Centro Einaudi, ai contributi Multifinanziaria di Eurisko o alla *survey* presso le famiglie di Banca d'Italia che estende l'oggetto di esame ai bilanci delle famiglie, comprensivi dei redditi e della ricchezza reale. La scelta di restringere il campo a coloro che hanno avuto in portafoglio azioni quotate ha il pregio di consentire una maggiore robustezza statistica dei risultati riferiti a tale aggregato e un estremo grado di dettaglio e di articolazione dei quesiti relativi al portafoglio azionario. Trova inoltre una motivazione metodologica nella convinzione che gli investitori in azioni costituiscano una classe di risparmiatori ben definita, caratterizzata da forti specificità socio-demografiche e da attitudini nei confronti delle decisioni finanziarie tali da giustificare un'indagine a essi circoscritta. Il costo indubbio è di non poter valutare all'interno del medesimo impianto metodologico la decisione di acquistare azioni italiane quotate in contrapposizione a quella di non detenerne e di quantificare di conseguenza il bacino di potenziali nuovi detentori di azioni.

Nel panorama internazionale, invece, il presente rapporto si inserisce in un filone consolidato di esperienze di indagini rivolte ai detentori in azioni che hanno avuto origine e sono andate consolidandosi con la crescente importanza, nelle singole realtà nazionali, di questa forma di investimento nel portafoglio *retail*. Le principali analisi sono quelle periodicamente effettuate negli Stati Uniti a cura della Securities Industry Association (2000), in Gran Bretagna ad opera di London Stock Exchange coadiuvata da altri operatori finanziari (2000), in Francia, con un'indagine patrocinata da Euronext-Paris e realizzata da Taylor Nelson SOFRES (2001).

Il questionario Borsa Italiana presenta inoltre una specifica sezione dedicata agli investitori in strumenti derivati azionari. Pur trattandosi di una quota numericamente limitata di risparmiatori, l'importanza di questo sottocampione è da valutarsi soprattutto in termini prospettici, in quanto potrebbe prefigurare un'evoluzione della tipologia di domanda da parte di coloro che attualmente investono in azioni. Il campione dell'indagine intende rappresentare quella parte della popolazione di investitori in strumenti derivati che presenta un elevato grado di autonomia decisionale di investimento e un tasso di movimentazione del portafoglio non inferiore a una soglia minimale. Questa pluralità di criteri di selezione vuole evitare di includere nel sondaggio le situazioni di detenzione "non attiva" di prodotti derivati in portafoglio.

Si osserva, infine, come la *survey* sia stata volutamente realizzata in un momento di condizioni congiunturali sfavorevoli, dovute al rallentamento dei corsi azionari e all'incertezza dei rendimenti. Questi presupposti, seppure temperati dal fatto che l'arco tempo-



rale a cui si riferiscono le risposte riguarda i due anni precedenti, hanno depurato l'effetto dei comportamenti euforici dell'inizio dell'anno 2000. Ciò consente di meglio valutare se e quanto alcuni comportamenti siano da considerarsi stabilmente acquisiti da parte degli investitori italiani o rivestano invece carattere temporaneo. Un rapido aggiornamento effettuato nel mese di ottobre 2001 consente inoltre di testare l'impatto sugli orientamenti degli investitori dell'ulteriore deterioramento della situazione internazionale venutosi a creare a seguito degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001.

Il rapporto ripercorre le varie sezioni del questionario con un obiettivo essenzialmente descrittivo dei risultati dell'indagine. Il paragrafo 2 descrive l'investitore in azioni italiane quotate da un punto di vista socio-demografico, economico e di attitudine al rischio finanziario. Il paragrafo 3 ne mette in luce le decisioni di investimento e la struttura del portafoglio finanziario, proponendo inoltre un confronto tra le azioni e gli altri prodotti finanziari (tipicamente i fondi di investimento azionari). Le motivazioni dell'investimento in azioni sono trattate nel paragrafo 4 mentre il paragrafo 5 sottolinea il rapporto con gli intermediari e le modalità di realizzazione degli investimenti. Il paragrafo 6 affronta il tema dell'informazione finanziaria. Il paragrafo 7 è dedicato ai risultati riguardanti gli investitori in strumenti derivati azionari. Il paragrafo 8 presenta gli esiti del *recall* effettuato a fine ottobre per valutare gli impatti degli attacchi terroristici dell'11 settembre. Il paragrafo 9 è dedicato alle conclusioni. Alcuni approfondimenti che costituiscono primi, e di certo non esaustivi spunti di elaborazione dei comportamenti dei risparmiatori sono presentati nei riquadri. Il riquadro 1 descrive le tipologie di investitori in azioni italiane quotate risultanti dall'analisi dei *clusters*. Al grado di diversificazione del portafoglio e alla relazione tra la detenzione dei vari prodotti finanziari sono dedicati, rispettivamente, i riquadri 2 e 3. Il riquadro 4 è trasversale al rapporto e offre un *focus* sull'utilizzo di Internet da parte degli intervistati.

2. L'investitore in azioni italiane quotate

Il primo obiettivo dell'indagine è tracciare il profilo degli investitori in azioni italiane quotate tanto dal punto di vista delle loro caratteristiche socio-demografiche che da quello della loro condizione economico-finanziaria. Al fine dell'indagine sono definiti investitori in azioni coloro che, nel corso dei due anni precedenti il momento della realizzazione della stessa, hanno detenuto e/o negoziato azioni italiane quotate. Il portafoglio finanziario di riferimento è quello della famiglia di appartenenza, in quanto in molte situazioni i risparmi individuali e la loro gestione sono difficilmente isolabili da quelli del nucleo familiare. L'intervistato è il capofamiglia o un altro membro, purché partecipi attivamente alle decisioni di risparmio¹.

Come già specificato nell'introduzione, esula da questo lavoro la quantificazione del numero degli investitori in azioni sul totale dei risparmiatori. Un ordine di grandezza ci proviene però da altre analisi. Per il rapporto BNL-Centro Einaudi (2000) si tratta di un aggregato approssimativamente pari al 26,4% delle famiglie risparmiatrici, ovvero 4,8 milioni, mentre per Eurisko (2001) si tratta di circa 3,1 milioni di *shareholders*.

Nella tavola 1 è riportata la distribuzione campionaria degli intervistati in base ai principali indicatori socio-demografici. Al fine di mettere in luce le specificità di questo gruppo di investitori, a tale dato si affiancano le strutture della popolazione italiana e dell'insieme dei risparmiatori in senso lato². Il rapporto tra gli indicatori fornisce una rappresentazione sintetica di quanto i detentori di azioni siano simili (se il rapporto è prossimo all'unità) o diversi rispetto alla popolazione e ai risparmiatori.

Il quadro tracciato vede i detentori di azioni discostarsi in modo significativo dalla struttura della popolazione. Coloro che nel corso degli ultimi due anni hanno negoziato azioni italiane quotate sono soprattutto maschi (65,3%) e residenti nel Nord Ovest (44,1%). Il 57,0% ha un'età compresa tra i 30 e i 49 anni. Le fasce centrali di età ovvero quelle professionalmente attive sono relativamente più numerose rispetto alla media della popolazione (il rapporto è per queste classi superiore ad uno). Ben l'81,2% degli intervistati è presente in modo attivo sul mercato del lavoro. Le professioni più diffuse in valore assoluto sono l'impiegato (24,9%) e il libero professionista (18,1%), con un grado di incidenza nettamente superiore rispetto alla popolazione. Il livello di istruzione è medio alto. Il 29,2% degli intervistati ha conseguito la laurea e il 53,4% un diploma di scuola media superiore; il rapporto rispetto alla popolazione sono pari rispettivamente a 4,8 e 1,6.

L'investitore in azioni si discosta nel contempo anche dal risparmiatore in senso lato. Anche in questo confronto il detentore di azioni risiede prevalentemente nel Nord Ovest e ha meno di 40 anni. Dal punto di vista professionale è netta la dominanza di imprenditori e liberi professionisti; il numero degli impiegati è in linea con la media men-

(1) Nel 66,6% dei casi l'intervistato coincide con il capofamiglia, nel 18,2% è il coniuge, nel 13,8% il figlio, nell'1,3% è legato da altro rapporto di parentela con il capofamiglia.

(2) Le distribuzioni della popolazione e dei risparmiatori sono di fonte Doxa e sono ottenute attraverso indagini *omnibus* periodiche. Sono definiti risparmiatori *banked* coloro che possiedono almeno una minima capacità di risparmio, presunta se dichiarano il possesso di un conto corrente bancario e/o di titoli a reddito fisso o variabile. Permane inoltre il vincolo della maggiore età.



Tavola 1 – Caratteri socio-demografici degli investitori in azioni

Caratteristiche	Investitori in azioni ⁽¹⁾ (a) quota %	Banked ⁽²⁾ (b) quota %	Popolazione ⁽³⁾ (c) quota %	(a/b)	(a/c)
Sesso					
Maschi	65.3	70.4	48.0	0.9	1.4
Femmine	34.7	29.6	52.0	1.2	0.7
Area geografica di residenza					
Nord Ovest	44.1	37.0	26.8	1.2	1.6
Nord Est	21.3	22.1	19.2	1.0	1.1
Centro	18.4	21.0	19.2	0.9	1.0
Sud	16.1	20.0	34.8	0.8	0.5
Età					
18-29 anni	12.9	9.3	21.2	1.4	0.6
30-39 anni	30.6	28.1	18.7	1.1	1.6
40-49 anni	26.4	28.5	16.6	0.9	1.6
50-59 anni	20.8	20.4	16.0	1.0	1.3
60 e oltre	9.3	13.7	27.5	0.7	0.3
Professione					
Imprenditore	3.9	2.2	} 4.2	1.8	} 5.2
Libero professionista	18.1	7.2		2.5	
Dirigente, funzionario	4.1	} 2.4	0.6	} 3.3	8.2
Quadro	3.9		0.9		2.6
Impiegato	24.9	25.0	12.8	1.0	0.4
Insegnante, professore	6.2	4.0	2.5	1.6	2.5
Esercente, artigiano	11.4	24.0	8.4	0.5	1.5
Operaio	8.0	15.0	11.5	0.5	0.7
Agricoltore	0.7	1.3	1.2	0.5	0.6
Casalinga	3.9	3.5	17.6	1.0	0.2
Pensionato	10.3	14.6	25.7	0.7	0.4
Disoccupato, studente	2.8	0.8	14.2	3.5	0.2
Titolo di studio					
Università	29.2	11.6	6.1	2.5	4.8
Scuola media superiore	53.4	38.7	33.7	1.4	1.6
Scuola media inferiore	15.3	33.6	31.1	0.5	0.5
Scuola elementare	2.0	16.1	29.1	0.1	0.1

(1) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti

(2) Sono definiti risparmiatori *banked* coloro che possiedono almeno una minima capacità di risparmio, presunta se dichiarano il possesso di un conto corrente bancario e/o di titoli a reddito fisso o variabile

(3) Popolazione italiana con più di 18 anni

Fonte: Borsa Italiana e Doxa

tre è inferiore l'incidenza di esercenti e artigiani. E' ribadito infine il più elevato livello di istruzione: i laureati sono il 29,3% degli investitori in azioni e l'11,6% dei risparmiatori. L'incidenza delle donne è però superiore rispetto al totale dei *banked* (34,7% contro il 29,6%); analoga considerazione vale per gli appartenenti alla fascia d'età 18-29 anni (12,9% contro 9,3%).

Il livello di benessere della famiglia è colto attraverso una pluralità di domande relative ai flussi di reddito, allo *stock* di ricchezza (finanziaria e reale) e alle capacità di risparmio. L'insieme delle informazioni raccolte mostra una situazione di relativa solidità finanziaria delle famiglie che investono in azioni. Come mostrato dalla tavola 2, oltre i due terzi delle famiglie intervistate hanno un reddito mensile netto tra i 2,6 e i 6,5 milioni di lire. Il

12,9% ha redditi inferiori ai 2,6 milioni netti mensili mentre il 5,4% si posiziona nella coda più elevata (oltre i 10 milioni). La mediana della distribuzione è tra i 4,5 e i 5,0 milioni. Relativamente al totale della ricchezza finanziaria della famiglia, il 51,7% di coloro che hanno risposto si posiziona al di sotto dei 50 milioni di lire, con picchi tra i 20 e i 40 milioni. La coda estrema, ovvero coloro che hanno più di 150 milioni, raccoglie il 14,1% della distribuzione. La mediana è tra i 40 e i 50 milioni di lire³. Per completare il quadro includendovi anche la ricchezza immobiliare, il 79,3% degli intervistati dichiara di possedere l'abitazione principale, il 29,8% di avere più di una casa, il 15,6% di possedere terreni e il 18,9% di possedere il box auto (tavola 3).

Tavola 2 – Reddito e ricchezza finanziaria della famiglia

Reddito netto mensile			Ricchezza finanziaria		
Classi (milioni di lire) ⁽¹⁾	quota % ⁽²⁾	cumulata %	Classi (milioni di lire) ⁽¹⁾	quota % ⁽²⁾	cumulata %
Fino a 2,6	12,9		Fino a 10	9,3	
da 2,4 a 3,5	19,4	32,3	da 10 a 20	14,8	24,1
da 3,5 a 4,5	15,1	47,4	da 20 a 30	12,3	36,4
da 4,5 a 5,5	17,8	65,2	da 30 a 50	15,3	51,7
da 5,5 a 6,5	15,9	81,1	da 50 a 70	12,6	64,3
da 6,5 a 8	8,6	89,7	da 70 a 100	12,6	76,9
da 8 a 10	4,9	94,6	da 100 a 150	9,0	85,9
oltre i 10	5,4	100,0	oltre i 150	14,1	100,0

(1) Le classi includono il limite superiore ed escludono quello inferiore

(2) La quota % è calcolata sul totale delle risposte effettive

Fonte: Borsa Italiana

Tavola 3 – Ricchezza reale della famiglia

Beni di proprietà della famiglia ⁽¹⁾	quota %
Abitazione principale	79,3
Seconda abitazione	29,8
Terreni	15,6
Box auto	18,9
Altro	1,3
Nessuna proprietà immobiliare	12,1

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

Ottenere una valutazione corretta della classe di reddito delle famiglie italiane è un obiettivo come noto piuttosto arduo. Le rilevazioni presso i risparmiatori italiani scontano in generale una sistematica sottostima dei livelli di reddito e di ricchezza dichiarati dagli intervistati, nonché un numero elevato di mancate risposte⁴. Per questa ragione la situazione economico-finanziaria è stata descritta non solo a partire dal reddito e dal patrimo-

(3) Come avviene di solito in Italia, l'incidenza di mancate risposte sul livello di reddito e ricchezza è piuttosto elevata (rispettivamente 39,6% per il reddito e 35,2% per la ricchezza finanziaria). A coloro che non hanno risposto è stato chiesto di dare comunque delle indicazioni, anche se meno puntuali. Il 47,2% ha così dichiarato di avere un reddito netto mensile almeno superiore ai 3 milioni (il 27,2% superiore ai 5 milioni e il 22,0% ai 3 milioni) e il 53,2% una ricchezza finanziaria di almeno 30 milioni di lire (il 44,9% superiore ai 50 milioni e 16,3% ai 30 milioni), delineando anche per questi casi un quadro coerente con quello derivante dalle risposte effettive.

