



BITNOTES

N. 11 - MAGGIO 2004

Profili e comportamenti dei traders online

Primo rapporto sul mercato italiano

*Alessandra Franzosi
Enrico Pellizzoni*

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

Borsa Italiana Spa, Research & Development

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

© Maggio 2004 Borsa Italiana Spa

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



Profili e comportamenti dei traders online Primo rapporto sul mercato italiano

Alessandra Franzosi^a, Enrico Pellizzoni^b
Maggio 2004

Abstract

La negoziazione di strumenti finanziari attraverso Internet da parte degli investitori *retail* si è sviluppata in modo consistente in tutti i principali mercati finanziari e sono attesi significativi tassi di crescita anche per i prossimi anni. L'analisi dei comportamenti dei traders online, che presentano caratteristiche di operatività specifiche, appare in particolare opportuna per il mercato italiano, caratterizzato da un'elevata componente di azionariato diretto detenuta dalle famiglie.

La ricerca pone l'attenzione sugli utilizzatori non saltuari del canale *online*. Indaga la composizione del portafoglio di attività finanziarie detenute, i livelli di operatività sui singoli prodotti negoziati, il giudizio sui servizi di trading online utilizzati e sulle fonti informative che supportano l'attività di negoziazione. Dall'indagine risulta come i traders online abbiano un buon livello di reddito e di istruzione e, in funzione dell'attività lavorativa svolta, indipendenza nella gestione del loro tempo. Rivendicano inoltre una decisa autonomia nei processi di investimento e negoziazione, prediligendo l'investimento in strumenti quotati e ricalcando alcuni comportamenti individuati dalle teorie di *behavioral finance*. L'uso del canale *online* nella realizzazione delle operazioni finanziarie è in generale prevalente o esclusivo. I risultati mostrano l'esistenza di una relazione positiva tra i livelli di autonomia e sofisticazione degli investitori, i livelli di operatività e la probabilità di includere strumenti derivati in portafoglio. Alla luce delle indicazioni fornite, oltre a non segnalare l'intenzione di abbandonare il canale *online* nonostante il negativo andamento dei mercati finanziari all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento dell'indagine, i traders online si attendono di mantenere stabili o aumentare i livelli di operatività nel breve termine.

Keywords: *online trading, trading behaviour, portfolio choices*

JEL: D14, G11, G29

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

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

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente gli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa. Si ringraziano inoltre Giovanni Petrella per gli utili consigli forniti su una versione preliminare del testo e Massimiliano Tondi per il supporto di ricerca nell'elaborazione dei risultati. Gli autori restano gli unici responsabili di errori e imprecisioni.



Features and behaviour of online traders First report on the Italian market

Alessandra Franzosi^a, Enrico Pellizzoni^b
May 2004

Abstract

There has been a significant rise in online trading by retail investors in recent years in all main financial markets, and positive growth rates are expected for the near future. Online traders behaviour presents specific features. Its analysis is especially important for the Italian equity market, that is characterised by a considerable household direct shareholding.

This paper investigates investors who regularly trade financial instruments over the Internet. It shows their portfolio structure, the number of trades on each financial product, and their opinion about online brokers and information providers. The survey indicates that Italian online traders have a good income level and education, and a professional status allowing them to manage their time with flexibility. They claim to be autonomous during the investment and trading process. They favour investments in listed products and show attitudes in line with the findings from behavioural finance theories. A prevalent or exclusive use of the Internet is made to trade. The number of trades on cash instruments and the probability to trade derivatives are positively correlated with (perceived) autonomy and financial sophistication. Italian online traders don't show any intention of abandoning Internet for their trading activity, in spite of the negative performance of financial markets during the period covered by the survey. In the short term, they expect to keep stable or to increase the number of trades.

Keywords: online trading, trading behaviour, portfolio choices

JEL: D14, G11, G29

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

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

The opinions represent the authors' view and are not expression of any Borsa Italiana orientation. The authors thank Giovanni Petrella for the useful comments on a preliminary version of the paper and Massimiliano Tondi for the research assistance. The authors are the only responsible for any possible error and inaccuracy.



1. Introduzione

Lo sviluppo dell'offerta finanziaria *online* e la sua diffusione presso un vasto pubblico hanno inciso in modo significativo sui processi decisionali, sulle modalità operative di gestione dei portafogli finanziari e sull'intero processo di esecuzione delle transazioni finanziarie degli investitori *retail*. Attraverso l'*e-banking*, è cresciuta la tempestività delle fasi dispositivo e di controllo. Attraverso il trading online, si sono ridotte le barriere operative che caratterizzano l'operatività di questa categoria di investitori. Sono aumentate le possibilità di acquisizione delle informazioni funzionali alla scelta degli strumenti su cui investire e alla determinazione del *timing* dell'investimento. Sono inoltre cresciute le possibilità di *execution* (per tempestività e sofisticazione), attraverso la riduzione dei costi e la disponibilità di sistemi di controllo in tempo reale. È stata in generale stimolata la concorrenza nell'offerta, incrementando la quantità di informazione disponibile e la possibilità di confronto diretto tra prodotti e offerte alternative. Le nuove tecnologie hanno ampliato l'operatività complessiva degli investitori *retail*, soddisfacendo una domanda latente di negoziazione diretta.

Il fenomeno del trading online, che ha preso avvio negli Stati Uniti a metà degli anni Novanta¹, ha conosciuto in Europa e in Italia una rapida accelerazione sul finire del decennio scorso. La diffusione delle nuove tecnologie Internet presso un numero crescente di famiglie e le performance eccezionalmente positive dei mercati azionari hanno sviluppato interesse per l'attività di *trading*, stimolando l'operatività diretta². La crescita della domanda ha viaggiato parallelamente a quella dell'offerta, che ha visto nuove iniziative sia da parte di *newcomers* specializzati sia da parte degli intermediari tradizionali³.

Dopo una fase di avvio e rapida crescita nel biennio 2000-2001, nel quale i conti di *e-trading* aperti in Italia sono passati da 30.000 a quasi 2 milioni (KPMG, 2003), il tasso di crescita del settore appare essersi stabilizzato su livelli inferiori, seppure notevoli; l'incremento del numero di nuovi conti aperti è stato di oltre il 20% annuo nel periodo 2002-2003. L'utilizzo del canale *online* per servizi finanziari è destinato a diffondersi ulteriormente e in maniera capillare al crescere della familiarità degli investitori con le nuove tecnologie e con la riduzione dei costi connessi al loro utilizzo. Secondo Datamonitor (2003) l'attuale tasso di penetrazione dell'*e-banking* nei paesi europei è del 16% e potrebbe raggiungere il 23% nel 2007. Gartner Group (2002) stima che negli Stati Uniti nello stesso anno raggiungerà il 30% della popolazione, dall'attuale 17%. Per quanto riguarda l'*e-tra-*

(1) Tra i principali *brokers online* statunitensi, Ameritrade ha iniziato a offrire servizi di *trading* basati su Internet nel 1994 mentre il sito Web di E*Trade è stato lanciato nel 1996. In Italia i primi servizi di questo tipo sono stati avviati nel 1996 da Directa Sim, tramite modalità di collegamento proprietarie non Internet.

(2) Per una quantificazione dettagliata del fenomeno in Italia si veda il paragrafo 2.1.

(3) Sulla base di un'indagine Banca d'Italia (2002a), nella primavera 2002 il 16% delle banche italiane considerava il canale *online* come rilevante nelle sue strategie distributive e l'1% lo considerava il canale principale di contatto con la clientela. Gli investimenti fissi in questo settore sono stati consistenti, con impatti significativi anche dal punto di vista dei bilanci degli operatori, non sempre già rientrati dalle spese sostenute. Le banche che presentavano iniziative di offerta via Internet con ricavi superiori ai costi erano il 40%, anche alla luce del fatto che solo il 4% delle operazioni condotte *online* ha carattere dispositivo ed è quindi capace di generare ricavi diretti.



ding, IDC (2004) quantifica l'attuale mercato europeo in 13 milioni di conti aperti, con tassi medi annui di crescita previsti fino al 2007 nell'ordine del 7%. Tassi di crescita simili sono attesi anche per l'Italia, con una quota sul totale del mercato dell'Europa occidentale stabile intorno al 15%.

La progressiva maggiore diffusione del trading online pone una serie di importanti interrogativi agli operatori del settore, alle società di gestione dei mercati e alle Autorità di vigilanza, in funzione sia delle opportunità aperte dallo sviluppo del settore, sia delle possibili ricadute sistemiche dell'operatività diretta su vasta scala da parte degli investitori individuali.

Tali considerazioni dovrebbero essere ancor più rilevanti per il contesto italiano, alla luce dell'elevata componente *retail* che caratterizza il mercato domestico. La capitalizzazione delle aziende italiane quotate detenuta in modo diretto dalle famiglie risparmiatrici ha raggiunto il 30% circa a fine 2000 (Filippa e Franzosi, 2001a), per fletterse di pochi punti percentuali a fine 2003. In termini di scambi complessivi, stime preliminari di Borsa Italiana quantificano nel primo trimestre 2004 come il numero di contratti conclusi sulle azioni quotate in Borsa (fase diurna) sia riconducibile per oltre il 30% all'operatività di investitori *retail* direttamente interconnessi al mercato attraverso brokers online⁴ (in controvalore l'incidenza è del 25% circa). Questa percentuale è cresciuta da inizio 2002, quando si attestava al 25%; nel corso degli ultimi mesi del 2003 aveva superato il 35%. Per le azioni del Nuovo Mercato, il peso dei privati interconnessi a inizio 2004 supera il 50% sia in termini di contratti che di controvalore. La loro incidenza nel caso dei covered warrant è prossima al 50% sul totale dei contratti e di poco superiore al 40% in termini di controvalore scambiato.

Accanto all'analisi degli effetti delle tecnologie sulla possibilità di azione da parte degli investitori *retail*, non possono essere trascurati i possibili effetti che questo scenario induce sui loro comportamenti.

La possibilità di operare e reperire l'informazione *online* può condizionarne le scelte di portafoglio e l'operatività, portandoli a sopravvalutare il proprio effettivo livello di conoscenza e il grado di controllo sui rendimenti dell'attività di negoziazione (*overconfidence*). Barber e Odean (2001a) fanno riferimento a fenomeni di *illusion of knowledge* e *illusion of control*.

Varie analisi sull'operatività dei traders online hanno evidenziato le possibili conseguenze di questi fenomeni in termini di scelte non ottimali da parte degli investitori. L'utilizzo del canale *online* accresce il numero di transazioni effettuate e riduce l'orizzonte temporale dell'investimento (Barber e Odean, 2002, Linnainmaa, 2003). Presso i traders online si registrano elevati livelli del numero medio di operazioni concluse e della *turnover* del portafoglio.

All'interno dell'operatività dei traders online si rileva una forte concentrazione a

(4) Le stime sono effettuate sulla base di un codice inserito dagli intermediari al momento dell'immissione dell'ordine sul mercato, per distinguerne la provenienza. Il contributo complessivo dell'operatività *retail online* al mercato italiano potrebbe essere sottostimato, a causa di imprecisioni nella codifica di operazioni il cui flusso di ordini è gestito da più di un intermediario.



favore degli strumenti finanziari che consentono di valorizzare appieno la possibilità di operare in tempo reale (per l'Italia si veda Banca d'Italia, 2002b). Ciò sembra avvenire nonostante la maggiore visibilità e il più semplice accesso a nuovi mercati e a nuovi prodotti offerti dal canale *online*. Anche se non esistono ricerche sulle caratteristiche dei portafogli finanziari complessivi dei soggetti che negoziano abitualmente *online*, la maggiore concentrazione dell'attività di negoziazione potrebbe comportare analoghi livelli di sottodiversificazione dello *stock* di attività finanziarie detenute.

Le conseguenze dei fenomeni di *overconfidence* sono tra le cause citate a motivazione dei livelli di *underperformance* registrati tra i *day traders* (Linnainmaa, 2003 e Jordan e Diltz, 2003), benché esistano alcune evidenze secondo cui, dopo un primo periodo di "apprendimento", essi riescono a ottenere performance positive, anche se di ammontare contenuto (Harris e Schultz, 1998). Secondo Jordan e Diltz (2003), circa il 64% dei *day traders* registra performance negative, anche se nella maggioranza dei casi le perdite sono di ammontare modesto.

Gli effetti di mercato di una progressiva crescita della diffusione di questi comportamenti sono quindi diversi: una maggiore liquidità, generata dall'incremento dell'operatività; maggiori opportunità di diversificazione; un maggior peso attribuito alla ricerca di profitti di breve termine rispetto alla definizione di un'*asset allocation* ottimale di medio periodo, che influenza sul livello di rischio sostenuto dagli investitori; una maggiore volatilità, indotta da strategie orientate allo *short term profit*; una maggiore concentrazione dell'attività di negoziazione su strumenti con minor costo di movimentazione e/o maggiori opportunità di *trading* di breve periodo (maggiore volatilità, possibilità di essere negoziati *short*, etc.).