(4) A titolo esemplificativo l'ammontare di attività finanziarie dichiarate dalle famiglie intervistate per l'indagine Banca d'Italia 1998 era, rispetto alle risultanze della contabilità finanziaria nazionale, di poco superiore al 30% per depositi e titoli e anche inferiore per gli altri strumenti finanziari (Banca d'Italia, 2000).



nio dichiarati, ma anche sulla base di altri criteri qualitativi. L'integrazione delle statistiche quantitative con quelle qualitative tende a ribadire un quadro relativamente solido della condizione finanziaria delle famiglie che detengono azioni italiane quotate. Il 35,4% degli intervistati percepisce come tranquilla la propria condizione finanziaria, rispetto al 14,0% che si ritiene a vario titolo preoccupato. In termini prospettici il 47,6% si attende dei miglioramenti nel prossimo futuro; solo il 4,9% è pessimista (tavola 4). Una stima della classe sociale dell'intervistato colloca il 53,7% delle famiglie su livelli medi; prevalgono però le famiglie con condizioni superiori alla media (39,9%) rispetto a quelle di classe sociale inferiore (6,3%) come mostrato dalla tavola 5⁵.

Tavola 4 – Percezione della propria situazione finanziaria

Situazione attuale	quota % ⁽¹⁾	Previsioni future	quota % ⁽¹⁾
Estremamente tranquilla	9.0	Migliorerà molto	4.9
Moderatamente tranquilla	26.4	Migliorerà abbastanza	42.7
Neutra	49.2	Resterà invariata	39.3
Moderatamente preoccupata	9.3	Peggiorerà	4.9
Estremamente preoccupata	4.7		

(1) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti
Fonte: Borsa Italiana

Tavola 5 – Classe sociale della famiglia

Classe sociale ⁽¹⁾	quota % ⁽²⁾
Superiore	5.9
Media superiore	34.0
Media	53.7
Media inferiore	5.5
Inferiore	0.8

(1) La classe sociale è stimata dall'intervistatore Doxa. Per la definizione si veda la nota 5

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

La discreta situazione finanziaria trova ulteriore conferma in termini di attitudine e capacità di risparmio delle famiglie. Solo lo 0,8% degli intervistati ritiene il risparmio poco utile. Ben l'83,2% dichiara di essere riuscito a risparmiare nel corso del 2000. L'ammontare non è irrisorio: il 46,2% ha risparmiato, infatti, tra il 5% e il 14% del reddito familiare annuo (tavola 6)⁶.

(5) La classe sociale della famiglia è stata stimata dagli intervistatori Doxa i quali, nel corso dell'intervista, hanno valutato congiuntamente più aspetti: livello di reddito e ricchezza dichiarati, tipo di abitazione, titolo di studio.

(6) Il profilo dell'investitore in azioni ottenuto è in linea con i risultati della letteratura economica in tema di decisioni di investimento delle famiglie. Vi è evidenza empirica anche per l'Italia (Guiso e Jappelli, 2000) che la presenza di attività rischiose in portafoglio dipende positivamente dal livello di reddito, dalla ricchezza e in generale dalla solidità della situazione economica della famiglia, dal livello di scolarizzazione e dall'accesso all'informazione finanziaria. E' inoltre più diffuso tra i maschi, residenti nelle regioni del Nord e in famiglie poco numerose.

Tavola 6 – Attitudine e capacità di risparmio

Attitudine al risparmio	quota % ⁽¹⁾	Quota risparmiata di reddito annuo ⁽²⁾	quota % ⁽¹⁾
Risparmiare è considerato		Fino al 5%	7.6
Indispensabile	25.4	Dal 5% al 9%	23.5
Molto utile	39.3	Dal 10% al 14%	22.7
Utile	33.9	Dal 15% al 19%	10.2
Poco utile	0.8	Dal 20% al 24%	9.8
		Dal 25% al 29%	4.5
		Dal 30% al 39%	5.9
Risparmio effettivo nel 2000		Dal 40% al 49%	1.4
Sì, senza una precisa intenzione	33.2	50% ed oltre	1.0
Sì, con una precisa intenzione	50.0	Non dichiarata	15.5
Nessuno	16.8		

(1) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti

(2) La quota % è calcolata su coloro che sono riusciti a risparmiare nel 2000

Fonte: Borsa Italiana

Prima di valutare le decisioni effettive di investimento poste in essere dagli intervistati è possibile iniziare a caratterizzarli dal punto di vista della loro attitudine al rischio. Tracciati quattro alternativi profili di investitori, basati su una diversa graduazione del rapporto rischio-rendimento e definiti per semplicità da “aggressivi” a “conservatori”⁷, la gran parte degli intervistati si colloca nella fascia di moderata avversione al rischio. Il 43,6% si dichiara moderatamente conservatore mentre il 37,1% moderatamente aggressivo (tavola 7). Tutto ciò si ripercuote anche in termini di struttura del portafoglio investito. Il 14,9% del portafoglio medio è investito in attività avvertite come rischiose; la parte restante è equiripartita tra investimenti a medio e basso rischio (tavola 8).

Tavola 7 – Tipologia dell'investitore in base all'attitudine al rischio

Tipologia ⁽¹⁾	Totale campione quota % ⁽²⁾	Clusters		
		Appassionati quota % ⁽²⁾	Pragmatici quota % ⁽²⁾	Statici quota % ⁽²⁾
Aggressivo	7.5	15.4	2.7	5.9
Moderatamente aggressivo	37.1	46.9	39.1	27.4
Moderatamente conservatore	43.6	32.6	45.0	51.1
Conservatore	11.4	4.6	12.7	15.5

(1) Per le definizioni si veda la nota 7

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

(7) 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 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 con un certo rischio di perdere parte del denaro investito;
- sono un investitore moderatamente conservatore, voglio investimenti con un rendimento moderato, una moderata potenzialità di crescita, con poco rischio di perdere parte del denaro investito;
- sono un investitore conservatore, voglio investimenti tranquilli e sicuri anche se so che avrò un rendimento molto più basso.

**Tavola 8 – Struttura del portafoglio investito per livello di rischio**

Livello di rischio	Totale campione quota % ⁽¹⁾	Clusters		
		Appassionati quota % ⁽¹⁾	Pragmatici quota % ⁽¹⁾	Statici quota % ⁽¹⁾
Alto	14.9	23.7	11.0	12.2
Medio	40.1	42.0	41.6	37.1
Basso	45.0	34.4	47.4	50.7

(1) Media aritmetica della distribuzione del portafoglio degli intervistati. L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

A partire da un insieme di affermazioni descrittive dell'attitudine che gli investitori possono avere nei confronti delle decisioni di allocazione del risparmio è stato possibile distribuire il campione in tre tipologie di investitori. Questi gruppi, descritti in dettaglio nel riquadro 1, sono definiti per necessità di sintesi "appassionati", "pragmatici" e "statici". Come si deduce dalle definizioni, si tratta di classi di investitori con un diverso grado di coinvolgimento, tanto operativo che emotivo, nei confronti delle decisioni di allocazione del risparmio. Il coinvolgimento è massimo nel caso degli "appassionati", che rivendicano un elevato grado di autonomia gestionale, minimo tra gli "statici", che preferiscono delegare completamente la gestione del loro portafoglio, mentre i "pragmatici", pur delegando, lo fanno con estremo senso critico e sono alla ricerca delle condizioni migliori nel rapporto con l'intermediario. Questi gruppi, individuati sulla base di caratteri qualitativi, si differenziano in modo netto nei loro comportamenti⁸. Come prima cosa, si percepiscono in modo diverso rispetto al rischio. Gli "appassionati" sono alla ricerca di opportunità di investimento più rischiose, benché siano consci delle possibili perdite: il 62,3% percepisce come aggressive le proprie decisioni di investimento. Può conservatori i "pragmatici" ma soprattutto gli "statici" (66,6%). Come naturale conseguenza gli investimenti più rischiosi assumono un maggior peso nel portafoglio degli "appassionati" (23,7%), mentre si contrae la quota di investimenti a basso rischio (34,4%). La parte di investimento a medio rischio è pressoché costante lungo tutti e tre i *clusters* (tavola 8).

(8) Nel corso del rapporto verranno spesso proposti i risultati dell'indagine disaggregati in base alle tipologie *clusters* di investitori. Questo è reso possibile dal fatto che i *clusters* sono ottenuti a partire da una specifica domanda del questionario; ciò elimina eventuali problemi di endogeneità negli incroci presentati.

Riquadro 1 - I profili degli investitori in azioni: l'analisi *cluster*

In una sezione del questionario sono state proposte alcune affermazioni qualitative descrittive dell'attitudine che gli investitori possono avere nei confronti delle decisioni di allocazione del risparmio. Si tratta di temi assai vari, quali il grado di autonomia di gestione dei propri risparmi, l'interesse per i temi finanziari, i rapporti con gli intermediari e il livello di delega della gestione del portafoglio. L'intervistato esprime un giudizio (da uno a cinque, dove cinque indica che l'affermazione lo descrive perfettamente e uno significa che non lo descrive affatto) sulla capacità di tali definizioni di rappresentare la sua visione delle decisioni di investimento. Alle risposte ottenute è stata applicata l'analisi *cluster* per aggregare, in modo oggettivo, gli intervistati che abbiano fornito sistematicamente risposte simili. Dal punto di vista statistico esistono diverse modalità di analisi *cluster*, basate su metriche differenti per stabilire la distanza/difficoltà tra le osservazioni. Nello specifico si è utilizzato un metodo di partizione basato sulla media. La valutazione della varianza tra le osservazioni porta a determinare il numero ottimale di *clusters*. Le osservazioni vengono poi assegnate in modo iterativo ai vari gruppi sulla base della loro distanza dal valore medio del gruppo stesso. I gruppi di investitori in azioni che si sono ottenuti a partire dalle osservazioni campionarie sono tre. Come mostra la tavola, la ripartizione del campione è relativamente omogenea tra i tre gruppi. I tre *clusters*, i cui nomi delineano il carattere dominante, sono così caratterizzati.

- Il gruppo degli investitori **appassionati** (il 28,5% del campione). Si tratta di coloro che apprezzano la possibilità di effettuare le transazioni da soli, senza la presenza di un'intermediazione, e che preferiscono operare da casa o dall'ufficio. Costoro amano seguire i loro investimenti, li seguono regolarmente e tengono monitorato con sistematicità il mercato azionario.
- Il gruppo degli investitori **pragmatici** (il 35,8% del campione). Costoro sono consci della necessità di gestire il proprio portafoglio e allocare il risparmio in modo attivo, ma vivono questa opportunità soprattutto come un dovere. Preferiscono quindi delegare le decisioni finali a persone che ritengono più esperte. Tale delega avviene però in modo critico. Si rivolgono infatti a più intermediari per ricevere il maggior numero possibile di informazioni e per cercare le migliori condizioni.
- Il gruppo degli investitori **statici** (il 35,7% del campione). Per costoro seguire gli investimenti è un dovere, ma né si divertono né si sentono all'altezza di farlo. Dichiarano infatti di non saper valutare il grado di rischio di un investimento e che decidere gli investimenti è per loro troppo difficile. Optano dunque per una delega completa nella gestione del loro portafoglio, solitamente rivolgendosi a un'unica istituzione. Scelgono portafogli a basso contenuto di rischio.

La ripartizione del campione in base all'analisi *cluster*

Clusters ⁽¹⁾	quota %
Appassionati	28.5
Pragmatici	35.8
Statici	35.7

(1) I *clusters* sono ottenuti con il metodo Ward implementato in Sas
Elaborazioni Doxa su dati Borsa Italiana

3. Il portafoglio degli investitori in azioni

La tavola 9 ha la finalità di ricostruire le decisioni finanziarie e la struttura del portafoglio degli investitori in azioni italiane quotate. Il livello di conoscenza dei principali strumenti finanziari è diffuso, come indicato dalla prima colonna. Tutte le tipologie di attività finanziarie proposte sono risultate inoltre negoziate/possedute da parte degli intervistati: oltre alle azioni italiane quotate, che per costruzione sono state negoziate da tutti (essendo questo l'elemento discriminante per l'inclusione nel campione), il 32,9% ha detenuto titoli di Stato, il 27,5% polizze assicurative sulla vita o pensionistiche, il 26,5% fondi comuni di investimento azionari Italia e ben il 12,2% degli intervistati dichiara di possedere risorse investite in un fondo pensione. L'ultima colonna della tavola 9 ricostruisce la struttura media del portafoglio al momento dell'effettuazione dell'intervista⁹. I risparmi totali risultano collocati per un 30% in attività liquide (depositi e conti correnti). La quota destinata alle azioni italiane quotate è pari al 32,2%, l'1,6% ad azioni quotate su borse estere e lo 0,3% ad azioni non quotate. L'8,2% è investito in titoli di Stato, il 14,4% in fondi comuni di investimento (rispettivamente il 5,5% in fondi azionari Italia, il 3,1% in fondi azionari estero e il 5,8% in fondi obbligazionari e bilanciati). Il 5,9% delle risorse finanziarie è destinato a prodotti a finalità previdenziale, quali polizze assicurative e fondi pensione.

Tavola 9 – Struttura del portafoglio per strumento finanziario - investitori in azioni

Strumenti	Conosciuti ⁽¹⁾	Negoziati e/o in portafoglio ⁽²⁾	Portafoglio medio attuale ⁽³⁾
	quota % ⁽⁴⁾	quota % ⁽⁴⁾	quota % ⁽⁵⁾
Depositi e c/c bancari	100.0	100.0	30.0
Depositi e c/c postali	87.1	13.5	3.1
Titoli di Stato	91.2	32.9	8.2
Titoli obbligazionari in euro	68.6	11.7	1.8
Titoli obbligazionari in valute diverse dall'euro	55.5	4.2	0.5
Operazioni pronti contro termine	46.6	4.1	0.6
Azioni di società quotate presso Borsa Italiana	100.0	100.0	32.2
Azioni di società quotate su borse estere	67.1	13.0	1.6
Azioni di società non quotate	43.0	3.1	0.3
Fondi comuni di investimento azionari Italia	77.5	26.5	5.5
Fondi comuni di investimento azionari estero	63.7	16.0	3.1
Fondi comuni di investimento obbligazionari e bilanciati	66.6	20.0	5.8
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari	40.7	2.3	0.2
Gestioni patrimoniali in fondi comuni	37.9	4.2	1.0
Polizze assicurative vita o pensionistiche	85.2	27.5	4.1
Fondi pensione	76.2	12.2	1.8
Strumenti derivati azionari (covered warrant, futures, opzioni)	38.1	6.7	0.4

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di conoscere lo strumento finanziario

(2) Valore più elevato tra la percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato nel corso dei due anni precedenti e quelli che possiedono in portafoglio lo strumento finanziario al momento dell'intervista

(3) Media aritmetica della distribuzione del portafoglio degli intervistati

(4) La domanda ammetteva risposta multipla

(5) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

(9) Si tratta della media aritmetica delle diverse strutture dei portafogli e pertanto non è ponderata per i livelli di ricchezza degli intervistati.