L'importanza di queste considerazioni appare ancora più rilevante se si ritiene che i risultati empirici finora ottenuti siano una conseguenza diretta dall'uso del canale *online*, e non dipendano solo da caratteristiche distintive dei suoi attuali utilizzatori. Questo punto non è ancora del tutto chiarito e merita ulteriori approfondimenti. Nell'ipotesi secondo cui i comportamenti siano effettivamente indotti dall'uso del canale *online*, sarebbero infatti replicabili anche presso coloro che non hanno ancora assunto caratteristiche tipiche dei cosiddetti *day traders*, specie in periodi di forte instabilità nell'andamento dei mercati⁵.

Alla luce di queste implicazioni, la ricerca ha l'obiettivo di indagare le caratteristiche dei traders online in Italia, cercando di tracciare un profilo dettagliato della struttura del portafoglio detenuto, dei percorsi di scelta degli strumenti negoziati, dell'utilizzo dei diversi canali di realizzazione delle negoziazioni, dei giudizi su intermediari e servizi ricevuti, delle modalità di acquisizione dell'informazione.

Alcune indicazioni in tal senso possono essere ottenute dalle rilevazioni riguardanti in generale i comportamenti di risparmio delle famiglie italiane o da quelle effettuate presso i brokers online; l'informazione finora esistente ha però in gran parte quantificato

(5) Si pensi ad esempio all'incremento del numero di conti *online* e all'andamento crescente degli scambi azionari in Italia nel periodo 1998-2000.



l'entità del fenomeno, lasciando ampio spazio nella descrizione della profilatura dei traders online⁶.

Appare in particolare significativo analizzare le differenze tra diversi gruppi di investitori *online*. L'analisi della tipologia dei prodotti negoziati e dei canali di realizzazione delle operazioni consente di verificare se i comportamenti differenziali indotti dal canale *online* sono circoscritti ai *day traders* (che operano secondo modalità che in alcuni casi divengono quasi professionali, o che ambiscono a essere tali) e se presso gli altri investitori il canale Internet costituisce invece solo un'alternativa di realizzazione dei propri investimenti, senza per questo influenzarne l'operatività.

La ricerca è strutturata come segue. Il paragrafo 2 propone una quantificazione del fenomeno e dà conto delle modalità di campionatura adottate. Il paragrafo 3 descrive le caratteristiche dei traders online, sia dal punto di vista socio-demografico sia della tipologia di investitore. Il paragrafo 4 evidenzia gli investimenti effettuati dai TOL in termini di prodotti negoziati e livelli di movimentazione, ricostruendo le motivazioni sottostanti alla scelta e alla movimentazione di azioni e prodotti derivati. Il paragrafo 5 è dedicato ai canali di negoziazione utilizzati e alla verifica della relazione esistente tra canali tradizionali e canale *online*. Il tema delle fonti informative è toccato nel paragrafo 6, mentre nel successivo (paragrafo 7) vengono proposti alcuni scenari evolutivi. Il paragrafo 8 conclude, proponendo alcuni spunti di riflessione.

(6) Sono finora assenti nel panorama italiano lavori basati sul contenuto informativo dei conti *online* dei singoli individui. Questo tipo di ricerche, diffuse all'estero, costituirebbe un ulteriore contributo nell'indagare le effettive scelte d'investimento e di negoziazione. Ad esempio, Helsinki Exchanges mette a disposizione un *database* che contiene traccia delle negoziazioni giornaliere di tutti gli investitori che operano sul mercato azionario finlandese, distinguendo per tipologia di investitore. Le serie storiche sono disponibili dal gennaio 1995 e sono integrate da informazioni demografiche sulle caratteristiche degli investitori individuali (si vedano Grinblatt e Keloharju, 2000 e 2001; Linnainmaa, 2003). Un analogo esempio è Taiwan Exchange (si veda come riferimento Odean, 2003a). Nell'esperienza statunitense sono stati svolti diversi lavori su *databases* costituiti da campioni di conti di singoli investitori, individuali e professionali, messi a disposizione dei ricercatori dai brokers online (si veda a titolo esemplificativo Odean, 2003b).



2. Diffusione del fenomeno e modalità di realizzazione dell'indagine

2.1 Diffusione del fenomeno

Il fenomeno del *trading online* coinvolge oggi in Italia un numero piuttosto limitato di investitori, stimabile in un massimo di 400-500 mila unità (a fronte di oltre 3 milioni di investitori in azioni). In quanto fenomeno di nicchia, l'esatta quantificazione è piuttosto difficoltosa: le rilevazioni campionarie che insistono sull'intera popolazione possono infatti presentare un elevato errore statistico, mentre i dati ottenuti attraverso *survey* dirette presso gruppi di intermediari o con questionari su *web* proposti a iscritti a siti Internet finanziari permettono di coglierne solo alcuni aspetti. Le fonti informative oggi disponibili⁷, se lette in modo comparato, riescono comunque a fornire un ordine di grandezza sufficientemente preciso della diffusione del trading online in Italia. Tra le indagini campionarie effettuate presso l'intera popolazione delle famiglie italiane, Banca d'Italia (2004) indica che a fine 2002 il 3,6% delle famiglie italiane aveva utilizzato Internet come canale di collegamento a distanza con una banca o un altro intermediario finanziario⁸. Lo 0,4% delle famiglie italiane aveva negoziato titoli attraverso il canale *online*. Posto che il totale delle famiglie italiane è pari a circa 21 milioni, l'*e-banking* era quindi diffuso nel 2002 presso circa 765 mila famiglie, mentre l'*e-trading* presso circa 90 mila. BNL/Centro Einaudi (2003), nell'indagine annuale effettuata presso le famiglie risparmiatrici (circa 17,4 milioni), segnala una diffusione dei servizi bancari a distanza del 12,8% (ovvero 2,2 milioni di famiglie, per metà utenti abituali e per metà saltuari); tra gli utenti abituali, coloro che dichiarano di utilizzare il servizio bancario di trading online sono il 23,9%, ovvero circa 280 mila famiglie. KPMG (2003) utilizza come unità di riferimento i conti *online* aperti, siano essi finalizzati alla realizzazione di operazioni bancarie o conti di *e-trading*⁹. La rilevazione è effettuata mediante questionari inviati agli intermediari. Dai risultati relativi al primo semestre 2003, i conti *online* aperti sono 5,2 milioni, mentre i conti abilitati al servizio di *trading* nello stesso periodo sono pari a 2,6 milioni. Apparentemente si evidenziano quindi forti discrepanze tra le rilevazioni presso gli intermediari e le indagini

-
- (7) Nell'indagine Banca d'Italia (2004) viene sondato il numero complessivo delle famiglie italiane che utilizzano il canale *online* per collegarsi al proprio intermediario, con particolare attenzione ai servizi utilizzati. I comportamenti delle famiglie risparmiatrici sono invece oggetto d'indagine annuale da parte di BNL/Centro Einaudi (2003), dove vengono rilevati il numero di utenti che ricorrono alla banca a distanza e i servizi utilizzati, tra i quali l'*e-trading*. Un diverso approccio è seguito da KPMG (2003). La rilevazione condotta presso gli intermediari *online* stima la numerosità dei conti aperti in Italia, ne valuta il grado d'operatività e deriva ricavi e costi del business del *trading online*. I caratteri socio-demografici degli utenti sono ottenuti tramite un questionario inserito su alcuni siti di informazione finanziaria e riportati nella pubblicazione *Inside View*. Anche l'Osservatorio *e-banking* dell'Università Cattolica (2003), utilizzando informazioni messe a disposizione dagli intermediari finanziari, analizza quali prodotti sono offerti *online*, il *pricing* dei servizi e stima il fenomeno della negoziazione a distanza. Esistono infine una pluralità di attività di monitoraggio compiute dalle principali società di rilevazioni demoscopiche che colgono l'entità della negoziazione a distanza, esaminando l'accesso all'area protetta dei siti di *e-banking* e di *e-trading*.
- (8) La definizione di collegamento a distanza via Internet include sia il collegamento diretto sia il collegamento attraverso software forniti dalla banca.
- (9) Nella definizione sono considerati sia i conti aperti direttamente *online* sia i conti detenuti allo sportello bancario che possono essere movimentati anche via Internet. Un conto *online* è definito di *e-trading* quando è dotato di un conto titoli.



sulla popolazione, riconducibili a due effetti distinti. Il primo dipende dalla possibile esistenza di più conti aperti da parte di un singolo soggetto o presso una singola famiglia, anche se questo fattore sembra essere di poco conto¹⁰. In secondo luogo, a differenza della stima complessiva di KPMG, le indagini Banca d'Italia e BNL/Centro Einaudi mappano solo i comportamenti definibili come attivi, escludendo dalla quantificazione dei conti aperti quelli non movimentati. Nella rilevazione KPMG, i conti di *e-trading* su cui è stato effettuato almeno uno scambio sono 455 mila (contro complessivi 2,6 milioni di conti aperti), un ordine di grandezza più prossimo a quello delle altre due rilevazioni. Infine, l'Osservatorio *e-banking* dell'Università Cattolica (2003) censisce circa 640 mila clienti operativi nella negoziazione *online* nel 2002.

A fronte di una certa numerosità di conti *e-trading* aperti (oltre 2 milioni), appare quindi immediatamente come il numero di coloro che presentano un'operatività minima con questo canale è più esiguo (circa 500 mila). Laddove ci si concentri su un'ulteriore segmentazione per classe di movimentazione dei portafogli, sempre secondo la rilevazione KPMG (2003) i conti che presentano almeno 2 scambi al mese sono 130 mila e quelli movimentati almeno una volta al giorno poco più di 10 mila.

2.2 Campione d'indagine

La quantificazione del fenomeno e la determinazione del numero degli utenti dei servizi di *e-trading* esula dagli scopi del presente lavoro ma è utile ai fini della descrizione della popolazione di riferimento della ricerca.

L'indagine compiuta da Borsa Italiana ha l'obiettivo di analizzare i comportamenti dei traders online (da qui in poi TOL) per rilevarne le caratteristiche specifiche. Alla luce di questo obiettivo, l'attenzione è stata necessariamente posta su coloro che presentano un'operatività minima di una certa importanza, nell'ipotesi che solo presso questo segmento sia possibile rilevare comportamenti caratteristici, oltre a una valutazione critica di benefici e problemi percepiti nell'uso del canale *online*. Oggetto dell'indagine condotta da Borsa Italiana sono dunque i TOL, definiti sulla base di due criteri che devono essere verificati in modo contestuale con riferimento ai 12 mesi precedenti:

- utilizzo del canale *online* per negoziare almeno uno strumento finanziario;
- realizzazione, in media, di almeno una transazione ogni due settimane (ovvero almeno 24 negoziazioni *online* nel corso dell'ultimo anno).

La definizione di uso del canale *online* è piuttosto ampia, visto che può essere esclusivo, prevalente o complementare ad altri canali. Si deve però trattare di un utilizzo finalizzato alla realizzazione delle negoziazioni su strumenti finanziari, concentrando dunque l'interesse sul cosiddetto *e-trading* ed escludendo l'*e-banking*. Non si sono posti vincoli sulla tipologia di operatività via Internet, anche se sono stati ovviamente esclusi i casi di sola movimentazione del conto corrente *online*.

(10) KPMG (2003) ritiene che l'incidenza della detenzione di più conti non dia luogo a notevoli distorsioni; secondo stime su un universo di 5,2 milioni di conti *online*, il numero di differenti clienti ammonta a 5,14 milioni.



Si è inoltre scelto di porre una soglia minima di movimentazione del conto di *e-trading*, per escludere coloro che non lo hanno mai utilizzato nel corso dell'anno precedente o coloro che lo hanno utilizzato solo saltuariamente. Ne è discesa una segmentazione del campione per livelli di operatività che ha portato alla distinzione di due tipologie di TOL:

- sono stati definiti *day & heavy traders* (d'ora in avanti *d&h traders*) coloro che hanno movimentato almeno una tipologia di strumento finanziario con frequenza giornaliera;
- sono stati definiti TOL "attivi" coloro che, pur effettuando transazioni almeno una volta ogni 15 giorni, non hanno movimentato nessuno strumento con frequenza giornaliera.

Non ci si è dunque concentrati sui soli *d&h traders*, popolazione numericamente contenuta e nel contempo caratterizzata da logiche di comportamento assimilabili a un'attività di tipo professionale. La ricerca indaga anche il segmento di clientela dei TOL definiti attivi, comunque in grado di esprimere esigenze evolute nell'utilizzo del canale *online*, pur non ricorrendovi con frequenza giornaliera.

Poiché il segmento di utenti che si desidera indagare costituisce un aggregato contenuto in termini numerici (verosimilmente di poco superiore ai 100 mila individui complessivi), si è ulteriormente posta la difficoltà di realizzazione dell'indagine presso un campione sufficientemente ampio. Si è optato per contattare questo gruppo di investitori utilizzando come base informativa di partenza l'insieme degli utenti del sito di Borsa Italiana. L'indagine è stata realizzata attraverso un'intervista telefonica con un questionario strutturato presso un campione di 200 utenti, rappresentativi di coloro che hanno dichiarato di negoziare *online* strumenti finanziari in media almeno due volte al mese e che hanno preventivamente fornito la loro disponibilità per l'intervista. Per ulteriori dettagli sulle modalità di campionatura si rinvia all'appendice metodologica.

Per ottenere una sufficiente numerosità di interviste anche per il segmento dei *d&h traders*, così da consentirne la descrizione e il confronto con gli attivi e con gli investitori nel loro complesso, si è optato per una sua sovra-campionatura. Il peso nel campione è del 37,0%, mentre la percentuale sull'intera popolazione attiva (2 o più scambi al mese) nell'utilizzo dell'*e-trading* è pari all'8,0% e si riduce allo 0,4% sull'intero bacino di coloro che hanno aperto un conto di trading online. Questa scelta implica, ovviamente, che i risultati aggregati non possano essere immediatamente estendibili all'intera popolazione dei TOL (nel lavoro oltre al dato complessivo sarà sempre presentata anche la segmentazione per frequenza di negoziazione); acquistano piuttosto un significato specifico all'interno dei due gruppi considerati.



3 Una fotografia dei TOL in Italia

3.1 Caratteristiche socio-demografiche

Il primo passo per esaminare la figura del TOL è valutarne le caratteristiche socio-demografiche, confrontandole con quelle dell'intera popolazione italiana¹¹, dei risparmiatori *banked*¹² e degli investitori in azioni¹³ (segmentando inoltre il campione di TOL per frequenza di transazione).

Il quadro tracciato vede i TOL distinguersi in modo netto (tavola 1). Sono maschi nel 98,0% dei casi, contro il 48,7% dell'intera popolazione, il 70,0% dei risparmiatori *banked* e il 66,4% degli investitori in azioni. Questo risultato è in linea con altre rilevazioni sugli utilizzatori dei servizi finanziari *online* in Italia (secondo KPMG nel 2003 solo il 15,1% della clientela attiva su Internet era costituita da donne) e con l'evidenza empirica internazionale¹⁴.

Confrontando la ripartizione geografica di residenza con quella della popolazione italiana si ha una maggiore incidenza nel Nord Ovest (38,2% contro 24,7%) e una minore presenza nel Sud e Isole (20,1% contro 33,4%), principalmente dovuta ai TOL attivi. Non esistono grosse differenze analizzando le distribuzioni geografiche dei TOL, dei risparmiatori *banked* e degli investitori in azioni. Sul fronte delle classi d'età predomina la fascia tra i 35-44 anni (che incide per il 40,0%, contro il 22,0% della popolazione, il 27,4% dei risparmiatori *banked* e il 31,1% degli investitori in azioni). Ciò da luogo a una minore incidenza relativa sia dei giovani (19,5% contro 27,3% nella popolazione) sia di coloro che hanno più di 55 anni (20,5% contro 32,7%), benché nessuna classe d'età risulti esclusa dall'operatività *online*. Ad esempio, il 6,5% dei TOL ha più di 65 anni di età.

Si registrano peculiarità anche per professione svolta, con una forte concentrazione nella categoria dei liberi professionisti/lavoratori autonomi e degli imprenditori (complessivamente il 30,0% per i TOL, contro il 4,5% per l'intera popolazione italiana, il 12,0% per i risparmiatori *banked* e il 17,4% per gli investitori in azioni), seguita da dirigenti/alti funzionari e quadri (18,0% contro 1,7%, 4,0% e 7,5%). Sono leggermente sovrappesati gli insegnanti, mentre è minore la rilevanza tra i TOL di esercenti/artigiani (2,0%, contro 9,3%, 20,0% e 17,2%), casalinghe e operai. La quota di pensionati è inferiore a quella

(11) La distribuzione della popolazione italiana con più di 18 anni è di fonte Doxa.

(12) La distribuzione della popolazione dei risparmiatori *banked* con più di 18 anni è di fonte Doxa. Sono definiti risparmiatori *banked* coloro che possiedono almeno una minima capacità di risparmio, presunta tale ove si dichiara il possesso di un conto corrente bancario, di obbligazioni e/o di titoli di Stato.

(13) La distribuzione degli investitori in azioni è di fonte Borsa Italiana. Sono definiti investitori in azioni coloro che hanno acquistato, venduto o detenuto azioni italiane quotate nel corso degli ultimi tre anni.

(14) E' una caratteristica italiana il fatto che siano tradizionalmente gli uomini a occuparsi degli investimenti finanziari della famiglia e il fenomeno appare addirittura più netto se si considerano gli investitori caratterizzati da elevata operatività. Barber e Odean (2001b) individuano inoltre una relazione tra sesso e numero di negoziazioni effettuate. Gli uomini tenderebbero a effettuare un numero di *trades* significativamente maggiore di quello delle donne poiché, nell'ambito della finanza, sarebbero maggiormente propensi a fenomeni di *overconfidence*. Essendo il presente lavoro circoscritto a investitori dall'elevata operatività, non sorprende l'incidenza prevalente di maschi tra i TOL.



della popolazione italiana, in linea con quella degli investitori *banked* ma superiore a quella degli investitori in azioni. Il valore è notevole e pari al 16,0% del totale (superato solo dal gruppo dei liberi professionisti/lavoratori autonomi e dagli impiegati).

Tavola 1 - Caratteristiche demografiche dei TOL⁽¹⁾

Caratteristiche	Popolazione italiana	Risparmiatori banked	Investitori in azioni	TOL (totale)		
				TOL Day & heavy	Attivi	
Sesso						
Maschio	48.7%	70.0%	66.4%	98.0%	98.6%	97.6%
Femmina	51.3%	30.0%	33.6%	2.0%	1.4%	2.4%
Area geografica						
Nord Ovest	24.7%	36.7%	41.5%	38.2%	37.8%	38.4%
Nord Est	21.9%	21.3%	21.2%	20.6%	20.3%	20.8%
Centro	20.1%	19.3%	19.1%	21.1%	10.8%	27.2%
Sud e Isole	33.4%	22.7%	18.2%	20.1%	31.1%	13.6%
Classi d'età						
18-34 anni	27.3%	21.4%	21.2%	19.5%	17.6%	20.6%
35-44 anni	22.0%	27.4%	31.1%	40.0%	39.2%	40.5%
45-54 anni	18.0%	27.0%	30.1%	19.5%	24.3%	16.7%
Oltre 55 anni	32.7%	24.2%	17.6%	20.5%	18.9%	21.4%
Non indica	-	-	-	0.5%	-	0.8%
Condizione professionale						
Imprenditore	{ 4.5%	3.4%	4.7%	3.0%	2.7%	3.2%
Libero professionista, lavoratore autonomo		8.6%	12.7%	27.0%	35.1%	22.2%
Dirigente, funzionario	0.7%	{ 4.0%	5.3%	15.0%	8.1%	19.0%
Quadro	1.0%		2.2%	3.0%	1.4%	4.0%
Insegnante	2.6%	4.0%	3.9%	4.5%	6.8%	3.2%
Impiegato	17.1%	23.8%	25.0%	24.0%	20.3%	26.2%
Esercente, artigiano	9.3%	20.0%	17.2%	2.0%	2.7%	1.6%
Agricoltore	0.9%	1.3%	0.7%	-	-	-
Casalinga	14.1%	3.5%	5.2%	0.5%	1.4%	-
Operaio	12.6%	14.1%	11.1%	1.0%	-	1.6%
Pensionato	22.1%	16.4%	11.1%	16.0%	17.6%	15.1%
Disoccupato, in attesa di prima occupazione	4.6%	{ 0.8%	0.4%	1.5%	2.7%	0.8%
Studente	10.6%		0.4%	2.5%	1.4%	3.2%
Di cui: trader online	-	-	-	2.5%	4.1%	1.6%
(non dipendente di società finanziaria)	-	-	-	-	-	-
Di cui: consulente, promotore finanziario	-	-	-	7.5%	12.2%	4.8%
Livello d'istruzione						
Università	6.7%	14.9%	22.2%	40.0%	37.8%	41.3%
Scuola media superiore	35.4%	36.3%	54.1%	52.0%	52.7%	51.6%
Scuola media inferiore	38.6%	30.9%	20.3%	7.5%	9.5%	6.3%
Scuola elementare	16.7%	17.6%	3.4%	-	-	-
Nessuna	2.6%	0.3%	-	-	-	-
Non indica	-	-	-	0.5%	-	0.8%

(1) La distribuzione della popolazione italiana e dei risparmiatori banked sono di fonte Doxa (2003); quella degli investitori in azioni è di fonte Borsa Italiana (2004)

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D e Doxa

Il 7,5% dei TOL ha inoltre esplicitamente dichiarato di svolgere un'attività professionale di consulente o promotore finanziario e tra questi è più probabile trovare *d&h traders* piuttosto che attivi (12,2% rispetto al 4,8%). Il 2,5% degli intervistati si definisce un TOL di professione.



Infine, esaminando il grado d'istruzione si osserva un livello medio nettamente più elevato rispetto all'intera popolazione italiana. Il 40,0% degli intervistati ha conseguito una laurea (6,7% nella popolazione italiana) e il 52,0% dichiara di avere un diploma di scuola media superiore (35,4% nella popolazione italiana). Per confronto, il numero di laureati tra i detentori di azioni è del 22,2%.

Provando dunque a tracciare un identikit sintetico del negoziatore *online* si individua un uomo, residente nel Nord Ovest, tra i 35-44 anni, che svolge la libera professione o è lavoratore autonomo, ed è laureato. Questa profilatura appare simile indipendentemente dal livello di operatività. Laddove si riscontrano differenze in base alla frequenza di utilizzo del canale, queste sono dovute alla maggiore presenza tra i *d&h traders*, rispetto agli attivi, di persone residenti nel Sud e Isole, appartenenti alla fascia d'età tra 45-55 anni, con un profilo lavorativo da libero professionista o lavoratore autonomo, insegnante, artigiano o pensionato.

Tavola 2 - Caratteristiche familiari e livello di reddito⁽¹⁾

Caratteristiche	Popolazione italiana	Risparmiatori banked	Investitori in azioni	TOL		
				TOL (totale)	Day & heavy	Attivi
Stato civile						
Celibe/nubile	31.1%	18.3%	23.1%	25.5%	24.3%	26.2%
Coniugato	57.6%	67.8%	65.3%	66.5%	63.5%	68.3%
Vedovo	6.9%	6.7%	3.6%	1.0%	1.4%	0.8%
Divorziato, separato	4.4%	7.0%	8.0%	7.0%	10.8%	4.8%
Numero di portatori di reddito						
Una persona	46.0%	36.9%	32.9%	44.0%	47.3%	42.1%
Due persone	40.8%	50.0%	54.1%	45.0%	44.6%	45.2%
Tre persone	10.4%	10.2%	10.5%	6.5%	4.1%	7.9%
Quattro o più persone	2.7%	2.9%	2.5%	3.0%	2.7%	3.2%
Non indica	-	-	-	1.5%	1.4%	1.6%
Reddito mensile netto della famiglia (euro)						
Fino a 1 033	29.3%	12.7%	4.9%	1.5%	1.4%	1.6%
Da 1 033 a 2 582	49.8%	58.2%	34.8%	30.0%	32.4%	28.6%
Da 2 582 a 5 165	18.5%	25.5%	23.0%	42.5%	41.9%	42.9%
Da 5 165 a 7 747	1.8%	} 3.6%	1.6%	5.5%	8.1%	4.0%
Oltre 7 747	0.6%		1.5%	5.0%	6.8%	4.0%
Non sa/risponde	-	-	34.2%	15.5%	9.5%	19.0%

(1) La distribuzione della popolazione italiana è di fonte Doxa (2003), a eccezione delle classi di reddito, ottenute da Banca d'Italia (2004); quella dei risparmiatori banked è di fonte Doxa (2003); quella degli investitori in azioni è di fonte Borsa Italiana (2004); le classi non sono perfettamente allineate

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

Dal punto di vista del contesto familiare di appartenenza (tavola 2), il 66,5% dei TOL è coniugato, coerentemente con la già rilevata concentrazione nella fascia d'età tra i 35-45 anni.

Sul fronte del tenore di vita e del reddito della famiglia, è elevato il numero di coloro che hanno dichiarato di appartenere a classi di reddito medio-alte: il 53,0% ha un reddito netto mensile maggiore di 2.582 euro, contro il 20,9% della popolazione italiana. A causa della particolare sensibilità che gli intervistati presentano alla divulgazione della propria situazione economica, la percentuale di coloro che ha preferito non rispondere



ammonta al 15,5%. A costoro è stato comunque chiesto di indicare se il reddito del proprio nucleo familiare sia superiore alla soglia di 2.582 euro; il 35,5% ha risposto affermativamente e il 19,3% negativamente; il 45,2% ha continuato a non rispondere. I portatori di reddito all'interno del nucleo familiare sono, in linea con quanto indicato per la popolazione, uno (44,0%) oppure due (45,0%).