Entrando nel dettaglio della tipologia di azioni italiane quotate le più negoziate sono le *blue-chip*, menzionate dall'88,4% degli intervistati. Seguono le azioni del Nuovo Mercato (31,7%) e le *mid* e *small caps* (20,8%). Il portafoglio medio di azioni italiane quotate è costituito per il 76,5% da *blue-chip*, per il 14,5% dalle azioni del Nuovo Mercato e per il 9,0% dalle azioni di aziende di medie e piccole dimensioni (tavola 10). Come termine di paragone si consideri che a fine giugno 2001 la capitalizzazione di Borsa era concentrata per il 74,5% tra le azioni del Mib 30, per il 6,8% tra quelle del Midex mentre il Nuovo Mercato contava per il 2,0%. In relazione agli scambi di azioni posti in essere nella media del periodo gennaio 2000-giugno 2001, invece, il peso relativo del Mib 30 ha toccato il 75,0%, quello del Midex il 5,3%, mentre quello del Nuovo Mercato ha raggiunto il 3,3%. In termini di numero dei contratti la situazione appare invece meno concentrata. Sempre in relazione al periodo gennaio 2000-giugno 2001 le azioni del Mib 30 contano per il 53,7%, quelle del Midex per l'8,0% mentre il Nuovo Mercato raggiunge il 14,4% degli scambi totali di azioni. In generale, comunque, questi dati evidenziano come, rispetto al totale del mercato, gli investitori *retail* in azioni manifestino un interesse superiore alla media per quelle del Nuovo Mercato.

Tavola 10 – Struttura del portafoglio azionario - investitori in azioni

Azioni	Negoziato e/o in portafoglio ⁽¹⁾ quota % ⁽³⁾	Portafoglio medio attuale ⁽²⁾ quota %
Blue-chip	88.4	76.5
Mid e small caps	20.8	9.0
Azioni del Nuovo Mercato	31.7	14.5

(1) Valore più elevato tra la percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato nel corso dei due anni precedenti e quelli che possiedono in portafoglio lo strumento finanziario al momento dell'intervista

(2) Media aritmetica della distribuzione del portafoglio degli intervistati

(3) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

Il riquadro 2 è dedicato a valutare quanto la struttura media del portafoglio in generale, e di quello azionario in particolare, sia effettivamente rappresentativa dei comportamenti degli intervistati o se sia il frutto di portafogli molto difforni, alcuni ad alto contenuto di azioni italiane quotate ed altri a basso. Ne risulta che esiste un gruppo di intervistati, peraltro non numeroso, che ha un'elevata incidenza dell'azionariato diretto nel suo portafoglio. Il 10% del campione investe l'80% o più del suo portafoglio in azioni italiane quotate.

Oltre alla struttura del portafoglio è interessante comprendere quanto vengano movimentate le varie famiglie di strumenti finanziari nei quali il risparmiatore investe. La tavola 11 presenta il numero medio di movimenti conclusi nel corso dell'anno precedente a quello della rilevazione campionaria. Questo indicatore sintetico quantifica il numero di transazione medie che ciascun investitore pone in essere e nel contempo costituisce una possibile misura dell'orizzonte temporale dell'investimento nei vari prodotti finanziari. Il posizionamento relativo dei singoli strumenti conferma quanto atteso. Il maggior numero medio di transazioni è fatto registrare dagli strumenti derivati. Seguono le azioni italiane quotate, tra le quali sono scambiate con maggior frequenza quelle del Nuovo Mercato: 16,1 volte rispetto alle 9,7 delle *blue-chip*. Il minor tasso di movimentazione delle azioni *blue-chip* indica come la tipologia di investitore "cassettista", tipicamente caratterizzato da un



Riquadro 2 - Il grado di concentrazione della detenzione di azioni

Nel rapporto si è messo in evidenza come gli intervistati collochino, in media, il 32,2% della loro ricchezza finanziaria investita in azioni italiane quotate. Tale quota è allocata per il 76,5% in *blue-chip*, per il 14,5% in azioni del Nuovo Mercato, per il 9,0% in azioni di *mid* e *small caps*. Il dato medio ha il pregio della sintesi, ma è opportuno chiedersi anche se sia il frutto di un dato omogeneo tra tutti gli intervistati o se la distribuzione campionaria sottostante sia caratterizzata da forti asimmetrie.

Nella tavola sottostante sono riportati i dati medi calcolati a partire da coloro che detengono un ammontare positivo dello strumento all'atto dell'intervista, nonché i principali decili della distribuzione. In generale si osserva una leggera tendenza del dato medio a essere superiore rispetto a quello mediano, il che implica che la maggioranza dei soggetti presenta un dato inferiore a quello medio.

Entrando nel dettaglio della detenzione di azioni si osserva che più del 50% degli intervistati ha fino ad un massimo del 30% del proprio portafoglio investito in azioni italiane quotate e che un 10% ne detiene meno del 10%. E' presente un gruppo di intervistati, peraltro non numeroso, che ha un portafoglio estremamente concentrato sull'investimento diretto in azioni italiane: circa il 10% degli intervistati detiene l'80% o più del proprio portafoglio in azioni italiane quotate. Le altre voci del portafoglio caratterizzate da contenuto azionario, siano esse riferite ad azioni estere quotate piuttosto che a fondi comuni azionari, presentano in generale delle code della distribuzione meno pesanti: il 90% dei detentori di questi strumenti investe al massimo il 30% del proprio portafoglio in azioni estere e il 40% in fondi azionari. Relativamente ai fondi bilanciati o ai titoli di Stato il nono decile è pari rispettivamente al 60% e al 50%.

Distribuzione della quota di ricchezza finanziaria investita nei singoli strumenti finanziari

Strumenti finanziari	Media ⁽¹⁾ quota %	Distribuzione ⁽¹⁾		
		1° decile quota %	Mediana quota %	9° decile quota %
Titoli di Stato	27.6	10.0	20.0	50.0
Azioni quotate su Borsa Italiana	35.5	10.0	30.0	80.0
di cui: - <i>blue-chip</i>	84.9	50.0	100.0	100.0
- <i>mid</i> e <i>small caps</i>	43.9	15.0	40.0	100.0
- azioni Nuovo Mercato	46.3	10.0	40.0	100.0
Azioni quotate su borse estere	15.4	5.0	10.0	30.0
Fondi comuni azionari Italia	22.2	5.0	20.0	40.0
Fondi comuni azionari estero	20.2	5.0	15.0	40.0
Fondi comuni obbligazionari	31.5	9.0	21.5	60.0
Polizze assicurative vita o pensionistiche	14.7	5.0	10.0	30.0

(1) Le statistiche riguardano coloro che dichiarano di possedere una quantità positiva dell'attività finanziaria

Fonte: Borsa Italiana

La presenza di portafogli fortemente concentrati in azioni italiane quotate rispetto alle altre forme di investimento viene ribadito anche nel dettaglio delle diverse tipologie di azioni. La detenzione di *blue-chip* non presenta particolari forme di diversificazione: coloro che detengono questa tipologia di azioni vi investono, nel 60,7% dei casi, l'intero portafoglio azionario. Questo effetto di preferenza è presente anche per le altre tipologie di azioni. Il numero di coloro che detengono azioni del Nuovo Mercato o di *mid* e *small caps* si riduce significativamente rispetto al caso delle *blue-chip*. Laddove però il soggetto decide di detenere tale tipologia di azioni, il dato mediano si colloca intorno al 40% del portafoglio e vi sono casi di incidenza non trascurabile di concentrazione completa del portafoglio in questa tipologia di azioni (15,3% per le *mid* e *small caps* e 18,7% per le azioni del Nuovo Mercato).

lungo orizzonte temporale dell'investimento, tenda a prediligere azioni di grandi e note società. I fondi comuni d'investimento, siano essi azionari o obbligazionari, sono gestiti con un orizzonte temporale più lungo e vengono movimentati circa tre volte meno delle azioni. Le gestioni patrimoniali sono lo strumento con il più basso tasso di movimentazione (che nel caso specifico si sostanzia in una apertura o in una chiusura della gestione stessa).

La tavola riporta anche le code della distribuzione del numero delle transazioni, al fine di quantificare situazioni molto difformi. Il risultato medio ottenuto per le azioni appare il frutto di comportamenti opposti. Circa il 40% degli intervistati ha movimentato una sola volta o non ha mai movimentato il proprio portafoglio azionario nel corso dell'anno precedente, mostrando quindi come l'orizzonte temporale dell'investimento in azioni sia di medio termine (oltre, verosimilmente, a scontare la fase avversa dell'andamento dei corsi azionari durante il periodo di effettuazione delle interviste). Sul fronte del brevissimo termine, invece, il 6,1% dei negozianti in *blue-chip* effettua negoziazioni con una frequenza settimanale, percentuale che sale al 14,4% per le azioni del Nuovo Mercato. Le modalità di gestione della quota del portafoglio finanziario investita in fondi comuni sono maggiormente uniformi: circa il 70% degli intervistati sottoscrive/riscatta quote di fondi non più di una volta l'anno.

In relazione al solo investimento azionario è inoltre quantificato il controvalore minimo e massimo negoziato ogni volta dall'investitore (tavola 12). L'ammontare minimo dell'investimento non supera i 5 milioni di lire per il 59,0% degli intervistati (e per il 6,7% non supera un milione di lire); l'investimento massimo è per il 15,7% degli intervistati di oltre 20 milioni di lire. Per completare il quadro, la tavola 13 individua possibili regole di negoziazione da parte degli intervistati¹⁰. Il 65,1% degli investitori in azioni quotate si fissa delle regole di movimentazione; si tratta per il 61,6% dei casi di soglie di smobilizzo quando il titolo guadagna oltre un certo ammontare, mentre sono menzionate con minor frequenza soglie al ribasso (25,4%) oppure liquidazioni di posizioni attribuibili a un eccesso di volatilità sul mercato (33,5%).

(10) La domanda è rivolta solo a coloro che preliminarmente hanno dichiarato di decidere autonomamente la gestione del loro portafoglio, ovvero al 46,3% degli intervistati.

Tavola 11 – Numero annuo di movimentazioni per strumento finanziario - investitori in azioni

Strumenti	Numero medio ⁽¹⁾	Ogni settimana ⁽²⁾ quota %	Una o nessuna ⁽³⁾ quota %
Strumenti derivati azionari (covered warrant, futures, opzioni)	21.0	11.5	34.6
Azioni del Nuovo mercato	16.1	14.4	30.0
Azioni italiane <i>mid</i> e <i>small caps</i>	13.2	9.5	40.0
Azioni di società quotate su borse estere	12.7	10.5	39.6
Azioni italiane <i>blue-chip</i>	9.7	6.1	43.1
Fondi comuni di investimento azionari Italia	4.8	2.8	60.0
Fondi comuni di investimento azionari estero	4.0	2.4	69.1
Fondi comuni di investimento obbligazionari e bilanciati	3.0	2.0	73.2
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari	2.3	0.0	66.6
Gestioni patrimoniali in fondi comuni	1.4	0.0	57.9

(1) Numero medio di transazioni poste in essere nel corso dei 12 mesi precedenti l'intervista

(2) Quota di intervistati che hanno movimentato una o più volte la settimana nel corso dei 12 mesi precedenti l'intervista

(3) Quota di intervistati che hanno movimentato una o nessuna volta nel corso dei 12 mesi precedenti l'intervista

Fonte: Borsa Italiana

Tavola 12 – Controvalore minimo e massimo delle transazioni in azioni - investitori in azioni

Controvalore investito ⁽¹⁾ (milioni di lire)	Minimo quota % ⁽²⁾	Massimo quota % ⁽²⁾
Fino a 1	6.7	0.3
Da 1 a 5	52.6	10.9
Da 5 a 10	13.1	30.0
Da 10 a 20	4.1	20.1
Oltre 20	1.5	15.7

(1) Le classi comprendono il limite superiore ed escludono quella inferiore

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

Tavola 13 – Regole di movimentazione del portafoglio

Ha regole di movimentazione ⁽¹⁾	quota %	Se sì	quota % ⁽²⁾
Sì	65.1	Quando il titolo sale sopra un certo livello	61.6
No	34.9	Quando il titolo scende sotto un certo livello	25.4
		Quando il mercato subisce forti oscillazioni	33.5
		Altro	4.9

(1) La domanda è stata posta a coloro che hanno dichiarato di decidere autonomamente la gestione del loro portafoglio, ovvero il 46,3% degli intervistati

(2) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

Nella valutazione delle decisioni di investimento dei detentori di azioni è importante anche comprendere come il prodotto finanziario “azioni quotate” si collochi in relazione agli altri prodotti presenti nel portafoglio del risparmiatore. Il riquadro 3 è dedicato a questo tema e, attraverso l'analisi di correlazione delle quantità di risorse investite nei vari prodotti, indica come le azioni italiane quotate siano viste dagli investitori come un prodotto autonomo. Questo risultato appare relativamente scontato nel concludere che le azioni sono percepite in modo indipendente rispetto a prodotti *risk*

free (per esempio depositi, titoli di Stato o fondi obbligazionari), ma è significativo osservare come la detenzione diretta di azioni e di fondi comuni azionari rappresentino, per il risparmiatore, due comportamenti finanziari nettamente distinti e più complementari che alternativi, pur avendo entrambi come sottostante le azioni italiane quotate.

Riquadro 3 - Una analisi di correlazione della struttura del portafoglio

L'analisi della struttura del portafoglio complessivo e di quello azionario dei risparmiatori consente di valutare se esista una robusta relazione statistica tra il quantitativo di risparmio detenuto in una specifica attività finanziaria e quello in un'altra. La tavola A presenta le correlazioni cross tra le quote investite dai risparmiatori nei principali strumenti finanziari. Le statistiche sono calcolate al netto degli zero, ovvero considerando solo coloro che detengono entrambe le risorse in portafoglio; per semplicità di lettura della tavola sono inoltre omesse le correlazioni non significativamente diverse da zero.

I risultati ottenuti appaiono di rilievo. Esiste una correlazione negativa e significativa tra l'ammontare investito in azioni italiane quotate e quello investito in fondi comuni di investimento bilanciati ed obbligazionari (-0,32), nonché in risorse tenute in forma liquida presso le banche (-0,27). Una regolarità analoga si riscontra anche per le azioni estere detenute direttamente in portafoglio, con una correlazione negativa e significativa con la quota di fondi obbligazionari e bilanciati (-0,43) e con la detenzione di titoli di Stato (trattandosi di un numero esiguo di osservazioni il fenomeno è però statisticamente meno robusto). La detenzione di fondi comuni azionari Italia va, invece, di pari passo con la detenzione di fondi comuni azionari estero: il coefficiente di correlazione è pari a 0,48 e significativo all'1%.