3.2 Orizzonte temporale e autonomia decisionale

Dall'analisi della popolazione oggetto dell'indagine scaturisce un profilo di investitore con caratteristiche distintive.

Tavola 3 - Orizzonte temporale degli investimenti *online*

Rispetto agli altri investimenti quello <i>online</i> è:	TOL	Day & heavy	Attivi
Uguale	37.5%	31.1%	41.3%
Più breve	51.0%	55.4%	48.4%
Più lungo	3.5%	2.7%	4.0%
Non sa/non indica	8.0%	10.8%	6.3%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Un primo aspetto riguarda la valutazione dell'orizzonte temporale di investimento attribuita da questi soggetti agli investimenti effettuati *online*. Come mostrato dalla tavola 3, ben il 51,0% degli intervistati ritiene infatti che gli investimenti *online* si caratterizzino per un orizzonte temporale di più breve termine rispetto alle altre tipologie di investimenti, mentre solo il 3,5% vi associa un orizzonte d'investimento più lungo. Il risultato è coerente con almeno due tipologie di comportamento: da un lato i TOL potrebbero effettivamente presentare un'attitudine di più breve termine alla gestione di portafoglio, dovuta a comportamenti di *overconfidence* associati al canale *online* (Barber e Odean, 2002). Non si può però trascurare la possibilità che il differente orizzonte temporale sia dovuto al fatto che gli investitori concentrano volutamente presso il portafoglio gestito *online* gli investimenti con orizzonte temporale più breve, mantenendo presso altri canali la quota di portafoglio utilizzato tipicamente per esigenze di più lungo termine¹⁵.

In entrambi i casi, comunque, al canale *online* si associano dinamiche d'investimento di più breve periodo. Questa tendenza risulta marginalmente più accentuata presso i *d&h traders*.

All'*online trading* è associata inoltre la possibilità di operare con un elevato grado di autonomia decisionale e quindi con un ridotto o assente ricorso al supporto di intermediari professionali. L'elevato livello di autonomia decisionale, effettiva e desiderata, è tipica dei risparmiatori italiani e degli investitori in azioni in particolare (Filippa e Franzosi,

(15) I risultati di un *focus group* qualitativo svolto preliminarmente all'indagine quantitativa hanno messo in luce l'esistenza, nella percezione degli intervistati, di una sorta di "separazione" dei patrimoni gestiti. Quello gestito *online* è caratterizzato da movimentazione elevata, di breve termine e da una componente in un certo senso ludica nella realizzazione delle operazioni. L'altro, gestito presso un intermediario tradizionale, è finalizzato ai bisogni d'investimento di più lungo termine. Questo atteggiamento è coerente con le teorie comportamentali note in letteratura come *mental accounting* (Thaler, 1990).



2001b). Nell'utilizzo del canale *online* essa trova ulteriore conferma e ne risulta addirittura più accentuata¹⁶. La tavola 4 segnala come il 78,0% dei TOL intervistati dichiari di decidere autonomamente come movimentare il proprio portafoglio *online*. La percentuale è decrescente al ridursi della numerosità delle operazioni effettuate (86,5% tra i *d&h traders* e 73,0% tra gli attivi). Laddove la decisione non è presa in completa autonomia, il referente non è di norma un soggetto professionale ma il *network* informale di *forum/newsgroups* o gli amici e conoscenti. La fattispecie secondo la quale presso i TOL la fase decisionale viene condivisa con un professionista risulta un fatto assolutamente sporadico (4,0% degli intervistati). L'elevata autonomia decisionale trova peraltro corrispondenza nelle motivazioni sottostanti le decisioni di investimento e nelle scelte informative effettuate da questi soggetti, che verranno trattate nei paragrafi successivi.

Tavola 4 - Autonomia decisionale nella movimentazione del portafoglio *online*

Modalità di decisione	TOL	Day & heavy	Attivi
Decido autonomamente	78.0%	86.5%*	73.0%*
Prima contatto il consulente e poi effettuo la negoziazione	2.5%	1.4%	3.2%
Il consulente mi contatta quando è opportuno movimentare	1.5%	1.4%	1.6%
Consulto <i>forum/newsgroups</i> o amici/conoscenti e poi decido	18.0%	10.8%	22.2%

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

3.3 Livelli di sofisticazione, esperienza e conoscenza

Il tema della piena consapevolezza delle scelte finanziarie, alla base del livello di sofisticazione effettivo di un investitore, assume particolare enfasi per l'utilizzatore del canale *online*, in funzione della completa autonomia in cui spesso opera e delle potenzialità rese disponibili dallo strumento. Una rilevanza ancora maggiore deriva dai possibili effetti comportamentali che possono essere indotti dall'utilizzo di questo canale. L'immediatezza e il quantitativo di informazione disponibile su Internet può accrescere la percezione della propria competenza effettiva. Affinché questa si traduca in una migliore capacità decisionale, deve però tramutarsi in una reale maggiore cognizione dei temi finanziari e in una maggiore capacità di selezionare l'informazione rilevante. Meccanismi di *illusion of knowledge* (Odean, 2001a) possono essere diffusi presso questo segmento di investitori, dando luogo a comportamenti non ottimali.

E' però difficile quantificare in via diretta l'effettivo livello di sofisticazione, che si sostanzia in una maggiore capacità di operare in modo consapevole su strumenti complessi e con strategie di *trading* avanzate. Si è quindi utilizzato un indicatore di sofisticazione *self-reported* (come in Dorn e Huberman, 2002), rilevato da una pluralità di indicatori di conoscenza ed esperienza, complementari nel descrivere i diversi aspetti che costituiscono tale caratteristica. Ciò non elimina ovviamente i problemi legati all'eccesso di

(16) Secondo Basubramanian, Konanan, Menon (1999) il cosiddetto *feeling of empowerment*, dovuto anche a un trascorso di buone performance realizzate, è una delle ragioni per cui gli investitori scelgono di passare da altri canali all'*online trading*.



confidence (differenza tra conoscenza effettiva e percepita) o alle possibili differenze tra conoscenza ed effettiva sofisticazione.

Una prima indicazione, che può servire per misurare almeno la componente di sofisticazione che attiene alle modalità di negoziazione degli strumenti disponibili *online*, deriva dalla lunghezza del periodo di utilizzo di strumenti di *e-trading*¹⁷.

Come mostrato dalla tavola 5, il campione considerato mostra già una discreta consuetudine all'uso del canale *online*; il 72,0% degli intervistati ha almeno tre anni di esperienza come TOL e il 91,0% almeno due. I dati relativi ai *d&h traders* indicano inoltre una correlazione positiva tra operatività media ed esperienza. Ad esempio, tra i *d&h traders* il 44,7% degli intervistati ha almeno quattro anni di esperienza e il 77,1% almeno tre, percentuali che si riducono al 33,4% e all'69,1% tra gli attivi.

Tavola 5 - Livelli di esperienza nell'operatività *online*

Ha iniziato a negoziare online:	TOL		Day & heavy		Attivi	
	Quota	Cumulato	Quota	Cumulato	Quota	Cumulato
Fase di consolidamento						
Da circa 1 anno (nel corso del 2003)	9.0%	100.0%	8.1%	100.1%	9.5%	100.0%
Da circa 2 anni (nel corso del 2002)	19.0%	91.0%	14.9%	92.0%	21.4%	90.5%
Fase di crescita						
Da circa 3 anni (nel corso del 2001)	34.5%	72.0%	32.4%	77.1%	35.7%	69.1%
Da circa 4 anni (nel corso del 2000)	18.5%	37.5%	20.3%	44.7%	17.5%	33.4%
Fase di avvio						
Da circa 5 anni (nel corso del 1999)	15.5%	19.0%	17.6%	24.4%	14.3%	15.9%
Da più di 5 anni (prima del 1999)	3.5%	3.5%	6.8%	6.8%	1.6%	1.6%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Interpretando il tempo di utilizzo dello strumento quale indicatore di sofisticazione, questa relazione positiva tra esperienza e operatività può essere ricondotta ai processi conoscitivi e comportamentali: al crescere della familiarità con lo strumento tende a crescere anche la frequenza di operatività. Vi possono però essere anche motivazioni differenti, legate ad aspetti non direttamente connessi al grado di sofisticazione. Oltre al possibile *survivorship bias* (l'indagine non considera chi ha abbandonato l'utilizzo dell'*online* prima del 2003), un'interpretazione risiede nel fatto che la prima ondata di sviluppo del settore potrebbe aver fatto presa sui segmenti di investitori più sensibili ai benefici del canale e dunque più operativi, mentre è possibile che nella fase attuale si stia avvicinando all'*online* la clientela fisiologicamente meno dinamica. Un'ulteriore fattore potrebbe riguardare il *timing* di inizio dell'operatività. Tra gli investitori attivi è più elevata la percentuale di coloro che hanno iniziato a negoziare *online* durante la fase di flessione dei mercati (il 30,9% ha iniziato a partire dalla fine del 2001); un momento tipicamente carat-

(17) Un'interessante informazione desumibile da questi dati è rappresentata dalla quantificazione delle *waves* di sviluppo del settore dell'*e-trading* in Italia. Dopo una fase di avvio che può essere fatta risalire alla fine degli anni Novanta (con tassi di adesione crescenti fino al 2001), il biennio 2000-2001 ha segnato il momento di massima espansione del fenomeno. Il 53,0% degli intervistati si è infatti avvicinato al canale *online* in quel periodo. A partire dal 2002 si è entrati in una fase di stabilità e consolidamento: il 19,0% degli intervistati si è avvicinato al trading online nel 2002 e il 9,0% nel corso del 2003.



terizzato da minore euforia e da più difficili opportunità di investimento da cogliere.

Se l'esperienza di utilizzo del canale *online* può rappresentare un primo segnale di sofisticazione dei TOL, un indicatore complementare è rappresentato dal tempo dedicato all'attività di investimento, al crescere del quale dovrebbe essere più elevato quantomeno il livello di aggiornamento sulla situazione corrente e prospettica dei mercati (sulla tipologia delle fonti informative utilizzate si ritornerà ampiamente nel paragrafo 6). La tavola 6 riporta la distribuzione del tempo impiegato durante la settimana per effettuare investimenti *online*, tra cui la raccolta di informazioni e suggerimenti, le relazioni con i propri consulenti e la realizzazione delle transazioni. I TOL intervistati dedicano a queste attività una parte rilevante del loro tempo: l'89,5% impiega almeno tre ore per settimana e più della metà (51,5%) oltre 10 ore. Il tempo dedicato cresce con l'aumentare dell'operatività. Il 75,7% dei *d&h traders* dichiara di impiegare più di 10 ore alla settimana, contro il 37,3% degli investitori attivi. Per questi ultimi la frequenza maggiore è nella fascia compresa fra le 3 e 10 ore (46,8%). Il livello di assiduità di questo segmento di investitori è reso più evidente se si considera che, sulla pluralità degli investitori in azioni (Filippa e Franzosi, 2001), più della metà dichiara di impiegare meno di un'ora alla settimana per monitorare le proprie scelte d'investimento.

Tavola 6 - Tempo dedicato agli investimenti *online* per settimana

	TOL	Day & heavy	Attivi
Fino a un'ora	3.5%	1.4%	4.8%
Da un'ora a tre	7.0%	-*	11.1%*
Da tre a dieci ore	38.0%	23.0%*	46.8%*
Da dieci a quindici ore	23.5%	28.4%	20.6%
Più di quindici ore	28.0%	47.3%*	16.7%*

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Tavola 7 - Frequenza a corsi di formazione

	TOL	Day & heavy	Attivi
Un corso universitario	6.0%	9.5%	4.0%
Un corso post-universitario	5.0%	4.1%	5.6%
Un corso serale	0.5%	1.4%	-
Un corso aziendale	14.0%	21.6%*	9.5%*
Un corso di un intermediario	15.0%	17.6%	13.5%
Corsi di altro tipo	3.5%	4.1%	3.2%
Non ho mai frequentato	56.0%	41.6%*	64.3%*

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Sempre nella direzione di descrivere il grado di sofisticazione dei TOL, sono stati toccati due aspetti riconducibili all'*education*. Il primo è la partecipazione a corsi di formazione su tematiche finanziarie (tavola 7). Si valuta in tal modo se le conoscenze dei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari e degli strumenti negoziati siano state apprese solo autonomamente, o se ciò sia avvenuto anche in modo strutturato. Il 44,0% degli intervistati ha dichiarato di aver partecipato a qualche corso di formazione su temi



legati ai meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari e dei prodotti: ciò è avvenuto in particolare attraverso corsi organizzati da un intermediario (15,0%) o dalla propria azienda (14,0%), in parte a causa della provenienza professionale (dal settore finanziario) di alcuni degli intervistati. Il 91,0% di coloro che si sono dichiarati promotori o consulenti finanziari ha frequentato un corso di formazione. Anche per questo aspetto, il confronto con l'insieme degli investitori in azioni, per i quali solo il 3,0% ha dichiarato d'aver seguito un corso di approfondimento, evidenzia come i TOL si caratterizzano per un maggior livello di formazione strutturata.

Infine, l'effettivo livello di conoscenza finanziaria dei mercati e degli strumenti finanziari da parte dei TOL è stato testato attraverso alcuni quesiti che avevano la finalità di accertare il possesso di alcune nozioni specifiche (tavola 8). La percentuale di risposte corrette date dai TOL è pari all'83,3%, con un voto medio di 6,66 su un massimo di 8. Oltre al valore assoluto del dato, è interessante osservare che i temi relativamente meno noti sono quelli riguardanti in generale la struttura dei mercati (il 46,0% ha risposto correttamente a tutte le domande), mentre sono più conosciute le caratteristiche dei prodotti (55,0%). Suddividendo il campione per operatività, i *d&h traders* si caratterizzano per un livello di formazione maggiore, anche se solo marginalmente.

Tavola 8 - Livello effettivo di conoscenza finanziaria⁽¹⁾

Livello conoscenza	TOL	Day & heavy	Attivi
Conoscenza complessiva			
- voto medio (max 8)	6.66	6.81	6.58
- quota % di tutte risposte corrette	31.0%	35.1%	28.6%
- quota % di una o nessuna risposta corretta	0.0%	0.0%	0.0%
Conoscenza dei mercati			
- voto medio (max 4)	3.24	3.32	3.19
- quota % di tutte risposte corrette	46.0%	48.7%	44.4%
- quota % di una o nessuna risposta corretta	3.5%	2.7%	4.0%
Conoscenza dei prodotti			
- voto medio (max 4)	3.42	3.49	3.39
- quota % di tutte risposte corrette	55.0%	59.5%	52.4%
- quota % di una o nessuna risposta corretta	2.0%	1.3%	2.4%

(1) Misurato dalla correttezza delle risposte a otto domande di tipo vero/falso
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Nel complesso l'utilizzo del canale *online* sembra accompagnarsi a elevati livelli di autonomia decisionale, a un approccio di più breve termine nella gestione del portafoglio negoziato via Internet, a più elevati livelli di sofisticazione, misurati dall'esperienza e dalla conoscenza finanziaria effettiva e indiretta. L'autonomia e la sofisticazione tendono inoltre a crescere con il livello di operatività dei soggetti. Sintetizzando le informazioni provenienti dalle domande precedenti in un livello di sofisticazione complessivo (descritto nel Riquadro 1), la correlazione tra tipologia di *trader* e livello di sofisticazione è infatti positiva e significativa.

Va ricordato che, analogamente alla relazione tra livello di utilizzo del canale *online* e livello di autonomia dei *traders*, è difficile ipotizzare un chiaro nesso di causalità tra le caratteristiche dei TOL che sono state appena descritte. E' infatti plausibile ipotizzare sia che



il canale Internet venga utilizzato (e in misura maggiore) da soggetti con maggiore sofisticazione sia che il suo utilizzo favorisca effettivamente una maggiore conoscenza/sofisticazione finanziaria attraverso un più rapido ed esteso accesso all'informazione. Dal punto di vista metodologico è comunque importante sottolineare l'esistenza di questa relazione positiva tra operatività e sofisticazione, poiché ciò significa implicitamente che, suddividendo il campione per il livello di operatività, è possibile avere indicazioni anche su comportamenti differenziali in funzione del diverso grado di sofisticazione dei Tol.

Riquadro 1 – Indice di sofisticazione finanziaria *self-reported*

Nel paragrafo 3.3 sono state proposte più misure di sofisticazione finanziaria dei Tol, sia dirette sia indirette. E' però interessante ottenere un unico indicatore sintetico, al fine di verificare se alcuni comportamenti possono essere legati al livello complessivo di sofisticazione mostrato dall'investitore. A tal fine si sono utilizzati i seguenti parametri:

- l'esperienza quale Tol, misurata in numero di anni di esperienza e di operatività con il canale *online*;
- la partecipazione ad almeno un corso di formazione su temi finanziari;
- la conoscenza effettiva su temi finanziari (mercati e prodotti), misurata come numero di risposte corrette a otto domande (vero/falso) proposte;
- il tempo dedicato all'attività di investimento (per informarsi e negoziare), trasformato in logaritmi per tenere conto di un'efficacia decrescente del tempo dedicato all'attività di investimento.

Anche se esiste una correlazione positiva tra i quattro indicatori considerati, essa non è in valore assoluto così elevata da segnalare una duplicazione di informazione all'interno dell'indicatore sintetico. L'aggregazione è stata effettuata pesando in modo equivalente le quattro informazioni; l'indicatore sintetico di sofisticazione così ottenuto può assumere valori compresi tra un minimo di zero e un massimo di quattro.

Il campione dei Tol è stato ripartito in tre classi (bassa, media e alta sofisticazione) della medesima numerosità. Mettendo in relazione il livello di sofisticazione con la frequenza di negoziazione, le due variabili appaiono correlate positivamente: il 48,7% dei *d&h traders* ha un livello di sofisticazione elevato (il 24,6% tra gli attivi) e il 37,8% un livello medio (il 31,0% degli attivi).

Correlazione tra sofisticazione e operatività

Sofisticazione	Operatività	
	Day & heavy	Attivi
Bassa	13.5%*	44.4%*
Media	37.8%	31.0%
Alta	48.7%*	24.6%*

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



4. Portafoglio e operatività degli investitori *online*

Alcuni autori (tra cui Odean, 1998 e Barber e Odean, 2002) segnalano come gli investitori passati al canale *online* tendano a essere mediamente più operativi e ad avere un approccio più speculativo nella gestione del loro portafoglio. Ai TOL si tende inoltre ad attribuire la detenzione di portafogli poco diversificati. La principale spiegazione di questi comportamenti è individuata in ragioni di *overconfidence* nelle proprie capacità di effettuare negoziazioni profittevoli; è indotta dall'utilizzo del canale *online* poiché l'uso di questo specifico mezzo di negoziazione accresce la possibilità di controllo tecnico sulla realizzazione del *trade*, conferisce una maggiore autonomia, riduce i costi e i tempi di realizzazione, aumenta in modo significativo il flusso informativo di cui si dispone. I paragrafi seguenti analizzano i comportamenti dei TOL italiani per composizione del portafoglio e livelli di operatività, anche alla luce di queste considerazioni.

4.1 Struttura del portafoglio

La struttura del portafoglio è descritta integrando le indicazioni provenienti da due definizioni, la prima che riguarda la situazione attuale (*stock corrente*), la seconda che considera quanto accaduto durante l'arco temporale degli ultimi tre anni (flussi). La sola fotografia della composizione del portafoglio al momento dell'intervista presenta infatti alcuni problemi interpretativi dovuti alle caratteristiche dell'operatività di questa tipologia di investitori. L'effetto di un'attività di negoziazione con elevata frequenza e prevalentemente legata a finalità di *trading* di breve periodo, più che di investimento di medio termine, potrebbe infatti portare a sottostimare la diffusione degli strumenti finanziari se misurata in un dato istante temporale, semplicemente perché alcuni - di solito acquistati e venduti nel corso di un breve periodo o addirittura *intraday* - potrebbero non essere in quel momento presenti all'interno del portafoglio dei TOL.

Al fine di evitare questa distorsione, la struttura del portafoglio è stata fotografata anche facendo riferimento alle tipologie di strumenti finanziari detenuti o negoziati nel corso degli ultimi tre anni. Pur non trattandosi di un portafoglio effettivamente detenuto dagli investitori, tale misura traccia in modo più esteso l'area di operatività nel medio periodo (che definiremo da qui in poi come gli "investimenti" effettuati dai TOL negli ultimi tre anni), cogliendo anche gli strumenti detenuti per brevi lassi di tempo. La differenza tra le due composizioni può essere interpretata, oltre che come indicatore dell'operatività di breve periodo dei TOL, anche come segnale di un possibile abbandono della detenzione di alcune categorie di strumenti finanziari all'interno dell'orizzonte temporale di misurazione. Appare difficile, sulla base dei dati disponibili, discriminare tra le due possibili spiegazioni.

Il portafoglio attuale dei TOL è accomunato dall'elevata diffusione di tipologie di investimenti quotati e tipicamente dei titoli azionari: in 9 casi su 10 sono infatti incluse azioni (89,5%), prevalentemente italiane (87,5%). Questo primo risultato è importante in quanto trasversale a tutti gli intervistati; la percentuale rimane estremamente elevata indipendentemente dal grado di operatività effettiva, dall'esperienza di operatività *online*,



dalle caratteristiche socio-demografiche dei TOL, dal livello di istruzione e di conoscenza finanziaria.

Tavola 9 - Il portafoglio attuale dei TOL⁽¹⁾

Strumenti	TOL	Day & heavy	Attivi
Titoli di Stato	17.5%	18.9%	16.7%
Titoli obbligazionari	29.0%	32.4%	27.0%
Azioni:	89.5%	90.5%	88.9%
- di società quotate presso Borsa Italiana	87.5%	86.5%	88.1%
- di società quotate su Borse estere	33.0%	41.9%	27.8%
Fondi comuni di investimento azionario	39.5%	29.7%*	45.2%*
Fondi comuni di investimento monetari, obbligazionari e bilanciati	26.5%	16.2%*	32.5%*
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari (Gpm)	6.5%	8.1%	5.6%
Gestioni patrimoniali in fondi comuni (Gpf)	6.5%	4.1%	7.9%
Polizze assicurative vita o pensionistiche	36.0%	33.8%	37.3%
Fondi pensione o FIP	17.5%	14.9%	19.0%
Strumenti derivati:	25.0%	36.5%	18.3%
- Covered warrant e certificates	11.5%	12.2%	11.1%
- Futures e opzioni	16.0%	29.7%*	7.9%*
EtF	7.0%	6.8%	7.1%
Grado di diversificazione ⁽²⁾	3.34 (2.01)	3.35 (2.12)	3.33 (2.05)

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di detenere in portafoglio al momento dell'indagine lo strumento corrispondente

(2) Numero medio (deviazione standard) di tipologie di strumenti finanziari in portafoglio

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

L'azionariato diretto è più diffuso rispetto agli strumenti del risparmio gestito. A fronte del 90% circa di investitori che possiedono direttamente azioni italiane o estere, solo la metà (44,5%) possiede fondi di investimento, nel 39,5% dei casi di tipo azionario e nel 26,5% monetari, obbligazionari o bilanciati. Coerentemente con il profilo dell'attività di *trading*, la detenzione di fondi comuni è più diffusa nel sottogruppo degli attivi rispetto ai *d&h traders*. Gli EtF sono attualmente detenuti dal 7,0% dei TOL, equamente ripartiti tra i due gruppi di investitori. Il 40% circa dei detentori di azioni in modo diretto vi affianca fondi comuni d'investimento azionario, segnalando come i due prodotti tendano probabilmente a soddisfare esigenze di investimento complementari. In un caso su quattro (25,0%) sono presenti nel portafoglio strumenti derivati, siano essi covered warrant (11,5%) o strumenti IDEM (16,0%). La presenza di azioni estere, futures e opzioni cresce notevolmente tra i *d&h traders* (41,9% le prime, 29,7% i secondi). Appare rilevante osservare come in generale l'investimento in titoli obbligazionari sia più diffuso rispetto ai titoli di Stato (29,0% contro 17,5%). Completano il quadro le polizze assicurative (36,0%) e i fondi pensione o forme di investimento previdenziale (17,5%). Gli investimenti effettuati dai TOL oggetto di indagine sono relativamente diversificati: tra le 13 macro-categorie di strumenti finanziari citati in tavola 9 la metà ne possiede più di 3 (3,3 il dato medio).