Segno e significatività del coefficiente di correlazione possano essere letti come indicatori di quanto la detenzione tra due prodotti finanziari sia omogeneo. Se ne conclude che, per i risparmiatori italiani, esiste una relazione negativa tra la detenzione diretta di azioni (siano esse italiane che estere) e la detenzione di forme di investimento considerate *low risk*, ovvero i fondi comuni di investimento obbligazionari e bilanciati, la liquidità bancaria e i titoli di Stato. Non sono invece considerati alternativi l'investimento diretto in azioni e l'investimento in fondi comuni azionari. E' anzi ravvisabile un rapporto di complementarità (il coefficiente di correlazione ha segno positivo, benché non sia statisticamente robusto). Simmetricamente sono tra loro complementi gli investimenti in fondi azionari italiani e in fondi azionari esteri.

Se ne conclude che, per l'investitore italiano in azioni, la dicotomia e quindi gli obiettivi di diversificazione del portafoglio si esplicano tra investimenti più rischiosi e investimenti meno rischiosi. Nella prima famiglia rientrano i titoli di Stato, la liquidità, i fondi obbligazionari. Questi si contrappongono alla detenzione diretta di azioni o ai fondi comuni azionari. Tra queste ultime due classi non vi è sostituibilità, intesa come la presenza di un bene che esclude quella di un altro in portafoglio. Inoltre, la diversificazione territoriale del portafoglio (Italia verso estero) avviene all'interno della medesima categoria di attività finanziarie. In altri termini, sono coloro che preferiscono l'investimento diretto in azioni italiane che ricorrono all'investimento diretto in azioni estere, ma soprattutto sono coloro che acquistano fondi azionari Italia che sottoscrivono anche quote di fondi comuni azionari internazionali.

**Tavola A - Pairwise cross correlation per la struttura del portafoglio ⁽¹⁾**

Strumenti	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
Depositi e c/c bancari	(a)	1						
Titoli di Stato	(b)		1					
Azioni quotate su Borsa Italiana	(c)	-0,27***		1				
Azioni quotate su borse estere	(d)		-0,51**		1			
Fondi comuni azionari Italia	(e)	-0,15*				1		
Fondi comuni azionari estero	(f)				0,48***		1	
Fondi comuni obbligazionari	(g)		-0,32***	-0,43*				1
Polizze assicurative vita o pensionistiche	(h)				0,23*			1

(1) Sono riportate solo le correlazioni statisticamente significative: * al 10%, ** al 5%, *** all'1%.
Fonte: Borsa Italiana

Il medesimo esercizio applicato al portafoglio azionario Italia (tavola B) evidenzia come vi sia una correlazione significativa tra la detenzione di *blue-chip* e la detenzione di altre tipologie di azioni: è negativa nel caso delle *mid* e *small caps* (-0,75) e positiva per il Nuovo Mercato (0,97). Nessuna relazione significativa si evidenzia tra queste ultime due categorie di azioni.

Tavola B - Pairwise cross correlation per la struttura del portafoglio azionario ⁽¹⁾

Strumenti	(a)	(b)	(c)
Blue-chip	(a)	1	
Mid e small caps	(b)	-0,75***	
Nuovo Mercato	(c)	0,97***	

(1) Sono riportate solo le correlazioni statisticamente significative: * al 10%, ** al 5%, *** all'1%.
Fonte: Borsa Italiana

Data la rilevanza, una specifica sezione del questionario è dedicata al rapporto tra azioni e fondi azionari. La tavola 14 è il risultato sintetico del giudizio dato dall'intervistato (da 1 a 10) in base alla capacità delle affermazioni proposte nel descrivere il prodotto "azioni quotate" piuttosto che il prodotto "fondi comuni d'investimento azionari". Vengono riportate delle medie ponderate dei risultati, laddove 10 è da leggersi come molto adeguato e 1 poco adeguato, e il rapporto tra il giudizio dato alle azioni e quello ai fondi comuni azionari. Le azioni italiane quotate e i fondi comuni azionari Italia sono percepiti, sulla base di più di un indicatore, come prodotti finanziari diversi. In particolare all'investimento in azioni è attribuito un carattere di maggiore rischiosità (il punteggio è 7,1 contro 5,7 per i fondi comuni azionari), di migliori opportunità di guadagni elevati (6,7 contro 5,8) benché il rendimento assicurato sia meno costante che nel caso dei fondi comuni azionari (3,9 contro 5,1). Alla negoziazione di azioni, oltre ad essere riconosciuta la possibilità di una maggiore autonomia di gestione (6,3 contro 5,5), viene anche associata l'idea della necessità di una maggiore competenza specifica. Se si procede a un confronto tra i gruppi di investitori individuati con l'analisi *cluster*, si nota una sostanziale omogeneità delle risposte (tavola 15), a indicare come la diversa percezione di azioni e fondi comuni sia trasversale alle varie tipologie di investitori. E' però da rilevare come gli "appassionati" siano in media in grado di caratterizzare in modo più accentuato il prodotto azioni, apprezzandone più degli altri l'autonomia di gestione che questo strumento assicura (7,0 contro 5,5) oltre che la facile liquidabilità (7,5 rispetto al 6,7 dato ai fondi comuni azionari)¹¹.

Tavola 14 – Investimento in azioni e in fondi azionari

Caratteristiche dell'investimento	Azioni ⁽¹⁾	Fondi azionari ⁽¹⁾	
	(a)	(b)	(a/b)
E' un investimento sicuro	4.1	5.6	0.7
Permette di avere redditi costanti	3.9	5.1	0.8
Non è necessaria competenza specifica per investire	4.6	5.6	0.8
E' facile da gestire	5.5	6.1	0.9
E' possibile non movimentare	7.1	7.4	0.9
E' un mercato trasparente	5.2	5.4	1.0
L'andamento è facile da seguire	6.3	6.4	1.0
E' facilmente liquidabile	7.0	6.6	1.1
Assicura autonomia di gestione	6.3	5.5	1.1
Permette alti guadagni	6.7	5.8	1.2
E' un investimento rischioso	7.1	5.7	1.3

(1) L'indicatore è ottenuto come media delle risposte degli intervistati. E' pari a 1 se non rispecchia la caratteristica descritta, a 10 se la rispecchia completamente

Fonte: Borsa Italiana

(11) Si è tentata la strada di testare l'attitudine anche nei confronti di prodotti finanziari più sofisticati (covered warrant, futures e opzioni), ma la percezione esatta delle loro caratteristiche è stata di difficile valutazione da parte degli intervistati. Tali risultati si sono invece rivelati robusti relativamente al campione di investitori in strumenti derivati azionari e sono presentati nella tavola 32.

**Tavola 15 – Investimento in azioni e in fondi azionari: i *clusters***

Caratteristiche dell'investimento	Azioni ⁽¹⁾			Fondi comuni azionari ⁽¹⁾		
	Appassionati	Pragmatici	Statici	Appassionati	Pragmatici	Statici
E' un investimento sicuro	4.0	4.4	4.1	5.5	5.8	5.5
Permette di avere redditi costanti	3.7	4.0	3.8	5.2	5.2	4.8
Non è necessaria competenza specifica per investire	4.5	4.8	4.6	6.0	5.4	5.5
E' facile da gestire	5.9	5.2	5.4	6.7	5.7	5.9
E' possibile non movimentare	7.2	6.8	7.4	7.9	7.0	7.6
E' un mercato trasparente	5.1	5.3	5.1	5.2	5.3	5.5
L'andamento è facile da seguire	7.0	5.7	6.2	6.8	5.9	6.4
E' facilmente liquidabile	7.5	6.5	7.1	6.7	6.3	6.8
Assicura autonomia di gestione	7.0	5.8	6.1	5.5	5.7	5.4
Permette alti guadagni	7.1	6.6	6.3	5.9	5.8	5.7
E' un investimento rischioso	7.3	7.0	7.1	5.5	5.8	5.8

(1) L'indicatore è ottenuto come media delle risposte degli intervistati. E' pari a 1 se non rispecchia la caratteristica descritta, a 10 se la rispecchia completamente

Fonte: Borsa Italiana

4. I tempi e le motivazioni dell'investimento in azioni

L'investimento in azioni italiane quotate è un'esperienza che per molte famiglie italiane risale ormai a più di due anni fa.. Il 63,0% degli intervistati fa risalire a prima del giugno 1999 l'inizio dell'investimento in azioni (il 77,5% l'inizio degli investimenti finanziari in senso lato) a cui si aggiunge un altro 17,3% se si considera la seconda metà del 1999 (tavola 16).

Tavola 16 - Tempi dell'investimento

Quando ha iniziato ad investire (mesi precedenti l'intervista)	In generale quota % ⁽¹⁾	In azioni quota % ⁽¹⁾
Fino a 3	0.0	0.3
Da 3 a 6	1.0	1.5
Da 6 a 12	3.3	5.0
Da 12 a 18	5.7	9.3
Da 18 a 24	9.1	17.3
Oltre i 24	77.5	63.0

(1) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte e agli arrotondamenti
Fonte: Borsa Italiana

L'afflusso di nuovi investitori in azioni italiane quotate si è però assottigliato nel corso del 2001. L'incremento marginale dei *new comers* è in parte riconducibile a ragioni congiunturali, visto che l'indagine è stata condotta in una fase di flessione dei corsi azionari e ridotta redditività del mercato¹².

Il processo di privatizzazione di importanti società da parte dello Stato è stato di consistenti dimensioni; nel periodo 1993-2001 l'ammontare totale delle operazioni di privatizzazione che hanno interessato la Borsa ha superato i 75 miliardi di euro, ovvero il 50% circa del totale dei flussi di investimento canalizzati in questi anni attraverso il mercato borsistico. L'effetto è stato quello di un impulso rilevante alla domanda *retail*: tra il pubblico italiano il numero di richieste di azioni di società all'atto della privatizzazione è stato di oltre 20 milioni, con punte di 3,8 milioni per Enel e di 2 milioni per Finmeccanica, Banca Monte dei Paschi e Telecom Italia. Il fatto che la privatizzazione sia stata un momento privilegiato di accesso del risparmiatore all'investimento azionario trova ulteriore conferma nei risultati della presente indagine. Relativamente al momento della vita della società nel quale gli investitori *retail* hanno acquisito le azioni, la tavola 17 mostra come le privatizzazioni siano state un momento privilegiato che ha introdotto i piccoli risparmiatori al mercato borsistico: il 64,6% degli investitori *retail* in azioni ha acquistato azioni italiane all'atto della privatizzazione delle stesse. Il 56,6% ha effettuato acquisti sul mercato secondario mentre il 12,9% ha partecipato a offerte pubbliche finalizzate all'ammissione a quotazione di società private.

(12) A spiegazione di tale risultato vi può però essere anche il fatto che la gestione attiva dei risparmi e il processo di diversificazione dei portafogli, nel quale includere anche la detenzione diretta di azioni, possa aver raggiunto nel 2000 l'intero bacino di potenziali investitori. Il tema sarà oggetto di ulteriori e successivi approfondimenti.

**Tavola 17 – Momento di acquisto delle azioni - investitori in azioni**

	quota % ⁽¹⁾
In offerta pubblica (privatizzazione)	64.6
In offerta pubblica (ammissione a quotazione di altre società)	12.9
Sul mercato (società già quotate)	56.6

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

Per molti investitori l'esperienza nell'investimento in azioni dura già da più di due anni: ciò ha dato luogo a una sedimentazione e a una parziale modifica delle motivazioni sottostanti le decisioni di investimento in azioni, come messo in luce nella tavola 18. La domanda posta agli intervistati è strutturata in modo tale da mettere a confronto le motivazioni generali dell'investimento con quelle dell'investimento in azioni. Un ulteriore distinguo è effettuato tra la motivazione iniziale che ha indotto a investire e quella che spiega il mantenimento delle azioni nel portafoglio. I risultati mostrano che l'importanza relativa delle motivazioni appare sostanzialmente equivalente tanto nella gestione del portafoglio complessivo che nel solo investimento azionario. La ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli dei prodotti privi di rischio (ovvero dei conti correnti o dei depositi a risparmio) e la necessità di una maggiore diversificazione del proprio portafoglio finanziario in termini di rischio e rendimento costituiscono le principali ragioni delle decisioni di allocazione del risparmio. L'investimento azionario, in termini differenziali, appare però più legato a motivazioni di breve periodo (il 16,8% delle risposte riguarda i rapidi guadagni contro il 9,5% dell'intero portafoglio), mentre lo è meno a ragioni di medio periodo e di accumulazione continuativa del capitale (l'entrata costante di denaro raggiunge il 7,8% negli investimenti generali e il 6,3% in quelli azionari, il risparmiare per acquistare la casa rispettivamente il 5,6% e il 2,3%, il risparmiare per i figli il 6,6% contro il 3,4%). Marginalmente superiori nell'investimento azionario sono invece i fattori ludici (4,6%) o di imitazione degli amici (4,4%). Le ragioni che sottendono al continuare

Tavola 18 – Motivazioni dell'investimento

	Iniziato a investire ⁽¹⁾		Continua a investire ⁽¹⁾	
	In generale quota % ⁽²⁾	In azioni quota % ⁽²⁾	In generale quota % ⁽²⁾	In azioni quota % ⁽²⁾
Eredità ricevuta	3.6	3.3	1.3	1.5
Potenziare la pensione	4.6	3.0	4.6	2.4
Ridurre le tasse	2.2	0.8	1.5	0.6
Ottenere un'entrata costante di denaro	7.8	6.3	8.9	6.9
Risparmiare per acquistare la casa	5.6	2.3	3.2	1.5
Risparmiare per i figli	6.6	3.4	5.9	4.3
Avere rapidi guadagni	9.5	16.8	10.1	14.4
Ottenere un rendimento migliore del c/c	29.0	30.8	33.2	31.8
Proteggere i risparmi dall'inflazione	8.6	5.6	9.0	7.4
Per divertimento	3.6	4.6	3.5	5.5
Perché ho amici che lo fanno	2.8	4.4	0.7	1.9
Diversificare i risparmi	12.5	14.1	14.1	15.3
Altro	3.3	4.6	4.1	6.6

(1) La domanda ammetteva risposta multipla ma è stata normalizzata a cento per consentire i confronti

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

L'investimento in strumenti finanziari sono sostanzialmente simili a quelle iniziali dell'investimento. Acquistano maggior rilievo però la necessità di diversificazione del portafoglio e di ottenere rendimenti migliori; la possibilità di rapidi guadagni invece flette, cedendo verosimilmente il passo alle mutate condizioni congiunturali di mercato.