**Tavola 10 - Gli investimenti dei TOL negli ultimi tre anni⁽¹⁾**

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	Totale	Online ⁽²⁾	Totale	Online ⁽²⁾	Totale	Online ⁽²⁾
Titoli di Stato	34.5%	19.5%	31.1%	20.3%	36.5%	19.0%
Titoli obbligazionari	47.0%	23.0%	45.9%	24.3%	47.6%	22.2%
Azioni:	98.5%	95.0%	100.0%	96.0%	97.6%	94.4%
- di società quotate presso Borsa Italiana	98.0%	94.5%	98.6%	94.6%	97.6%	94.4%
- di società quotate su Borse estere	44.5%	38.5%	54.1%	48.6%*	38.9%	32.5%*
Fondi comuni di investimento azionario	51.0%	18.0%	41.9%	16.2%	56.3%	19.0%
Fondi comuni di investimento monetari, obbligazionari e bilanciati	40.0%	14.5%	31.1%	12.2%	45.2%	15.9%
Gestioni patrimoniali in strumenti finanziari (Gpm)	13.0%	2.5%	14.9%	1.4%	11.9%	3.2%
Gestioni patrimoniali in fondi comuni (Gpf)	16.5%	5.5%	20.3%	5.4%	14.3%	5.6%
Polizze assicurative vita o pensionistiche	51.5%	4.5%	54.1%	4.1%	50.0%	4.8%
Fondi pensione o FIP	22.5%	2.5%	23.0%	2.7%	22.2%	2.4%
Strumenti derivati:	53.0%	43.0%	62.2%	54.1%	47.6%	36.5%
- Covered warrant e certificates	39.0%	29.5%	39.2%	29.7%	38.9%	29.4%
- Futures e opzioni	30.5%	24.0%	44.6%*	39.2%*	22.2%*	15.1%*
ETF	11.0%	9.0%	13.5%	12.2%	9.5%	7.1%
Grado di diversificazione ⁽³⁾	6.51 (2.65)	3.11 (1.98)	6.74 (2.85)	3.38 (2.18)	6.37 (2.53)	2.94 (1.85)

(1) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato o detenuto nel corso degli ultimi tre anni lo strumento corrispondente

(2) Percentuale di intervistati che ha dichiarato di aver negoziato online lo strumento corrispondente

(3) Numero medio (deviazione standard) di tipologie di strumenti finanziari negoziati o detenuti in portafoglio negli ultimi tre anni

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Analizzando gli investimenti effettuati negli ultimi tre anni¹⁸, pressoché la totalità del campione indagato (98,5%) ha negoziato o detenuto azioni italiane quotate. La metà circa degli intervistati ha effettuato negoziazioni o detenuto anche azioni di società quotate su mercati esteri (44,5%) o ha movimentato strumenti derivati (53,0%). Anche l'operatività su queste tipologie di strumenti, così come la detenzione nel portafoglio attuale, è correlata positivamente all'operatività: tra i *d&h traders* l'investimento in azioni estere è effettuato dal 54,1% e quello su strumenti derivati dal 62,2%. La negoziazione o detenzione di titoli di Stato e titoli obbligazionari ha riguardato rispettivamente il 34,5% e il 47,0% degli intervistati. Sul fronte dei prodotti del risparmio gestito, il 57,5% ha detenuto, comprato o venduto fondi comuni d'investimento: il 51,0% di tipo azionario e il 40,0% monetari, obbligazionari o bilanciati. E' inoltre da rilevare che il ricorso ai fondi comuni di investimento cresce al ridursi dell'operatività online degli investitori: tra gli attivi il 56,3% ha negoziato o detenuto fondi azionari e il 45,2% altre tipologie di fondi, contro il 41,9% e il 31,1% dei *d&h traders*. Le polizze assicurative vita o pensionistiche sono dif-

(18) La Tavola 10 riporta per confronto anche i livelli di operatività online a fianco di quelli generali. Per l'approfondimento relativo all'utilizzo del canale online per le diverse tipologie di strumenti si rimanda al paragrafo 5.2. E' di rilievo precisare come non per tutte le tipologie di prodotti elencati, pur presenti nella gamma di quelli offerti dai brokers, sia consentita la sottoscrizione online (es. gestioni patrimoniali, polizze assicurative). Verosimilmente tali strumenti sono stati citati dagli intervistati in quanto il canale online ne permette la disposizione dei versamenti monetari previsti da contratto.



fuse presso il 51,5% degli intervistati mentre forme di previdenza complementare sono state citate dal 22,5%. A fronte di un numero medio di strumenti detenuti attualmente pari a tre, gli investimenti effettuati dai TOL negli ultimi tre anni appaiono relativamente più diversificati: tra le 13 macro-categorie di strumenti finanziari la metà ne ha posseduti per un certo periodo di tempo almeno 6 (6,51 il dato medio).

Entrando nel dettaglio della struttura del portafoglio azionario domestico (tavola 11), la quasi totalità degli intervistati detiene azioni *Blue Chips* (92,3%; negoziate o detenute negli ultimi tre anni dal 95,4%). Le azioni di aziende di piccola e media capitalizzazione e le azioni di aziende quotate sul Nuovo Mercato sono invece detenute da circa il 60% degli intervistati (e negoziate negli ultimi tre anni da circa il 70%). Le azioni del Nuovo Mercato sono maggiormente movimentate dai *d&h traders*. La struttura del portafoglio medio azionario dei TOL, per come indicato dagli intervistati, presenta un'incidenza in valore di oltre il 90,0% di azioni domestiche; tra queste il 59,7% è composto da *Blue Chips* e il restante 30% circa è ripartito in modo equo tra imprese del Nuovo Mercato e *mid & small caps* operanti nei settori tradizionali. A livello di mercato domestico, a fine 2003 le *Blue Chips* pesavano, in termini di capitalizzazione, per il 91,3%; le società del Nuovo Mercato l'1,7% e complessivamente le società dei segmenti STAR, Ordinario e del Mercato Expandi il 7,0%. Il portafoglio azionario domestico dei TOL appare dunque in media sottopesato sulle *Blue Chips* mentre mostra una più elevata incidenza delle altre tipologie di azioni (Nuovo Mercato e *mid & small caps*)¹⁹. L'elevata incidenza delle *mid & small caps* e dei titoli del Nuovo Mercato potrebbe essere spiegata dalla volontà dei TOL di investire in titoli meno coperti in termini di ricerca/analisi finanziarie, sui quali vi sono maggiori possibilità di *mispricing* da sfruttare.

Tavola 11 - Struttura del portafoglio azionario dei TOL⁽¹⁾

	TOL			Day & heavy			Attivi		
	Quota (2)	Quota (3)	Media (4)	Quota (2)	Quota (3)	Media (4)	Quota (2)	Quota (3)	Media (4)
Azioni estere	44.5%	33.5%	8.2%	54.1%	41.9%	10.8%	38.9%	27.8%	6.6%
Azioni italiane									
- Blue Chips	95.4%	92.3%	59.7%	95.9%	94.6%	56.8%	95.1%	90.8%	61.5%
- Mid & small caps	71.1%	63.6%	16.2%	75.7%	67.6%	15.8%	68.3%	61.2%	16.4%
- Nuovo Mercato	67.0%	56.9%	15.1%	77.0%*	66.2%*	16.6%	61.0%*	51.2%*	14.2%

(1) Domanda posta a coloro che hanno dichiarato di aver negoziato o detenuto azioni nel corso degli ultimi tre anni (98,5% del campione)

(2) Percentuale degli intervistati che ha negoziato o detenuto nei tre anni precedenti le azioni corrispondenti

(3) Percentuale degli intervistati che ha in portafoglio al momento dell'intervista le azioni corrispondenti

(4) Media delle strutture percentuali del valore dei portafogli azionari indicate dagli intervistati

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

(19) A fine 2003, per controvalore negoziato e numero di società quotate la ripartizione presso i mercati gestiti da Borsa Italiana era la seguente: *Blue Chips* 90,6% e 27,6%; Nuovo Mercato 7,0% e 15,4%; STAR, Segmento Ordinario e Mercato Expandi complessivamente 9,2% e 57,0%. L'elevata differenza tra il peso delle *mid & small caps* nella composizione del mercato e dei portafogli dei TOL potrebbe essere dovuta a una non perfetta interpretazione del concetto di *mid & small cap* da parte degli intervistati.



Tra coloro che hanno dichiarato di negoziare strumenti derivati (ovvero il 53,0% del campione complessivo, il 62,2% dei *d&h traders* e il 47,6% degli attivi), il 70,8% negoziava prodotti scambiati su Mcw e il 53,8% prodotti IDEM o strumenti derivati quotati su mercati esteri. I prodotti del primo sono considerati i più importanti nell'operatività dei TOL dal 60,4% degli intervistati, quelli dell'IDEML dal 34,0%. Scendendo a livello di singoli prodotti, il 68,9% ha indicato di negoziare covered warrant e il 58,5% che questo prodotto è il principale in termini di importanza e movimentazione tra i diversi strumenti derivati (tavola 12). Tra i prodotti negoziati su Mcw, i *certificates*, da poco introdotti, sono già negoziati dal 9,4% dei TOL (dal 10,9% dei *d&h traders*). Tra gli strumenti derivati quotati sull'IDEML i più diffusi sono i futures su indice, ovvero il MiniFIB (34,9%) e il FIB (30,2%), con una ridotta differenza tra i due. Seguono le opzioni su indice (22,6%) e infine i prodotti su singole azioni (presenti presso meno del 20% degli intervistati che negoziavano derivati). Anche i dati relativi alle singole tipologie di derivati confermano comportamenti differenziali tra *d&h traders* e attivi. Nonostante la rilevanza dei covered warrant sia sempre la più elevata, la loro incidenza è crescente al ridursi del livello di operatività (e sofisticazione) degli investitori. La percentuale di attivi che ha dichiarato di negoziare derivati e che opera con covered warrant è del 78,3% (per il 71,7% è inoltre lo strumento principale), valore che si riduce al 56,5% tra i *d&h traders* (per il 41,3% è lo strumento principale). La situazione è opposta per futures e opzioni, significativamente più diffusi e rilevanti presso i *d&h traders*. Come per il comparto azionario, anche l'apertura a prodotti derivati negoziati su mercati esteri è più frequente presso i *d&h traders* (21,7% contro 1,7%). Il 2,2% di essi considera gli strumenti derivati negoziati su mercati esteri i più importanti nella loro operatività.

Tavola 12 - Tipologia di strumenti derivati negoziati⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	Quota	Rilevanza ⁽²⁾	Quota	Rilevanza ⁽²⁾	Quota	Rilevanza ⁽²⁾
Mcw	70.8%	60.4%	56.5%*	43.5%*	81.7%*	73.3%*
- Covered warrant	68.9%	58.5%	56.5%*	41.3%*	78.3%*	71.7%*
- Certificates	9.4%	1.9%	10.9%	2.2%	8.3%	1.7%
IDEML	53.8%	34.0%	69.6%	47.8%	41.7%	23.3%
- Futures su Mib30 (FIB)	30.2%	10.4%	45.7%*	15.2%	18.3%*	6.7%
- MiniFIB	34.9%	16.0%	50.0%*	21.7%	23.3%*	11.7%
- Opzioni su Mib30	22.6%	3.8%	34.8%*	4.4%	13.3%*	3.3%
- Futures su azioni	13.2%	-	26.1%*	-	3.3%*	-
- Opzioni su azioni	16.0%	3.8%	28.3%*	6.5%	6.7%*	1.7%
Derivati su mercati esteri	10.4%	0.9%	21.7%*	2.2%	1.7%*	-
Non sa, non indica	4.7%	4.7%	6.5%	6.5%	3.3%	3.3%

(1) Domanda posta a coloro che hanno dichiarato di aver negoziato strumenti derivati nel corso degli ultimi tre anni (53,0% del campione)

(2) Percentuale di coloro che ritengono che lo strumento corrispondente sia il primo in ordine di movimentazione e importanza tra le diverse tipologie di derivati

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



La struttura del portafoglio azionario e di quello di strumenti derivati, unita ai risultati mostrati nel riquadro 2 sugli investimenti congiunti nei vari strumenti, porta a concludere che la detenzione e la negoziazione di azioni domestiche non è attualmente soggetta a fenomeni di cannibalizzazione da parte di altre famiglie di strumenti finanziari. Al crescere delle negoziazioni vengono aggiunti al portafoglio azioni estere e strumenti derivati, senza sottrarre interesse per l'azionario domestico. Tutto ciò è invece vero solo in parte nel rapporto tra futures/opzioni e covered warrant. Questi ultimi, sebbene più diffusi, tendono a perdere di rilevanza nel momento in cui l'investitore inizia a scambiare i prodotti derivati quotati sull'IDEM.

Riquadro 2 – *Clustering per tipologia di investimento*

L'analisi degli investimenti congiuntamente posseduti o movimentati consente di osservare se l'investimento in un determinato strumento rende più probabile anche quello in altri prodotti o viceversa. La tavola indica, per ogni cella, la percentuale di soggetti che oltre ad aver detenuto o negoziato negli ultimi tre anni (come in tavola 10) la famiglia di titoli indicati in riga hanno detenuto o negoziato anche quella indicata in colonna. Una quota percentuale significativamente superiore a quella totale segnala una maggiore propensione all'investimento nello strumento indicato in colonna (e viceversa) presso coloro che già investono in quello in riga. A titolo esemplificativo, si consideri nella sezione 1 della tavola coloro che negoziano azioni di società estere (indicato nella riga AE). Tra costoro il 98,9% negoziava anche azioni italiane. Il confronto va effettuato rispetto al dato per il totale del campione, riportato in capo alla medesima colonna (98,0%). In questo caso non si rilevano differenze statisticamente significative.

Dalla struttura complessiva del portafoglio (sezione 1 della tavola) si osserva che tra coloro che hanno incluso nel loro portafoglio azioni estere è più probabile che vengano negoziati anche strumenti derivati e in particolare covered warrant (51,7%, rispetto 39,0% dell'intero campione intervistato).

La detenzione di fondi azionari accresce invece la probabilità di detenere anche fondi di natura obbligazionaria (65,7% rispetto al 40,0% del totale) od obbligazioni societarie (58,8% rispetto al 47,0%), pur non riducendo la probabilità di detenere o negoziare in modo diretto azioni, siano esse domestiche o estere.

La seconda e la terza sezione della tavola evidenziano le frequenze incrociate rispettivamente tra azioni e strumenti derivati (sezione 2) e tra le varie famiglie di strumenti derivati (sezione 3). Un primo risultato è l'esistenza di una correlazione positiva tra negoziazione di azioni del Nuovo Mercato e mid & small caps e tra azioni del Nuovo Mercato e covered warrant, regolarità che non appare invece rispetto agli altri prodotti derivati. Tra gli strumenti derivati, invece, la negoziazione di uno dei prodotti dell'IDEM rende più probabile anche la negoziazione degli altri prodotti, cosa che non accade nei confronti di covered warrant e certificates¹.

⁽¹⁾ Pur non trattandosi della sola operatività online, questo risultato potrebbe essere influenzato dall'impossibilità di negoziare futures e/o opzioni presso parte dei brokers online italiani.



Frequenze congiunte di detenzione o negoziazione per prodotto ^(a)

1. Totale portafoglio	A		O		DER				
	AI	AE	FA	OB	FO	MCW			
Totale	98.0%	44.5%	51.0%	47.0%	40.0%	39.0%	30.5%		
Strumenti azionari (A)									
Azioni italiane quotate (AI)	-	44.9%	51.0%	46.9%	40.3%	39.3%	30.6%		
Azioni estere quotate (AE)	98.9%	-	50.6%	53.9%	41.6%	51.7%	39.3%		
Fondi azionari (FA)	98.0%	44.1%	-	58.8%	65.7%	40.2%	27.5%		
Strumenti obbligazionari (O)									
Obbligazioni (OB)	97.9%	51.1%	63.8%	-	56.4%	40.4%	30.9%		
Fondi obblig., bilanciati (FO)	98.8%	46.3%	83.8%	66.3%	-	40.0%	26.3%		
Strumenti derivati (DER)									
- CW e certificates (MCW)	98.7%	59.0%	52.6%	48.7%	41.0%	-	42.3%		
- Futures e opzioni (FOP)	98.4%	57.4%	45.9%	47.5%	34.4%	54.1%	-		
2. Azioni italiane e derivati		AI		DER					
		BC	MSC	NM	MCW	FOP			
Totale	95.4%	-	71.1%	67.0%	39.0%	30.5%			
Azioni italiane (AI)									
- Blue Chips (BC)	-	-	72.3%	66.5%	39.9%	30.3%			
- Mid & Small caps (MSC)	97.1%	-	-	76.4%	40.7%	30.7%			
- Nuovo mercato (NM)	94.7%	-	81.1%	-	45.5%	28.8%			
Strumenti derivati (DER)									
- CW e certificators (MCW)	96.2%	-	73.1%	76.9%	-	-			
- Futures e opzioni (FOP)	93.4%	-	70.5%	62.3%	-	-			
3. Strumenti derivati		MCW		IDEM			DE		
		CW	CE	MFIB	FIB	SSF	MIBO	ISO	
Totale	68.9%	9.4%	34.9%	30.2%	13.2%	22.6%	16.0%	10.4%	
MCW									
- Covered warrant (CW)	-	11.0%	19.2%	21.9%	11.0%	19.2%	15.1%	5.5%	
- Certificates (CE)	80.0%	-	60.0%	30.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%	
IDEM									
- MiniFib (MFIB)	37.8%	16.2%	-	54.1%	24.3%	40.5%	27.0%	24.3%	
- Futures su MIB30 (FIB)	50.0%	9.4%	62.5%	-	31.3%	50.0%	34.4%	31.3%	
- Futures su azioni (SSF)	57.1%	21.4%	64.3%	71.4%	-	57.1%	42.9%	42.9%	
- Opz. su MIB30 (MIBO)	58.3%	12.5%	62.5%	66.7%	33.3%	-	58.3%	29.2%	
- Opzioni su azioni (ISO)	64.7%	11.8%	58.8%	64.7%	35.3%	82.4%	-	23.5%	
Derivati esteri (DE)	36.4%	18.2%	81.8%	90.9%	54.5%	63.6%	36.4%	-	

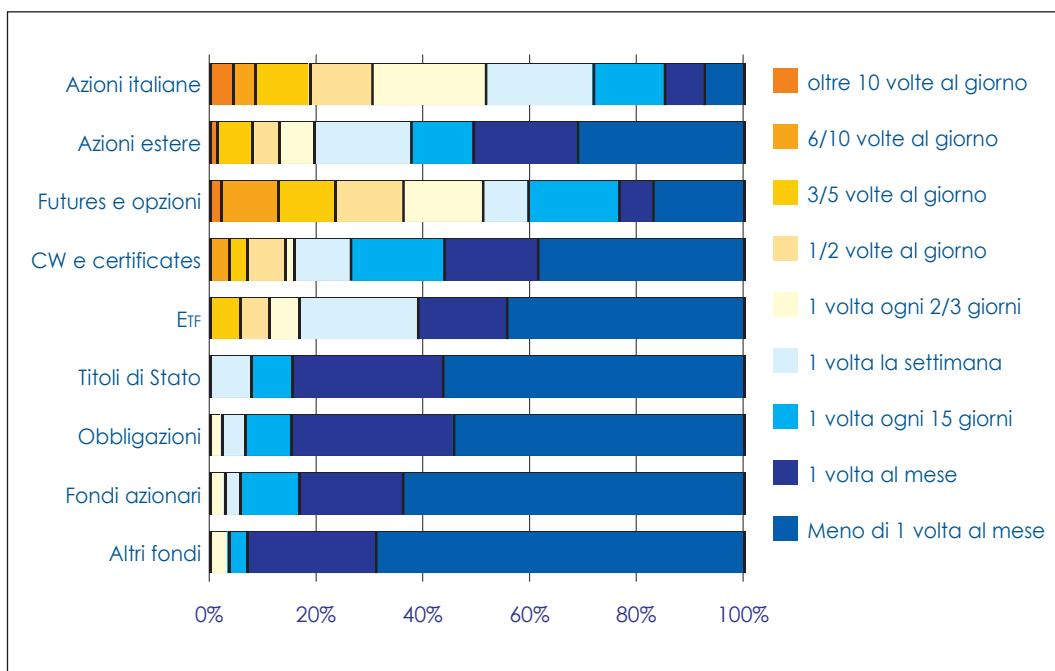
(a) Ogni cella indica la percentuale di coloro che, oltre allo strumento indicato in riga, negli ultimi tre anni hanno detenuto o negoziato anche quello indicato in colonna. Il carattere in grassetto indica una differenza statisticamente significativa dello strumento indicato in colonna tra il totale del campione e coloro che hanno detenuto o negoziato anche quello in riga

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

4.2 Frequenza di negoziazione

I livelli di operatività dei Tol vanno letti alla luce delle modalità di campionatura utilizzate, che includono solo coloro che hanno effettuato negoziazioni almeno una volta ogni 15 giorni. Il 42,0% ha operato *online* tutti i giorni o quasi, il 35,5% almeno una volta la settimana e il 22,5% almeno una volta ogni 15 giorni. All'interno di queste caratteristiche della popolazione indagata, la figura 1 descrive la frequenza delle transazioni effettuate nel corso degli ultimi 12 mesi, distinguendo per classi di frequenza e per tipologia di prodotto.

Figura 1 - Ripartizione della frequenza di negoziazione *online* per prodotto



Elaborazioni su dati Borsa Italiana – R&D

Nel complesso gli strumenti più movimentati sono gli strumenti dell'IDEM e i derivati esteri, e le azioni italiane; seguono le azioni estere, i covered warrant e gli ETF (si veda la ripartizione del numero di investitori per prodotto e per classe di frequenza di negoziazione, riportata in tavola 13). L'ordine di movimentazione tra i diversi prodotti si differenzia in funzione dei livelli di operatività con i quali si vuole definire tale ordinamento. In corrispondenza di frequenze di negoziazione molto elevate (oltre 10 volte al giorno) la percentuale più alta di investitori si registra per le azioni italiane (4,3%), seguite dagli strumenti dell'IDEM (2,1%) e dalle azioni estere (1,3%). Gli ETF non sono mai scambiati con frequenze giornaliere così elevate. Abbassando la soglia minima di movimentazione fino a 1/2 volte al giorno i prodotti più movimentati sono quelli dell'IDEM (il 36,2% dei Tol ha un livello di movimentazione maggiore o uguale a 1/2 volte al giorno), seguiti dalle azioni italiane (30,3%), dai covered warrant (14,0%), dalle azioni estere (13,0%) e dagli ETF



(11,1%)²⁰. Scendendo ad almeno una volta ogni 15 giorni, tornano al primo posto le azioni italiane (85,1%), seguite dagli strumenti dell'IDEM (76,6%), dalle azioni estere (49,4%), dai covered warrant (43,9%) e dagli ETF (38,9%)²¹.

Tavola 13 - Frequenza di negoziazione per prodotto

	Azioni italiane	Azioni estere	Futures e opzioni	Mcw	ETF	Titoli di Stato	Obbli- gazioni Stato	Fondi azionari
Ripartizione per classi								
- Più di 5 volte al giorno	8.5%	1.3%	12.8%	3.5%	-	-	-	-
- 1/5 volte al giorno	21.8%	11.7%	23.4%	10.5%	11.1%	-	-	-
- Più di 1 volta ogni 15 giorni, ma non tutti i giorni	41.5%	24.7%	23.4%	12.3%	27.8%	7.7%	6.5%	5.6%
- Meno di 1 volta ogni 15 giorni	28.2%	62.3%	40.4%	73.7%	61.1%	92.3%	93.5%	94.4%
Percentuali cumulate								
- Oltre 10 volte al giorno	4.3%	1.3%	2.1%	-	-	-	-	-
- 6/10 volte al giorno	8.5%	1.3%	12.8%	3.5%	-	-	-	-
- 3/5 volte al giorno	18.6%	7.8%	23.4%	7.0%	5.6%	-	-	-
- 1/2 volte al giorno	30.3%	13.0%	36.2%	14.0%	11.1%	-	-	-
- 1 volta ogni 2/3 giorni	51.6%	19.5%	51.1%	15.8%	16.7%	-	2.2%	2.8%
- 1 volta la settimana	71.8%	37.7%	59.6%	26.3%	38.9%	7.7%	6.5%	5.6%
- 1 volta ogni 15 giorni	85.1%	49.4%	76.6%	43.9%	38.9%	15.4%	15.2%	16.7%
- 1 volta al mese	92.6%	68.8%	83.0%	61.4%	55.6%	43.6%	45.7%	36.1%
- Meno di 1 volta al mese	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Coerentemente con le caratteristiche degli strumenti, sono meno movimentati i prodotti del risparmio gestito, le obbligazioni e i titoli di Stato, per i quali non si verificano fenomeni di *day trading*. La massima frequenza registrata su questi strumenti è nella fascia di una volta ogni 2/3 giorni. La percentuale di TOL che negozia questi prodotti più di una volta ogni 15 giorni è pari al 16,7% per i fondi azionari, al 15% circa per obbligazioni e titoli di Stato e inferiore (6% circa) per i fondi obbligazionari, monetari e bilanciati.

Il *ranking* tra i diversi prodotti non si discosta da quello esposto una volta che si distinguono i *d&h traders* dagli attivi (tavola 14): ciò nonostante è possibile evidenziare alcune differenze significative nella loro operatività.

In termini di livelli assoluti di movimentazione i differenziali nei valori di operatività sono estremamente elevati tra i due gruppi di TOL. Derivando dalle frequenze di negoziazione un indicatore sintetico che rappresenta il numero medio di operazioni annualmen-

(20) La frequenza di negoziazione degli ETF appare in ogni caso elevata, dato il breve periodo di esistenza dello strumento in Italia. Le forti differenze rispetto ai fondi comuni di investimento sembrano indicare che i due prodotti sono utilizzati con finalità differenti, anche grazie alle proprietà conferite agli ETF dal fatto di essere quotati, quali la negoziabilità *intra day* e la valorizzazione della quota in tempo reale.