A tal proposito è stato chiesto a coloro che, pur avendo investito in azioni, non ne detenessero al momento dell'intervista alcuna in portafoglio, la motivazione di tale scelta (si tratta del 9% degli intervistati). E' da rilevare che solo il 17,5% di essi (vale a dire meno del 2% dell'intero campione) indica di aver abbandonato definitivamente l'investimento azionario. Nella grande maggioranza dei casi il fatto di non detenere azioni in portafoglio è percepito come temporaneo, legato a ragioni congiunturali di *performance* del mercato (tavola 19).

Tavola 19 – Assenza di azioni quotate in portafoglio

Motivazioni ⁽¹⁾	quota % ⁽²⁾
E' solo temporaneo	14.0
Ho abbandonato definitivamente le azioni	17.5
Attualmente il mercato non è favorevole	36.8
Altro	35.1

(1) Le statistiche si riferiscono al 9,3% degli intervistati

(2) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

5. La realizzazione dell'investimento in azioni

L'investitore in azioni ama decidere il proprio investimento azionario in autonomia. Come posto in evidenza dalla tavola 20, il 46,3% degli intervistati sceglie autonomamente quando e come movimentare il suo portafoglio azionario; il 23,3% degli intervistati dichiara che prima decide e solo successivamente contatta il proprio consulente. Il prodotto finanziario "azioni", data la caratteristica di quotazione e quindi di visibilità dei prezzi e rapida realizzabilità degli scambi, valorizza per certi aspetti tale autonomia decisionale.

Tavola 20 – Grado di autonomia nella movimentazione del portafoglio azionario

Chi decide di movimentare	quota % ⁽¹⁾
Decido autonomamente	46.3
Decido e contatto il consulente	23.3
Vengo contattato dal consulente	31.8
Altro	3.2

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

La scelta dell'intermediario e del servizio di intermediazione nell'investimento appare condizionata dal livello implicito di delega che il risparmiatore vuole concedere. Nelle tavole che seguono sono quindi presentati i risultati ottenuti tanto relativamente al totale delle risposte che disaggregando sulla base dei gruppi *clusters* prima identificati e che presentano un diverso grado di autonomia decisionale (massimo tra gli "appassionati" e minimo per gli "statici"). Nella lettura dei risultati si ricordi che le colonne relative al totale degli intervistati hanno risposta multipla (ovvero ha come base i rispondenti), mentre la disaggregazione relativa ai *clusters* è normalizzata a cento in modo tale da rendere più agevoli i confronti (ha quindi come base il numero di risposte e non quello degli intervistati). La tavola 21 è volta a descrivere quali sono gli intermediari con i quali l'investitore *retail* si interfaccia. La banca tradizionale è di gran lunga l'operatore più utilizzato: è menzionato dal 69,0% degli intervistati. Seguono i promotori finanziari di origine bancaria (22,7%) e la banca *on-line* (9,1%). Altri canali, di natura non strettamente bancaria, contano un numero ristretto di osservazioni. All'interno di questi è individuabile un 5% attribuito dagli intervistati a soggetti come assicurazioni o Sgr che rappresentano solo un canale indiretto di inoltro degli ordini di compravendita di azioni che sono effettivamente negoziati da banche o Sim. Si tratta verosimilmente di un'errore di prospettiva, che identifica tali attori in quanto affermati nella gestione di altre (preponderanti) forme di risparmio degli intervistati. La disaggregazione per tipologia di investitore non muta la predominanza del canale bancario nella realizzazione delle transazioni in azioni, ma ne cambia l'importanza relativa. L'investitore "appassionato" predilige maggiormente, rispetto alle altre categorie, gli intermediari *on-line* (18,9% contro il 4-5% circa degli altri due gruppi): ciò è a discapito della banca (tradizionale o attraverso i promotori finanziari) che comunque continua a contare per il 71,9% delle risposte. Nei *clusters* dei "pragmatici" e degli "statici" la banca e i promotori di origine bancaria superano l'80% dei consensi: tra gli investitori "pragmatici", ovvero coloro che delegano in modo critico, l'impor-

tanza del promotore è relativamente maggiore (24,9% rispetto al 14,8% degli “statici”). La banca tradizionale è di rilievo invece per gli “statici”, che sono coloro che tipicamente si interfacciano con un unico intermediario finanziario (70,5% rispetto al 55,7% dei “pragmatici”).

Tavola 21 – Intermediari utilizzati per l’investimento in azioni

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 on-line	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 on-line	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

Fonte: Borsa Italiana

Nella tavola 22 sono riportate le motivazioni per le quali gli investitori si affidano a un intermediario¹³. L’esistenza di un precedente rapporto di fornitura di servizi costituisce un canale privilegiato per l’intermediazione di altri strumenti finanziari, comprese le azioni: l’abitudine è, infatti, la principale motivazione nella scelta dell’intermediario (42,8%). Seguono i rapporti di fiducia instaurati con una persona all’interno dell’azienda (39,4%) e i consigli ricevuti (16,3%). Nello spaccato della tipologia dell’investitore si osserva come l’investitore “appassionato” indichi, in termini relativi, con minor frequenza le motivazioni legate alle abitudini o al rapporto preferenziale con una persona fidata: una maggiore attenzione è posta alle condizioni economiche del servizio offerto (le commissioni raggiungono l’8,5%, rispetto a poco più del 3% degli altri due *clusters*) o alla valutazione del prodotto (5,5%).

Il rapporto di fiducia con l’intermediario tende inoltre a essere piuttosto stabile e duraturo nel tempo: il 60,7% degli intervistati dichiara di utilizzare lo stesso intermediario da oltre due anni, solo il 9,1% fa risalire l’inizio dell’operatività con un intermediario a meno di un anno fa.

(13) Il quesito è posto sia per la negoziazione di azioni che per la negoziazione dell’insieme degli strumenti finanziari presenti in portafoglio. Questo secondo caso registra un minor numero di mancate risposte e quindi, essendo più robusto, è quello commentato. Si osserva comunque come il *ranking* delle motivazioni sottostanti la scelta dell’intermediario sia molto simile a quello registrato per l’investimento azionario.

Tavola 22 – Motivi di scelta dell'intermediario

Motivazioni	Totale campione ⁽¹⁾		Clusters ⁽²⁾		
	In azioni quota %	In generale quota %	Appassionati quota %	Pragmatici quota %	Statici quota %
Per abitudine	28.2	42.8	18.8	27.0	31.3
Per il rapporto con una persona all'interno dell'azienda	23.3	39.4	21.0	26.5	23.8
Per la pubblicità	1.6	1.6	0.9	1.2	0.9
Per l'immagine dell'azienda	3.1	6.5	3.3	4.1	4.3
Perché è una azienda nella quale si può avere fiducia	11.4	15.8	11.2	8.7	8.7
Perché è vicina a casa/luogo di lavoro	5.0	7.2	5.2	3.2	4.6
Perché ricevo buoni interessi	1.8	2.9	3.3	1.5	0.6
Per le commissioni/condizioni convenienti	3.6	8.5	8.5	3.8	3.2
Per il prodotto offerto	2.3	5.9	5.5	2.6	2.6
Perché è legata al datore di lavoro	1.5	3.3	3.0	1.2	1.7
Perché ho ricevuto buoni consigli	10.9	16.3	8.5	10.8	10.1
Perché mi è stata consigliata da altri	2.9	5.4	3.0	4.4	2.3
Perché volevo provare	3.3	3.9	3.6	1.7	1.7
Altro	3.7	5.7	4.0	3.2	3.2
Non so	3.7	0.7	-	0.3	0.9

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) Si riferiscono agli investimenti in generale. 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

Fonte: Borsa Italiana

Oltre alla tipologia di intermediario utilizzato è stato chiesto anche il modo nel quale si effettuano le operazioni di compravendita di azioni (tavola 23). La modalità prevalente è sicuramente il recarsi di persona presso la filiale della propria banca o negli uffici della rete di vendita (79,2%). Seguono, anche se con ampia distanza, il telefono (12,1% degli intervistati) e le connessioni *on-line* (9,0%). Ancora una volta la spaccatura per tipologia di investitore mette in luce come a diverse attitudini nei confronti dell'attività di investimento possano coincidere operativamente diverse modalità di realizzazione. Pur rimanendo predominante la scelta di effettuare di persona le operazioni (sia preso le filia-

Tavola 23 – Modalità di realizzazione dell'investimento in azioni

Modalità	Totale campione ⁽¹⁾ quota %	Clusters ⁽²⁾		
		Appassionati quota %	Pragmatici quota %	Statici quota %
Di persona (filiale della banca o uffici della rete di vendita)	79.2	52.8	70.5	75.4
Di persona a casa o in ufficio	13.2	10.0	13.1	10.1
Per telefono	12.1	14.3	8.4	8.1
Per fax	1.0	0.4	1.2	0.8
Con call-center specializzato	1.8	4.3	-	0.4
On-line	9.0	16.9	4.0	2.4
Altro	1.8	0.4	2.4	1.6
Non so-rifiuto	1.0	0.9	0.4	1.2

(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

Fonte: Borsa Italiana

li che a casa propria), tra gli investitori “appassionati” aumenta nettamente l’utilizzo del telefono (14,3%) o delle connessioni *on-line* (16,9%).

Infine, relativamente al tipo di mercato solitamente utilizzato per l’effettuazione delle transazioni, risulta una netta prevalenza delle movimentazioni azionarie condotte su mercati regolamentati (87,9%) mentre solo il 2,4% degli investitori si avvale di mercati non regolamentati (tavola 24). Solo il 19,2% degli intervistati dichiara di avere negoziato su mercati esteri. Tra i più menzionati Deutsche Börse (42,4%), Nasdaq (34,7%) e Nyse (18,6%).

Tavola 24 – Mercati utilizzati

Tipologia di mercato ⁽¹⁾	quota %	Borse estere ⁽¹⁾	quota %
Mercato regolamentato	87.9	Ha investito su borse estere	
Mercato non regolamentato	2.4	Sì	19.2
Fuori mercato	1.6	No	72.0
Non sa la differenza	6.8	Non so/non ricordo	8.8
Altro/non indica	4.6	Se sì, quali	
		Deutsche Börse	42.4
		LSE	16.9
		Euronext	8.5
		Nyse	18.6
		Nasdaq	34.7
		Altri	10.2
		Non so/non ricordo	11.9

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
Fonte: Borsa Italiana

6. L'informazione finanziaria

In tema di formazione e informazione finanziaria, si è già osservato nella tavola 9 (paragrafo 3) come il livello medio di conoscenza degli strumenti finanziari classici sia relativamente elevato tra gli intervistati. Questa sezione è dedicata a comprendere come i risparmiatori si informano quando investono in azioni. Nella prima colonna della tavola 25 si nota che lo strumento informativo maggiormente accreditato è la carta stampata: il 37,6% degli intervistati menziona i quotidiani specializzati, il 23,9% i quotidiani generici, il 13,8% le riviste economiche. E' anche importante il rapporto personale che si instaura con l'intermediario, che diviene in molti casi non solo lo strumento operativo per allocare i risparmi ma anche la fonte di informazione per prendere le decisioni: il 28,2% degli intervistati menziona come canale informativo l'impiegato di banca e il 20,7% il promotore finanziario. Il 18,4% per tenersi aggiornato fa riferimento alla fonte informale di amici e familiari, che è in linea con il fatto che anche tra le motivazioni all'investimento azionario vi erano i consigli e l'imitazione dei conoscenti. Altre modalità utilizzate per informarsi sono Televideo (18,1%) e Internet (l'11,9% consulta siti specializzati, il 4,4% siti di società finanziarie, il 2,4% siti generici)¹⁴.

La seconda sezione della tavola mette a confronto le risposte, disaggregando in base alla tipologia di investitore individuata dalla *cluster analysis*. Anche in tal caso, come per gli intermediari, le specificità messe in luce possono essere interpretate sulla base del maggior o minor grado di autonomia nella valutazione e nella realizzazione dei propri investimenti. Ecco quindi che l'investitore "appassionato" manifesta un maggior interesse, rispetto all'investitore "statico" e "pragmatico", per la carta stampata (20,5% rispetto al 16,4%) e per Internet (9,5% rispetto al 4,0%) mentre perdono di importanza i rapporti personali con il promotore finanziario (6,6% degli "appassionati" contro il 15,9% dei "pragmatici"), l'impiegato di banca (8,0% "appassionati", 17,6% "statici" e 15,2% "pragmatici") o il gruppo dei conoscenti (6,8% degli "appassionati" rispetto al 10,5% dei "pragmatici"). Il grado di soddisfazione rilevato presso i risparmiatori per le fonti di informazione è mediamente elevato. In una scala da 1 a 5, dove 1 indica completa insoddisfazione e 5 soddisfazione piena, il 52,3% si posiziona a 4 e il 17,3% a 5. Coloro che dichiarano una soddisfazione intermedia o di non essere soddisfatti menzionano, tra le cause, le difficoltà di consultazione (20,8%) e di comprensione (33,7%) delle informazioni stesse. L'8,6% degli intervistati ha frequentato dei corsi di approfondimento relativi ai meccanismi di Borsa o agli operatori finanziari. Di questi il 3,1% lo ha fatto durante l'università e il 3,9% presso l'azienda per la quale lavora.

(14) La medesima domanda è stata posta anche in relazione agli investimenti in generale e l'importanza relativa degli strumenti informativi utilizzati non è risultata suscettibile di significativi mutamenti.

Tavola 25 – Fonti di informazione per l'investimento in azioni

	Totale campione ⁽¹⁾ quota %	Clusters ⁽²⁾		
		Appassionati quota %	Pragmatici quota %	Statici quota %
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/chat-lines finanziari	1.0	0.9	0.2	0.2
Depliant 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

Fonte: Borsa Italiana

Infine il tempo dedicato settimanalmente per informarsi e seguire gli investimenti è piuttosto vario: si passa da meno di mezz'ora a settimana (il 28,3% degli intervistati) a più di sette ore (9,2%). Il 19,1% dichiara di dedicare a questa attività tra mezz'ora e un'ora la settimana mentre il 12,6% tra una e due ore la settimana.

7. Gli investitori in strumenti derivati azionari

Gli investitori in strumenti derivati azionari costituiscono una nicchia numericamente esigua dei risparmiatori. Solo il 6,7% degli investitori in azioni italiane quotate dichiara di aver negoziato strumenti derivati azionari nel corso dei due anni precedenti. L'importanza strategica di questo campione, da valutarsi soprattutto in termini prospettici, in quanto potrebbe costituire il profilo verso cui tendono anche coloro che in questo momento si limitano a negoziare azioni, induce a dedicarvi uno specifico spazio di analisi. Il medesimo questionario degli azionisti, graduato però su motivazioni e canali di realizzazione delle operazioni in derivati azionari, è stato sottoposto a un campione di negoziatori in tali strumenti. In modo da evitare le situazioni di investimento "non attivo" in derivati, sono stati adottati criteri di selezione degli intervistati particolarmente stringenti. Sono quindi stati intervistati coloro che:

- (i) hanno negoziato nei due anni precedenti strumenti derivati azionari;
- (ii) presentano un elevato grado di autonomia decisionale di investimento (decidono autonomamente oppure decidono e poi contattano il consulente);
- (iii) hanno movimentato il portafoglio derivati almeno una volta ogni tre mesi nel corso dell'ultimo anno.

I risultati ottenuti sono statisticamente robusti. In ogni caso, trattandosi di un campione non estremamente numeroso, appare opportuno non tanto soffermarsi sul commento del dato puntuale, quanto mettere in luce le tendenze più rilevanti che si sono evidenziate.

In prima battuta si osservi la composizione del portafoglio di strumenti derivati azionari. Tra gli strumenti negoziati appare netta la dominanza dei covered warrant (70%), risultato che aveva caratterizzato anche l'indagine generale degli azionisti. In questo caso è però sottolineata anche l'importanza dello strumento dei futures: ben il 46,0% degli intervistati lo cita tra gli strumenti derivati negoziati e per il 42,1% è anche il prodotto derivato al primo posto in portafoglio. Questo dato potrebbe essere condizionato dalle modalità statistiche che portano a parametrare il valore dei futures al controvalore nozionale e quello dei covered warrant e opzioni al solo controvalore del premio. Resta in ogni caso significativa la prevalenza dei covered warrant sulle opzioni.

Tavola 26 – Struttura del portafoglio di strumenti derivati

Strumenti derivati	Negoziati quota % ⁽¹⁾	Al 1° posto in portafoglio quota % ⁽²⁾
Covered warrant	70.0	36.8
Futures	46.0	42.1
Opzioni su indice	16.0	10.5
Opzioni su azioni	18.0	10.5

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

Fatta questa premessa, il profilo socio-demografico di coloro che negoziano in strumenti derivati è ben delineato. Si tratta soprattutto di maschi (80%), con un titolo di studio medio-alto (metà è laureato e l'altra metà ha un titolo di studio di scuola media superiore). In tre casi su cinque hanno un'età inferiore ai 40 anni e in due sono liberi professionisti. La metà degli intervistati è celibe e poco meno di un terzo vive solo. La situazione economico-finanziaria degli investitori in strumenti derivati azionari è decisamente buona. Pur in presenza di una certa reticenza nel dichiarare il reddito e il patrimonio totali, si stima che la classe sociale di appartenenza sia per il 60% medio-superiore o superiore¹⁵. Circa il 90% possiede l'abitazione principale, la metà una seconda casa, un terzo terreni e/o il box per l'auto. Il 60% si attende un miglioramento della propria situazione economico-finanziaria nel corso dei due anni successivi, situazione che peraltro è già oggi percepita come relativamente tranquilla. Il livello di conoscenza dei temi finanziari è buono. La metà dichiara di aver frequentato corsi di approfondimento su temi finanziari (in un caso su due degli intervistati organizzati dall'azienda nella quale lavorano). Nella quasi totalità dei casi gli investitori conoscono i mercati gestiti da Borsa Italiana (IDEM, MCW, Nuovo Mercato e *After Hours*) e ne danno una definizione corretta. Presentano una propensione al rischio più elevata rispetto a quella degli investitori in azioni. Più della metà si definisce un investitore "moderatamente aggressivo" e il 25% "aggressivo" (mentre il dato relativo agli investitori in azioni rileva una predominanza di investitori che si definiscono "moderatamente conservatori" seguiti dai "moderatamente aggressivi")¹⁶.

Tali caratteri socio-demografici, uniti all'elevata conoscenza dei temi finanziari e a un'attitudine medio-alta al rischio, si trasformano in comportamenti di investimento che, nel confronto con gli investitori in azioni, sono maggiormente volti:

- (i) a una più accentuata diversificazione del portafoglio a favore di attività rischiose;
- (ii) a un consapevole utilizzo delle potenzialità del mercato finanziario;
- (iii) a una maggiore diversificazione dei mercati ai quali rivolgersi.

Sulla base delle dichiarazioni degli intervistati, in media il loro portafoglio è ripartito in modo equo tra strumenti ad alto, medio e basso rischio (mentre per il caso generale degli investitori in azioni la quota del portafoglio destinata a investimenti a alto rischio è pari al 15% circa). La tavola 27 indica le tipologie di strumenti finanziari conosciuti e negoziati, nonché la struttura media del portafoglio. Rispetto agli investitori in azioni il grado di diversificazione è più accentuato e si privilegiano gli strumenti più rischiosi: un maggior numero ha negoziato titoli obbligazionari, la metà ha investito in azioni quotate su mercati esteri, il 36% ha sottoscritto fondi comuni azionari Italia, il 22% fondi comuni azionari estero mentre minore è l'incidenza dei fondi comuni obbligazionari e bilanciati (12%). In termini di struttura media del portafoglio, il 23% del totale è investito in strumenti derivati, il 21% in azioni italiane quotate, il 5% in azioni estere quotate. I titoli di Stato raggiungono il 9% e le altre obbligazioni il 5%. Quasi il 10% del portafoglio è allocato in strumenti a carattere previdenziale (polizze assicurative vita, pensionistiche o fondi pensione).

(15) Si veda la nota 5.

(16) Si veda la nota 7.

Tavola 27 – Struttura del portafoglio per strumento finanziario - investitori in derivati azionari

Strumenti	Conosciuti ⁽¹⁾	Negoziati e/o in portafoglio ⁽²⁾	Portafoglio medio attuale ⁽³⁾
	quota % ⁽⁴⁾	quota % ⁽⁴⁾	quota % ⁽⁵⁾
Depositi e c/c bancari	100.0	100.0	17.2
Depositi e c/c postali	92.0	18.0	1.6
Titoli di Stato	98.0	46.0	8.7
Titoli obbligazionari in valute area euro	88.0	30.0	4.6
Titoli obbligazionari in altre valute	72.0	10.0	0.6
Operazioni pronti contro termine	58.0	6.0	-
Azioni di società quotate presso Borsa Italiana	100.0	100.0	21.0
Azioni di società quotate su borse estere	90.0	50.0	5.3
Azioni di società non quotate	60.0	8.0	0.4
Fondi comuni di investimento azionario Italia	90.0	36.0	5.2
Fondi comuni di investimento azionario estero	76.0	22.0	0.9
Fondi comuni di investimento obbligazionario	66.0	12.0	0.9
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari	52.0	8.0	0.7
Gestioni patrimoniali in fondi comuni	56.0	8.0	0.4
Polizze assicurative vita o pensionistiche	86.0	42.0	5.5
Fondi pensione	80.0	26.0	3.9
Strumenti derivati	100.0	100.0	23.2

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di conoscere lo strumento finanziario

(2) Valore più elevato tra la percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato nel corso dei due anni precedenti e quelli che possiedono lo strumento finanziario al momento dell'intervista

(3) Media aritmetica della distribuzione del portafoglio degli intervistati

(4) La domanda ammetteva risposta multipla

(5) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

Tra le azioni italiane quotate le più negoziate sono ancora le *blue-chip*, ma il 70% ha operato anche su azioni del Nuovo Mercato e il 50% circa in *mid* e *small caps* (tavola 28). Il momento preferito di acquisto delle azioni (tavola 29) è il mercato secondario (circa il 90% dei casi) e solo in seconda battuta la privatizzazione, ragione che invece è predominante per l'insieme degli investitori in azioni.

Tavola 28 – Struttura del portafoglio azionario - investitori in derivati azionari

Azioni	Negoziati nei 2 anni precedenti ⁽¹⁾	Portafoglio medio attuale ⁽²⁾
	quota % ⁽³⁾	quota % ⁽⁴⁾
Blue-chip	86.0	54.5
Mid e Small Caps	48.0	16.2
Azioni del Nuovo Mercato	68.0	29.3

(1) Valore più elevato tra la percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato nel corso dei due anni precedenti e quelli che possiedono lo strumento finanziario al momento dell'intervista

(2) Il portafoglio è calcolato come media aritmetica della distribuzione del portafoglio degli intervistati

(3) La domanda ammetteva risposta multipla

(4) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

Tavola 29 – Momento di acquisto delle azioni - investitori in derivati azionari

	quota % ⁽¹⁾
In offerta pubblica (privatizzazione)	67.4
In offerta pubblica (ammissione a quotazione di altre società)	37.2
Sul mercato (società già quotate)	86.0

(1) La domanda ammetteva risposta multipla.

Fonte: Borsa Italiana

Il tasso di movimentazione del portafoglio è estremamente elevato in relazione a tutti gli strumenti menzionati (tavola 30). Nel corso dei dodici mesi precedenti l'indagine il portafoglio di azioni *blue-chip* è movimentato 30 volte (10 per gli investitori in azioni). Relativamente agli strumenti derivati sono movimentati in un anno 30 volte i covered warrant, 36 volte i futures e 48 volte le opzioni.

Tavola 30 – Numero annuo di movimentazioni per strumento finanziario - investitori in derivati azionari

Strumenti	Numero medio ⁽¹⁾
Azioni <i>blue-chip</i>	30.1
Covered warrant	29.3
Futures	35.7
Opzioni	48.1

(1) Numero medio di transazioni poste in essere nel corso dei 12 mesi precedenti l'intervista

Fonte: Borsa Italiana

Questa maggiore familiarità con il mercato si estrinseca anche nella ricerca di altri mercati, diversi da quelli di Borsa Italiana, per effettuare le transazioni: il 50% degli intervistati ha investito in strumenti finanziari quotati su mercati esteri. I mercati esteri più menzionati sono il Nasdaq (due terzi degli intervistati) e la Deutsche Börse (un terzo degli intervistati). I prodotti negoziati su mercati esteri sono in gran parte azioni, del settore tecnologico per i due terzi e di grandi società per circa il 40% del campione. Alcuni intervistati hanno menzionato obbligazioni e strumenti derivati.

Anche l'attitudine nei confronti della performance del mercato denota un certo grado di evoluzione dell'investitore. Se il mercato flette, la reazione del 44% degli intervistati è quella di speculare al ribasso, mentre il 25% accentua il grado di diversificazione del portafoglio. Liquidare le posizioni è menzionato dal 25% degli intervistati, il 20% mantiene immobile il portafoglio.

L'esperienza della negoziazione degli strumenti derivati azionari risale, per il 44% degli intervistati, a più di due anni fa, per il 32% a tra due e un anno fa e a meno di un anno fa per il 20% degli intervistati. Considerando che relativamente all'investimento in azioni era il 63% degli intervistati a far risalire il primo investimento a più di due anni fa, se ne deduce che l'esperienza di negoziazione degli strumenti derivati è in termini relativi più recente.

Le motivazioni che inducono un investitore a negoziare strumenti derivati sono, per alcuni aspetti, simili a quelle sottostanti ad un qualsiasi altro investimento: diversificazio-

ne dei risparmi e rendimenti migliori rispetto a quelli delle attività *risk free*. Si rilevano però alcune specificità: la componente ludica è menzionata tanto quanto il miglior rendimento (da circa il 30% degli intervistati) mentre l'obiettivo di avere rapidi guadagni è citato in misura superiore a quanto avviene per gli investitori in azioni. Inoltre il 20% degli intervistati sottolinea come gli strumenti derivati consentano di cogliere opportunità di guadagno anche in fase di ribasso dei mercati.

Se viene chiesto agli intervistati di puntualizzare il perché includono gli strumenti derivati azionari nella gestione strategica del loro portafoglio (tavola 31), la motivazione più citata (60%) è l'obiettivo speculativo di sfruttare la leva finanziaria insita in queste tipologie di prodotti, seguita dalla diversificazione del portafoglio (48%). La possibilità di utilizzo di questi prodotti con finalità di *hedging* non è però completamente assente: è infatti menzionata dal 20% circa degli intervistati.

Tavola 31 – Motivazioni di negoziazione degli strumenti derivati azionari

Motivazioni	quota % ⁽¹⁾
Diversificazione del portafoglio	48.0
Rapido guadagno con basso investimento iniziale (<i>leverage</i>)	60.0
Copertura di altri investimenti rischiosi presenti in portafoglio (<i>hedging</i>)	22.0

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Fonte: Borsa Italiana

Se si chiede agli intervistati di caratterizzare gli strumenti derivati azionari sulla base di alcune affermazioni descrittive, a cui attribuire un punteggio che va da 1 a 10 (dove uno indica che non rispecchia la caratteristica descritta e 10 che la rispecchia completamente), si osserva come tali prodotti siano percepiti in modo chiaro. Come evidenziato dalla tavola 32, i derivati sono strumenti di cui si riconosce l'elevato grado di rischiosità (da 7 a 8 punti) e piuttosto complessi nella gestione (circa 7). Negli strumenti derivati si identifica una elevata capacità di *leverage* e la possibilità di guadagno anche in fasi avverse nell'andamento dei mercati azionari, mentre la possibilità di *hedging* è colta in misura inferiore (punteggio medio tra 5 e 6). Tra le tre tipologie di strumenti finanziari proposte non sembrano mettersi in luce profonde differenze nella percezione del pubblico, come è corretto trattandosi di strumenti appartenenti alla medesima famiglia. E' da osservare, comunque, che i covered warrant sono ritenuti relativamente più rischiosi (1,2 volte rispetto a futures e opzioni) e dotati di una più accentuata leva finanziaria. Il mercato giudicato come relativamente più trasparente è quello dei futures.

Per quanto concerne la tipologia di intermediari utilizzati per negoziare strumenti derivati azionari, al rilievo della banca tradizionale si affiancano, con un'importanza equivalente, il promotore finanziario e la banca *on-line*. Seguono le società di intermediazione mobiliare (sia esse *on-line* che non).

Questa maggiore importanza dei promotori e dello strumento *on-line*, rispetto al totale degli investitori in azioni, è ribadito anche per la gestione complessiva del portafoglio. La scelta dell'intermediario appare quindi meno legata alla tipologia di strumento negoziato, ma piuttosto alle caratteristiche specifiche dell'investitore.

Tavola 32 – Investimento in strumenti derivati azionari: un confronto

Caratteristiche dell'investimento	Strumenti derivati azionari ⁽¹⁾		
	Covered warrant (a)	Futures (b)	Opzioni (c)
E' rischioso	8.2	7.9	6.9
Permette alti guadagni, in tempi rapidi			
anche a fronte di un investimento contenuto	7.3	6.5	5.9
E' un investimento difficile	7.2	7.0	7.0
Permette di guadagnare quando il mercato scende	6.5	7.0	6.1
Permette autonomia di gestione	5.9	5.7	5.1
Permette di coprirsi dal rischio di altri investimenti	5.8	5.2	5.7
E' facilmente liquidabile	5.3	5.9	5.4
L'andamento è facile da seguire	4.9	5.0	4.9
E' possibile non movimentare	4.9	5.1	5.0
Richiede che siano investite elevate somme di denaro	4.7	5.6	4.9
E' facile da gestire	4.6	4.8	4.6
E' un mercato trasparente, con informazioni reperibili	4.6	5.5	4.7
Non è necessaria competenza specifica per investire	3.9	3.7	4.2
Permette di avere redditi costanti	3.7	3.9	4.2
E' sicuro	3.2	4.0	4.4

(1) L'indicatore è ottenuto come media delle risposte degli intervistati. E' pari a 1 se non rispecchia la caratteristica descritta, a 10 se la rispecchia completamente

Fonte: Borsa Italiana

In generale, per gli investitori in strumenti derivati azionari, che per certi aspetti rientrano in una tipologia di investitore *retail* che potremmo definire “avanzata”, il rapporto con l'intermediario tende a personalizzarsi. Tra le motivazioni per le quali si sceglie un intermediario restano, indubbiamente, l'abitudine e il rapporto con una persona all'interno dell'azienda, ma sono maggiormente citate ragioni legate alle commissioni di negoziazione proposte e alla convenienza delle condizioni operative. L'80% dice di svolgere le sue operazioni finanziarie di persona, in una filiale della banca o in un ufficio della rete di vendita; il 50% degli intervistati dichiara comunque di operare anche *on-line*. All'utilizzo di Internet è dedicato il riquadro 4.

Riquadro 4 - Internet come strumento di negoziazione e informazione

L'indagine mette in luce come l'utilizzo di Internet sia un fenomeno ormai diffuso. Il 9,0% degli investitori in azioni dichiara di realizzare *on-line* i propri investimenti, percentuale che sale al 16,9% se consideriamo i soli investitori definiti “appassionati” (tavola 23). Tra gli investitori in strumenti derivati azionari l'operatività *on-line* raggiunge il 50% del campione. Anche tra le fonti di informazione il web ha un ruolo preciso. I siti specializzati in temi finanziari sono menzionati dall'11,9% degli investitori in azioni e dal 40% di quelli in strumenti derivati azionari. Alcuni quesiti specifici rivolti a coloro che operano *on-line* aiutano a evidenziare meglio le eventuali note distintive di questo canale operativo e informativo. La tavola presenta una comparazione tra i risultati ottenuti per gli investitori in azioni e per quelli in strumenti derivati azionari.

L'utilizzo di Internet per la negoziazione di tutti i prodotti finanziari è più diffuso tra gli investitori in derivati (40,0%) che tra quelli in azioni (27,0%). Questi ultimi tendono



L'utilizzo di Internet per effettuare transazioni

	Investitori in azioni quota %	Investitori in derivati azionari quota %
Utilizzo di Internet per i seguenti prodotti ⁽¹⁾		
Per tutti i prodotti	27.0	40.0
Per gli strumenti derivati	11.1	48.0
Per le azioni	66.7	28.0
Per le obbligazioni	3.2	8.0
Altro	11.1	12.0
Ammontare dei trades con Internet rispetto ad altre negoziazioni ⁽²⁾		
Più bassi	38.1	32.0
Più alti	12.7	8.0
Della stessa entità	36.5	40.0
Altro-non sa	12.6	20.0
Momento della giornata di utilizzo di Internet ⁽²⁾		
In orario di ufficio	46.0	20.0
Solo dopo le 18.30	6.3	24.0
Sia di giorno che di sera	46.0	44.0
Non sa	1.6	12.0
Quante volte ha utilizzato Internet negli ultimi 3 mesi ⁽²⁾		
Più di 50 volte	6.4	20.0
Da 11 a 50 volte	12.8	24.0
Da 1 a 10 volte	47.6	24.0
Mai	20.6	8.0
Non so	12.7	24.0

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle mancate risposte o agli arrotondamenti

Fonte: Borsa Italiana

a utilizzare in maggior numero Internet per la sola compravendita di azioni quotate (66,7%). I *trades* effettuati con Internet tendono a essere del medesimo ammontare delle negoziazioni fatte in altro modo nel 40% dei casi, di controvalore inferiore nel 30%; solo il 10% degli intervistati usa lo strumento *on-line* per transazioni di più alto importo. Le risposte a questo quesito sono simili per entrambe le tipologie di investitori.

Per la metà degli intervistati, siano essi investitori in azioni che in derivati azionari, non vi è un momento particolare di utilizzo di Internet durante il corso della giornata. Tra i negoziatori in azioni l'altro 50% circa concentra la propria attività di *trading* durante l'orario d'ufficio, mentre i negoziatori in derivati si ripartiscono equamente tra orario diurno (20%) e serale (24%).

Infine, per gli investitori in derivati si ribadisce la maggior frequenza di transazioni effettuate con Internet (nonché di transazioni in generale, come già evidenziato nel rapporto). Il 44% degli intervistati ha negoziato più di 10 volte nel corso dei tre mesi precedenti quelli dell'indagine (il 20% più di 50 volte), mentre tale percentuale scende al 20% circa nel caso degli investitori in azioni.

Benché gli intervistati abbiano sostanzialmente una cultura finanziaria medio-alta e si ritengano soddisfatti del loro rapporto con gli intermediari, il 40% segnala di aver riscontrato difficoltà di negoziazione degli strumenti derivati. Tali difficoltà vengono individuate nella complessità della struttura finanziaria dello strumento, così come nella difficoltà di reperire informazioni per il monitoraggio dello stesso. Per i vari strumenti è stato inoltre chiesto di indicare le motivazioni che hanno indotto a non negoziare: il fatto che non siano mai stati presentati in modo chiaro è la motivazione più menzionata per i covered warrant; nel caso di futures e opzioni, alcuni intervistati indicano anche che lo strumento è stato loro sconsigliato dal consulente.

La fonte di informazione maggiormente segnalata, tanto per gli investimenti in generale che per quelli in strumenti derivati, è quella dei quotidiani economici specializzati (60% degli intervistati). Anche l'utilizzo di Internet è diffuso, soprattutto in relazione ai siti economici specializzati (menzionati dal 40% degli intervistati). Tra le figure professionali citate, in linea con quanto visto per relativamente ai canali di operatività, acquista rilievo il ruolo del promotore finanziario mentre diviene meno importante l'impiegato di banca.

Il grado di soddisfazione nei confronti dell'informazione è buono. Laddove vi sono motivi di insoddisfazione questi sono, per questa categoria di investitori, maggiormente legati a ragioni di tempestività dell'informazione ("ci vuole troppo tempo", "non sono fornite informazioni aggiornate")¹⁷, mentre per la generalità degli investitori in azioni sono più spesso segnalate difficoltà di comprensione delle informazioni ("bisogna essere degli esperti per capire").

Per gli investitori in derivati azionari l'informazione è preziosa, ma se viene chiesto loro quanto sarebbero disposti a pagare per un servizio di informazioni finanziarie personalizzate, il 42% afferma di non essere disposto a pagare, il 20% indica un massimo di 50 mila lire al mese, un altro 20% solo fino a 100 mila lire al mese.

(17) Il numero limitato delle risposte consiglia però di leggere il risultato, di indubbio interesse, con le attenzioni del caso.



8. Un aggiornamento dopo gli attentati dell'11 settembre

A seguito degli attacchi terroristici che hanno colpito gli Stati Uniti l'11 settembre scorso, il contesto politico ed economico internazionale è andato rapidamente peggiorando. Il ciclo economico, che già scontava una fase di rallentamento e di stagnazione, ha subito una ulteriore contrazione. Le imprese, così come le famiglie, hanno posticipato le loro decisioni di spesa con effetti negativi sulla produzione. I mercati azionari, dopo un primo impatto negativo, hanno poi recuperato le perdite; si sono però assestati su livelli di volatilità estremamente elevati. Il grado di incertezza resta comunque alto.

Dopo uno *shock* di questa portata è naturale attendersi, come reazione da parte delle famiglie, non solo la flessione dei livelli di consumo per il ridursi del reddito disponibile ma anche l'aumento dei tassi di risparmio e la riduzione della propensione al rischio nelle decisioni di allocazione delle risorse finanziarie. E' essenziale però valutare quanto questi comportamenti potranno essere persistenti nel tempo.

A tal fine, nel corso dell'ultima settimana di ottobre si è proceduto a un *recall* di un sottogruppo di intervistati appartenenti al campione degli investitori in azioni italiane quotate¹⁸, con un duplice obiettivo. Innanzitutto si è voluto valutare l'impatto di breve periodo del peggioramento delle condizioni congiunturali sulla struttura del portafoglio e sulla detenzione di azioni. Il secondo obiettivo ha carattere maggiormente strutturale. Uno dei risultati più significativi dell'indagine generale è consistito nell'aver osservato come la presenza di azioni quotate nel portafoglio delle famiglie rappresenti un'esperienza consolidata e un comportamento sistematicamente acquisito. La flessione dei corsi dei mercati azionari successiva al marzo 2000 ha prodotto un tasso di abbandono del mercato borsistico che si colloca su valori fisiologici: meno del 2% degli intervistati dichiara di aver definitivamente abbandonato l'investimento in azioni. Nel *recall* si vuole quindi verificare se lo *shock* prodottosi a livello internazionale ha invece dato luogo a fenomeni di abbandono durevoli nel tempo, e non solo a mutamenti temporanei dei comportamenti.

La tavola 33 individua la portata e la tipologia dei cambiamenti occorsi fino a oggi e previsti per il prossimo futuro nella struttura del portafoglio degli investitori. Un risultato apprezzabile è la relativa stabilità dei comportamenti delle famiglie italiane: solo il 14,0% degli intervistati dichiara di aver già modificato il proprio portafoglio e il 26,0% che intende modificarlo nel corso dei sei mesi successivi a quelli dell'intervista. Tra coloro che hanno modificato le proprie decisioni di investimento, inoltre, i comportamenti non sono univocamente volti ad aumentare la quota di strumenti liquidi o *risk free*. Il 60% circa ha venduto (o intende vendere) tutto o in parte il portafoglio azionario. Il 50% degli intervistati, però, ha effettuato o intende effettuare nuovi acquisti sul mercato borsistico.

Solo il 30% circa opta per un aumento degli investimenti non azionari, quali la sottoscrizione di titoli di Stato, di obbligazioni e fondi obbligazionari o la detenzione di maggiore liquidità in portafoglio.

(18) Il *recall* ha riguardato un sottoinsieme pari al 30% degli intervistati.

Tavola 33 – Comportamenti nelle decisioni finanziarie a oggi e per il futuro

Cambiamenti nella composizione del portafoglio ⁽¹⁾			Se sì secondo quale modalità ⁽²⁾		
	A oggi quota %	In futuro quota %		A oggi quota %	In futuro quota %
Sì	14.0	26.0	Vendere le azioni possedute	64.3	59.6
No	86.0	74.0	Vendere quote di fondi azionari	50.0	32.7
			Acquistare nuove azioni	46.4	50.0
			Sottoscrivere nuove quote di fondi azionari	21.4	26.9
			Acquistare titoli di Stato	28.6	32.7
			Acquistare obbligazioni e/o fondi obbligazionari	25.0	28.8
			Mantenere più risorse liquide	25.0	25.0
			Dipende dagli sviluppi della situazione internazionale	-	3.8

(1) Le risposte a oggi si riferiscono al periodo giugno-ottobre 2001; il prossimo futuro è quantificato nei 6 mesi successivi al *recall*

(2) La domanda ammetteva risposta multipla ed è stata posta a coloro che hanno dichiarato di aver modificato il loro portafoglio (a oggi) o che intendono modificarlo (in futuro)

Fonte: Borsa Italiana

Per valutare se lo *shock* internazionale abbia dato luogo a trasformazioni permanenti nei confronti dell'attitudine verso la negoziazione in azioni, è stato chiesto agli intervistati di specificare il proprio comportamento in un'ipotesi prospettica di normalizzazione della situazione internazionale e finanziaria che riporti a un contesto simile a quello del giugno 2001. La tavola 34 mostra come il 50,5% degli intervistati dichiara che la propensione nei confronti della detenzione di azioni in portafoglio è rimasta sostanzialmente invariata. Solo un 10,0% sottolinea un mutamento in direzione della rinuncia all'investimento in azioni. Per la parte restante, il 26,0% intende ridurre la quota di azioni in portafoglio mentre il 12,5% vuole accrescerla. Il quadro è omogeneo rispetto alle tipologie di investitori identificati con l'analisi *clusters*.

Tavola 34 – Attitudine di medio periodo verso l'investimento azionario ⁽¹⁾

	quota %
Completamente cambiata, non deterrò più azioni	10.0
Abbastanza cambiata, ridurrò il mio investimento in azioni	26.0
Abbastanza cambiata, aumenterò il mio investimento in azioni	12.5
Rimasta uguale, manterrò la medesima quota di azioni in portafoglio	50.5
Non so	1.0

(1) La risposta riguarda l'ipotesi di una normalizzazione della situazione internazionale e finanziaria, cioè che la veda tornare ai livelli del giugno 2001

Fonte: Borsa Italiana

Questi risultati sembrano concludere nettamente a favore di un elevato grado di persistenza della detenzione di azioni nei portafogli delle famiglie italiane. Elevati tassi di abbandono non si sono verificati né dopo i cedimenti degli indici azionari (situazione presente al momento della realizzazione dell'indagine generale) né a fronte di *shocks* di più vasta portata quali quelli degli attentati terroristici dell'11 settembre.

9. Conclusioni

Il carattere di novità dell'indagine Borsa Italiana è quella di avere ad oggetto la popolazione degli investitori in azioni italiane quotate e, in seconda battuta, in strumenti derivati azionari. La *survey* descrive in dettaglio le caratteristiche socio-demografiche di queste tipologie di investitori, ne valuta i comportamenti di allocazione del risparmio e la struttura del portafoglio, individua le motivazioni dell'investimento in azioni, la tipologia di intermediari utilizzati nonché i canali di formazione ed informazione consultati. Ne è risultato un quadro alquanto peculiare.

Coloro che hanno negoziato nel corso degli ultimi due anni azioni italiane quotate sono soprattutto maschi (65,3%) e residenti nel Nord Ovest (44,1%). Il 57,0% ha un'età compresa tra i 30 e i 50 anni. Le professioni più diffuse sono imprenditore/libero professionista (22,0% rispetto al 4,0% della popolazione) e impiegato (24,9% rispetto al 14,7% della popolazione). Il 29,2% è laureato, il 53,4% ha un diploma di scuola media superiore. La situazione economica della famiglia è percepita dall'investitore come solida (l'83,2% riesce a risparmiare) e il 47,6% si attende un miglioramento. L'intervistato si definisce prevalentemente un investitore di tipo "moderatamente conservatore" (43,6%) o "moderatamente aggressivo" (37,1%).

L'analisi *cluster* applicata al campione individua tre principali tipologie di investitori in azioni che ripartiscono in modo pressoché equivalente l'intera popolazione. I tre gruppi si differenziano per il grado diverso di coinvolgimento, tanto emotivo quanto operativo, nella gestione del risparmio e negli investimenti in azioni. Il gruppo degli investitori "appassionati" (28,5% del campione) ama effettuare le transazioni in piena autonomia, senza intermediazione e operando da casa o dall'ufficio. Costoro seguono i loro investimenti regolarmente e tengono monitorato con sistematicità il mercato azionario. Il secondo gruppo, gli investitori "pragmatici" (35,8% del campione), è conscio della necessità di gestire il proprio portafoglio in modo attivo, ma vive questa opportunità più come un dovere che come un divertimento. Preferisce quindi delegare le decisioni, soprattutto finali, a persone ritenute più esperte. Nel delegare, però, si rivolge a più intermediari alla ricerca delle condizioni migliori. Il terzo gruppo, gli investitori "statici" (35,7% del campione), dichiara di non sentirsi all'altezza di decidere gli investimenti in azioni (che in ogni caso ha deciso di effettuare). Opta dunque per una delega completa nella gestione del portafoglio, solitamente rivolgendosi a un'unica istituzione e scegliendo portafogli a basso contenuto di rischio.

Relativamente alle decisioni di portafoglio, le azioni maggiormente negoziate sono le *blue-chip* (menzionate dall'88,4% degli intervistati); seguono le azioni del Nuovo Mercato (31,7%) e le *mid e small caps* (20,8%). Le azioni italiane quotate pesano per il 32,2% in portafoglio. La distribuzione di questo dato indica però la presenza di un gruppo, peraltro non numeroso, che ha un portafoglio estremamente concentrato sull'investimento azionario diretto in società italiane: circa il 10% degli intervistati detiene l'80% o più del proprio portafoglio in azioni italiane quotate. Questo effetto di concentrazione sembra tipico della detenzione di azioni italiane quotate rispetto alle altre forme di investimento. Inoltre si caratterizza anche sotto forma di una certa preferenza per una tipolo-

gia di azioni: coloro che detengono *blue-chip* nel 60,7% dei casi vi investono l'intero portafoglio azionario.

Nel corso degli ultimi 12 mesi il portafoglio di azioni *blue-chip* è stato movimentato quasi 10 volte, quello di azioni del Nuovo Mercato 16, le *mid* e *small caps* 13 volte. Il minor tasso di movimentazione delle azioni *blue-chip* indica come è verso questa tipologia di azione che si concentrano gli investitori cosiddetti "cassettisti", tipicamente caratterizzati da un lungo orizzonte temporale nella detenzione di azioni.

Nella relazione con altri prodotti finanziari, e specificatamente con i fondi comuni azionari, le azioni italiane quotate rappresentano un prodotto autonomo. L'analisi di correlazione delle quantità detenute nel portafoglio degli investitori evidenzia come non vi sia una relazione negativa tra l'investimento in azioni e la sottoscrizione di fondi comuni azionari, ma come anzi emerga un rapporto di complementarietà.

L'esperienza dell'investimento in azioni inizia nel maggior numero dei casi (63,0%) oltre due anni fa e il 64,6% degli intervistati indica la privatizzazione di una società pubblica come il momento di acquisto delle azioni. Tra le motivazioni che hanno indotto a iniziare a investire in azioni, le più citate sono: ottenere rendimenti migliori, realizzare rapidi guadagni e diversificare il proprio portafoglio. Le ragioni per le quali si continua ad investire in azioni restano per molti aspetti le stesse: si riduce però la ragione legata ai rapidi guadagni o all'imitazione degli amici. Tra coloro che all'atto dell'intervista non hanno più azioni italiane quotate in portafoglio (ovvero il 9% degli intervistati) il 50,8% sostiene che si tratta di un fatto temporaneo o che dipende dal mercato momentaneamente non favorevole. Solo il 17,5% (pari a meno del 2% del campione generale) dichiara di aver abbandonato definitivamente il mercato borsistico.

L'investitore in azioni italiane quotate rivendica un'ampia autonomia decisionale e gestionale del suo portafoglio. Nel 46,3% dei casi decide autonomamente quando e come movimentare. La banca tradizionale è il principale canale di realizzazione degli investimenti (69,0%), il 22,7% degli investitori menziona i promotori finanziari mentre il 10,4% utilizza sistemi *on-line* forniti dagli intermediari. Il 79,2% degli intervistati effettua le proprie operazioni di persona presso la banca o negli uffici della rete di vendita. Il canale di informazione per decidere e seguire l'investimento in azioni più utilizzato è la stampa: il 37,6% del campione cita i quotidiani economici, il 23,9% gli altri quotidiani, il 13,8% periodici economici. L'11,9% consulta siti web economico-finanziari. Il 28,2% degli intervistati si informa attraverso contatti con il personale delle banche, il 20,7% con promotori finanziari e il 18,4% con familiari e amici.

Alle diverse tipologie di investitori sono associate scelte diverse di intermediari e di modalità di informazione. Tra gli investitori "appassionati" si registra una tendenza a personalizzare tanto il rapporto con l'intermediario che con le modalità di informazione. Sono più elevati gli intervistati che, per realizzare i propri investimenti, utilizzano il telefono (14,3%) o le connessioni Internet (16,9%). Questo gruppo di investitori manifesta un maggiore interesse per i periodici specializzati e per Internet come fonte di informazione, mentre perdono di importanza i rapporti personali con l'impiegato di banca, il promotore finanziario o il gruppo dei conoscenti.

In relazione a coloro che investono in strumenti derivati azionari (covered warrant,



futures e opzioni), il profilo socio demografico individua come si tratti soprattutto di maschi (80%), con un titolo di studio medio-alto (metà è laureato e l'altra metà ha un titolo di studio di scuola media superiore). Nel 60% dei casi hanno un'età inferiore ai 40 anni e nel 40% sono liberi professionisti. La situazione economico-finanziaria degli investitori in strumenti derivati azionari è decisamente buona: la classe sociale di appartenenza è per il 60% medio-superiore o superiore. Il livello di conoscenza dei temi finanziari è buono. Oltre a un buon livello di istruzione, il 50% dichiara di aver frequentato corsi di approfondimento su temi finanziari. La metà di questi si percepisce come "moderatamente aggressivo" e un quarto come "aggressivo".

Questa tipologia di investitore ha comportamenti di allocazione dei risparmi che, nel confronto con gli investitori in azioni, sono maggiormente volti a una più accentuata diversificazione del portafoglio a favore di attività rischiose, a un consapevole utilizzo delle potenzialità del mercato finanziario e a una maggiore diversificazione dei mercati ai quali è possibile rivolgersi. Per quanto concerne la tipologia di intermediari utilizzati per negoziare gli strumenti derivati, al rilievo della banca tradizionale si affiancano, con un'importanza equivalente, il promotore finanziario e la banca *on-line*. Le fonti di informazione maggiormente segnalate, tanto per gli investimenti in generale che per quelli in strumenti derivati, sono i quotidiani economici specializzati (60% degli intervistati). Anche l'utilizzo di Internet è diffuso (i siti economici specializzati sono menzionati dal 40% degli intervistati). Relativamente alle figure professionali citate come fonte informativa è di rilievo il ruolo del promotore finanziario, meno quello dell'impiegato di banca.

Per verificare gli impatti sulle decisioni finanziarie degli attentati terroristici dell'11 settembre 2001, si è infine proceduto ad un *recall* di un sottoinsieme di intervistati. I risultati ottenuti sembrano indicare un elevato grado di persistenza nella detenzione di azioni in portafoglio. Non si sono verificati elevati gradi di abbandono e il 50% degli intervistati ritiene immutata la sua attitudine nei confronti dell'investimento azionario.

Il quadro tracciato è già estremamente articolato. La configurazione della banca dati consentirebbe però successivi ed ulteriori approfondimenti. Per esempio sarebbe interessante procedere alle profilature socio-demografiche disaggregando per tipologia di investitore *cluster*, per tipologia di azioni negoziate (*blue-chip*, azioni del Nuovo Mercato, *Mid* e *small caps*) e per intensità delle negoziazioni poste in essere. Inoltre potrebbe essere superato l'approccio statico attualmente adottato e procedere stimando, all'interno di un modello econometrico, l'elasticità della quota di reddito investita in azioni sulla base dei principali indicatori suggeriti dalla teoria economica (caratteri socio-demografici, livello di reddito, istruzione, informazione finanziaria). Come già sottolineato nell'introduzione, l'analisi del bacino potenziale degli investitori in azioni richiederebbe invece l'utilizzo di una banca dati derivante da un'indagine più estesa, riguardante l'insieme dei risparmiatori e non focalizzata su quelli che investono in azioni.

Quest'analisi rappresenta un importante contributo alla comprensione della partecipazione degli investitori *retail* ai mercati borsistici. Questo fenomeno è oramai di consistenti dimensioni e si è prodotto in tempi rapidi. I comportamenti dei risparmiatori si

sono modificati e l'attitudine a detenere investimenti azionari in portafoglio si è andata consolidando e sembra essere divenuta permanente. Una parte significativa degli investitori in azioni può inoltre costituire un bacino potenziale per altre e più sofisticate forme di investimento.

Alla luce di questi fatti, l'obiettivo degli operatori sui mercati finanziari, siano essi intermediari, investitori istituzionali o società di gestione dei mercati, è quello di impegnarsi in un'azione di crescita della cultura dei mercati dell'*equity*. Ciò che si auspica è un ampliamento dell'orizzonte temporale dell'investimento in azioni, affinché la partecipazione del *retail* al mercato borsistico diventi sempre più una partecipazione stabile alle compagini azionarie delle società che costituiscono il tessuto produttivo italiano, sia in forma diretta che attraverso gli investitori istituzionali. Solo in tal modo il mercato del capitale di rischio potrà pienamente divenire luogo di incontro tra il risparmio delle famiglie e l'investimento delle imprese.

Tutto ciò non potrà andare disgiunto da politiche di formazione ed informazione del pubblico sui meccanismi di funzionamento dei mercati azionari e nei confronti di strumenti sempre nuovi di allocazione del risparmio. Un fronte di analogia rilevanza è quello della *corporate governance*: è infatti chiaro che il raggiungimento di una partecipazione stabile degli investitori *retail* al mercato azionario passa anche attraverso un rafforzamento del livello effettivo di tutela e rappresentanza delle minoranze e la progressiva affermazione di più avanzate modalità di relazione tra azionisti di maggioranza, organi societari e investitori.

Resta invece aperta la riflessione su quale possa essere lo sbocco auspicabile della partecipazione degli investitori *retail* al mercato azionario; se sia cioè sperabile la prosecuzione del trend di sostanziale autonomia emerso in questi ultimi anni o se non sia invece preferibile che il processo si evolva verso una più forte coinvolgimento degli investitori istituzionali (in particolare, fondi comuni di investimento e fondi pensione).

In ogni caso, la vera sfida per i prossimi anni è l'impegno della diffusione di una più profonda *equity culture*, condizione necessaria per il duraturo partecipare della domanda *retail* agli investimenti in Borsa ma anche per il miglioramento della qualità dei mercati borsistici stessi.

Appendice metodologica (a cura di Doxa)

L'indagine realizzata per Borsa Italiana ha avuto l'obiettivo di analizzare il profilo e il comportamento degli investitori *retail* in azioni italiane quotate. Attraverso un questionario, strutturato in sezioni, sono state raccolte opinioni e informazioni riguardo 9 diverse aree tematiche, nelle quali sono stati affrontati aspetti più quantitativi, quali le forme di risparmio e di investimento possedute e il possesso dell'abitazione, ed aspetti più qualitativi e di atteggiamento, che riguardano le scelte e le motivazioni di investimento (o disinvestimento), la percezione della rischiosità associata ad alcuni investimenti e altre informazioni legate alle modalità di investimento. Il numero di interviste è stato di 614. Inoltre, un *focus* è stato dedicato agli investitori in prodotti derivati (50 interviste).

Le interviste sono state realizzate utilizzando personal computer per CAPI (*Computer Aided Telephone Interviews*) e un questionario 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 molta attenzione alla formulazione delle domande del questionario e 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 giugno e luglio 2001, con la collaborazione dell'Istituto DOXA. 76 intervistatori dell'Istituto hanno operato in 60 punti di campionamento distribuiti in tutte le regioni italiane, e hanno eseguito 614 interviste personali: 44% delle interviste sono state realizzate nell'Italia Nord Occidentale (Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria e Lombardia), 21% nell'Italia Nord Orientale (Triveneto ed Emilia Romagna), 19% nell'Italia Centrale (Toscana, Marche, Umbria e Lazio) e 16% in Italia Meridionale, in Sicilia ed in Sardegna.

La collettività considerata nell'indagine è costituita da individui adulti che hanno negoziato (comprato/venduto) o detenuto azioni negli ultimi due anni. 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), specificando i comuni in cui operare.

I dati sulla distribuzione geografica e sulle caratteristiche degli adulti con i caratteri descritti sono stati acquisiti dalla DOXA nel corso di altre rilevazioni basate su campioni casuali, rappresentativi di tutti gli adulti italiani. L'errore teorico massimo dell'indagine, nell'ipotesi più negativa ($p=50\%$), è pari a $\pm 4\%$. La ridotta presenza delle mancate risposte, cioè dei "non so", rassicura circa il pericolo di distorsione dei risultati e costituisce, inoltre, un indicatore di successo, poiché mostra che le domande sono state in generale accettate e comprese dagli intervistati, i quali hanno acconsentito a rispondere e fornire valutazioni anche sugli aspetti finanziari più complessi. Infine è stato effettuato, presso un sottoinsieme di 200 investitori in azioni, un *recall* telefonico nel corso dell'ultima settimana di ottobre con l'obiettivo di valutare gli impatti degli attentati terroristici dell'11 settembre 2001 sulle decisioni di investimento dei risparmiatori.

Bibliografia

Banca d'Italia (2001), *Conti finanziari*, Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, vari numeri

Banca d'Italia (2000), *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 1998*, Supplementi al Bollettino Statistico – Note metodologiche e informazioni statistiche, Anno X, Numero 22, Aprile

BNL-Centro Einaudi (2000), *Un risparmiatore "fai da te"*, XVIII Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, BNL Edizioni, Guerini e Associati, Dicembre

Eurisko (2001), *Capire gli azionisti*, mimeo, Febbraio

Euronext e Taylor Nelson SOFRES (2001), *Les porteurs de valeurs mobilières en 2001*, mimeo, www.euronext.com, Settembre

Filippa L. e Franzosi A. (2001), *Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell'evoluzione recente*, BItNotes N. 2, Novembre

Guiso L. e Jappelli T. (2000), *Household portfolios in Italy*, in Household Portfolio, Guiso L., Haliassas M., Jappelli T. (eds.), MIT Press

London Stock Exchange, MORI, Proshare (2000), *Private Share Ownership in Britain*, mimeo, www.proshare.org, Settembre

Securities Industry Association (2000), *Annual SIA Investor Survey*, mimeo, www.sia.com, Novembre

Numeri precedentemente 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)



BORSA ITALIANA
ITALIAN EXCHANGE

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

www.borsaitalia.it