(21) Alcune indicazioni sul *ranking* per frequenza di negoziazione tra le diverse categorie di azioni possono essere dedotte dagli investitori che hanno indicato di usare il canale *online* come modalità esclusiva o prevalente per il *trading* su tali strumenti. Se ne evidenzia come il 23,3% degli investitori negozi tutti i giorni *online* azioni *Blue Chips*, seguito dal 19,7% per le azioni del Nuovo Mercato, dal 17,5% per le azioni di imprese medio-piccole e dal 12,7% per le azioni estere. Scendendo a una volta la settimana l'ordine è identico con le seguenti percentuali: 62,8%, 52,1%, 49,2%, 39,7%.



te effettuate²², il valore per il gruppo di *d&h traders* è circa 25 volte maggiore di quello per il gruppo degli attivi sulle azioni italiane, 30 volte sugli strumenti IDEM, 27 volte sui covered warrant e 23 volte su azioni estere e 24 su ETF. La percentuale di *d&h traders* che hanno scambiato almeno una volta la settimana le diverse categorie di strumenti è superiore a quella degli attivi su tutti i principali prodotti: 1,6 volte maggiore per le azioni italiane, 6 volte per gli ETF, 3 volte per le azioni estere e l'IDEML, 4,4 volte per i covered warrant.

Tavola 14 - Frequenza cumulata di negoziazione per prodotto e tipo di TOL

	Azioni italiane	Azioni estere	Futures e opzioni	Mcw	ETF	Titoli di Stato	Obbli- gazioni	Fondi azionari
Day & heavy								
Oltre 10 volte al giorno	11.4%	2.8%	3.4%	-	-	-	-	-
6/10 volte al giorno	22.9%	2.8%	20.7%	9.1%	-	-	-	-
3/5 volte al giorno	50.0%	16.7%	37.9%	18.2%	11.1%	-	-	-
1/2 volte al giorno	81.4%	27.8%	58.6%	36.4%	22.2%	-	-	-
1 volta ogni 2/3 giorni	87.1%	38.9%	75.9%	36.4%	33.3%	-	5.6%	-
1 volta la settimana	92.9%	58.3%	79.3%	50.0%	66.7%	20.0%	16.7%	8.3%
1 volta ogni 15 giorni	94.3%	72.2%	79.3%	54.5%	66.7%	26.7%	22.2%	8.3%
1 volta al mese	97.1%	80.6%	89.7%	63.6%	88.9%	53.3%	66.7%	41.7%
Meno di 1 volta al mese	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Attivi								
Oltre 10 volte al giorno	..	..	..	..	..	..	..	..
6/10 volte al giorno	..	..	..	..	..	..	..	..
3/5 volte al giorno	..	..	..	..	..	..	..	..
1/2 volte al giorno	..	..	..	..	..	..	..	..
1 volta ogni 2/3 giorni	30.5%	2.4%	11.1%	2.9%	-	-	-	4.2%
1 volta la settimana	59.3%	19.5%	27.8%	11.4%	11.1%	-	-	4.2%
1 volta ogni 15 giorni	79.7%	29.3%	72.2%	37.1%	11.1%	8.3%	10.7%	20.8%
1 volta al mese	89.8%	58.5%	72.2%	60.0%	22.2%	37.5%	32.1%	33.3%
Meno di 1 volta al mese	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Livelli di operatività relativa								
Day & heavy	1.00	0.31	0.77	0.38	0.16	0.01	0.01	0.01
Attivi	1.00	0.33	0.63	0.35	0.17	0.12	0.12	0.24

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Titoli azionari, strumenti derivati e ETF appaiono quindi in modo evidente come strumenti tipici dell'attività dei *d&h traders*; ciò nonostante anche su altri prodotti la loro operatività è maggiore in valore assoluto benché con proporzioni più contenute: in particolare su titoli di Stato (il numero medio di contratti eseguiti annualmente è pari a 2,5 volte) e obbligazioni (2,8 volte). E' invece inferiore sugli strumenti del risparmio gestito, più negoziati dagli attivi: il rapporto scende a 0,7 sui fondi azionari e a 0,3 sui fondi monetari, obbligazionari e bilanciati. Vale la pena sottolineare che, anche se tra gli attivi i covered warrant sono più diffusi rispetto a futures e opzioni (tavola 12), i secondi presentano frequenze di negoziazione più elevate.

E' inoltre interessante confrontare i livelli di operatività relativa, normalizzando il numero medio di *trades* annualmente effettuati dalle due categorie di investitori rispetto

(22) Il numero medio di negoziazioni effettuate annualmente è stato stimato a partire dalle frequenze di negoziazione indicate dagli investitori, valorizzando ogni osservazione nel punto medio della classe di riferimento, a eccezione della classe "oltre 10 volte al giorno", valorizzata pari a 15 operazioni al giorno.



all'attività in azioni italiane, comune a tutti i TOL (tavola 14). I *d&h traders* si caratterizzano per una maggiore operatività relativa in prodotti IDEM (l'indice è pari a 0,77 contro 0,63) e, anche se marginalmente, in covered warrant (0,38 contro 0,35). Il gruppo degli attivi ha invece maggiore operatività relativa in fondi azionari, titoli di Stato e obbligazioni. L'intensità relativa di operatività su azioni estere ed ETF non evidenzia sostanziali differenze. L'attività di negoziazione su azioni da parte dei *d&h traders* è prevalentemente concentrata sui titoli *Blue Chips*: il rapporto tra numero medio di *trades* effettuati su azioni di società medio piccole e *Blue Chips* è pari a 0,43. E' pari 0,36 rispetto alle azioni del Nuovo Mercato. L'operatività degli attivi sulle azioni è più diversificata: i due rapporti sono infatti più elevati, pari a 0,71 e 0,82.

Tavola 15 - Luogo e fasce orarie di operatività⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
Da dove effettua trading online						
Luogo di lavoro	52.5%	38.9%	50.0%	37.4%	54.0%	39.8%
Casa	82.0%	60.7%	82.4%	61.6%	81.7%	60.2%
Altro	0.5%	0.4%	1.4%	1.0%	-	0.0%
Totale	..	100.0%	..	100.0%	..	100.0%
Casa e luogo di lavoro	35.0%	..	33.8%	..	35.7%	..
Altro	0.5%	..	1.4%	..	-	..
In che orari effettua trading online						
Dalle 8:00 alle 10:00	75.9%	15.3%	86.5%	15.7%	69.6%	15.1%
Dalle 10:00 alle 12:00	77.9%	15.7%	87.9%	16.0%	72.0%	15.6%
Dalle 12:00 alle 14:00	71.4%	14.4%	81.1%	14.7%	65.6%	14.2%
Dalle 14:00 alle 16:00	71.9%	14.5%	81.1%	14.7%	66.4%	14.4%
Dalle 16:00 alle 18:00	70.4%	14.2%	82.5%	15.0%	63.2%	13.7%
Dalle 18:00 alle 20:30	66.3%	13.4%	67.6%	12.3%	65.6%	14.2%
Oltre le 20:30	61.3%	12.4%	63.6%	11.6%	60.0%	13.0%
Totale	..	100.0%	..	100.0%	..	100.0%
Durante l'intera giornata	51.5%	..	56.8%	..	48.4%	..

(1) Le domande ammettevano risposta multipla

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Entrando ulteriormente nelle caratteristiche dell'operatività *online*, l'82,0% degli intervistati opera da casa e il 52,5% dal luogo di lavoro (tavola 15). Nel 35,0% dei casi le negoziazioni avvengono da entrambi i luoghi. Non si riscontra una concentrazione dell'operatività durante gli orari non lavorativi: il 51,5% degli intervistati (che sale al 56,8% tra i *d&h traders*) effettua negoziazioni indifferentemente durante l'intera giornata e tra le varie fasce orarie proposte non ve ne è nessuna che domina nettamente sulle altre, anche se una percentuale più elevata di TOL opera nel corso della mattina. Resta superiore al 60% la percentuale di TOL che dichiara di operare anche dopo le ore 18. L'ampia diffusione dell'operatività nel corso della giornata è verosimilmente legata al consistente numero di TOL che, in relazione alla tipologia di professione svolta, riescono a gestire il loro tempo con relativa flessibilità (il 30,0% sono professionisti, lavoratori autonomi o imprenditori; inoltre, il 7,5% sono attivi nel mondo della finanza come promotori o consulenti e il 2,5% si dichiarano TOL di professione).



Infine, l'ammontare minimo e massimo oggetto di scambio *online* di covered warrant si muove in un *range* che va da 1.000 euro come transazione minima a 2.000 come transazione massima (i due dati sono la mediana delle rispettive distribuzioni). Titoli di Stato, obbligazioni e fondi hanno scambi di più elevato ammontare, con *range* tra i 5.000 e i 20.000 euro. Le azioni (italiane e estere) sono in una posizione intermedia, nell'intervallo 2.000-10.000 euro. I *d&h traders* presentano su tutti i prodotti dimensioni degli scambi più elevate, soprattutto in termini di ammontare massimo.

4.3 Motivazioni delle decisioni di acquisto, detenzione e vendita

Le scelte di *stock picking* degli investitori possono trovare spiegazione sulla base di diversi possibili *frameworks* di riferimento, nessuno dei quali può peraltro spiegare completamente i comportamenti nell'*asset allocation* complessiva del portafoglio. Appare in ogni caso interessante rilevare (in fase di acquisto, detenzione e vendita) quali siano le principali motivazioni alla base della movimentazione del portafoglio dei TOL italiani. Questo aspetto diventa particolarmente degno di attenzione anche alla luce dell'elevato livello di indipendenza nelle scelte, già evidenziato in tavola 4. Solo il 2,0% degli intervistati ha acquistato titoli sulla base di indicazioni o consigli forniti da terzi, senza essersi creato una specifica opinione sul titolo in oggetto. Solo nello 0,5% dei casi questa forma di delega decisionale avviene in modo completo.

Tavola 16 - Motivazioni di acquisto delle azioni quotate⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% resp.	% ind.	% resp.	% ind.	% resp.
- Risultati societari positivi	41.1%	23.3%	48.6%	27.5%	36.6%	20.8%
- Indicatori di analisi tecnica favorevoli	36.0%	20.5%	36.5%	20.6%	35.8%	20.4%
- Positiva dinamica passata dei prezzi	22.3%	12.7%	17.6%	9.9%	25.2%	14.4%
- Appartenenza a settori con buone opportunità di crescita	13.2%	7.5%	12.2%	6.9%	13.8%	7.9%
- Più alti dividendi	12.2%	6.9%	10.8%	6.1%	13.0%	7.4%
- Società conosciute a livello nazionale, con un'ottima immagine e reputazione	11.7%	6.6%	10.8%	6.1%	12.2%	6.9%
- Elevate oscillazioni dei prezzi	8.1%	4.6%	9.5%	5.3%	7.3%	4.2%
- Società per le quali si ha un buon livello di conoscenza e informazioni	7.1%	4.0%	10.8%	6.1%	4.9%	2.8%
- Azioni per cui si sono percepite indiscrezioni, avuto indicazioni favorevoli da una fonte informata (voci, rumors di mercato)	7.1%	4.0%	5.4%	3.1%	8.1%	4.6%
- Buona liquidità, volumi	5.1%	2.9%	6.8%	3.8%	4.1%	2.3%
- Ridotte oscillazioni dei prezzi	3.6%	2.0%	4.1%	2.3%	3.3%	1.9%
- Azioni consigliate da un esperto, ma rispetto alle quali non si ha una specifica opinione	2.0%	1.2%	-	-	3.3%	1.9%
- Società che operano nello stesso settore in cui si è lavorato o si lavora	0.5%	0.3%	-	-	0.8%	0.5%
- Azioni già avute in portafoglio	0.5%	0.3%	-	-	0.8%	0.5%
- Altre motivazioni	5.3%	3.2%	4.1%	2.3%	6.5%	3.7%
Totali	176.1%	100.0%	177.0%	100.0%	175.6%	100.0%

(1) La domanda ammetteva la possibilità di fornire due risposte

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



I criteri di scelta più importanti alla base dell'acquisto di azioni quotate (tavola 16) fanno riferimento sia a indicatori di analisi fondamentale sia di analisi tecnica. Risultati societari positivi e indicatori favorevoli di analisi tecnica sono infatti citati come importanti da oltre un terzo dei TOL (rispettivamente 41,1% e 36,0%), seguiti da performance passate positive dei prezzi del titolo (22,3%), dall'esistenza di buone opportunità di crescita per il settore (13,2%) e da elevati dividendi (12,2%). Circa 1 investitore su 5 (19,8%) utilizza solo motivazioni di carattere fondamentale (tipicamente i risultati societari positivi, l'appartenenza a settori con buone aspettative di crescita ed elevati livelli di dividendi), mentre meno del 10% (9,6%) si basa solo su indicazioni di tipo tecnico.

Risultano inoltre importanti nelle decisioni di acquisto le motivazioni basate sulla cosiddetta *information-based familiarity*, secondo cui gli investitori tendono a scegliere titoli rispetto ai quali ritengono di essere relativamente più familiari e quindi di avere a disposizione informazioni più affidabili o, quantomeno, verificabili sulla base delle proprie conoscenze. Criteri quali la corrispondenza tra settore principale di attività dell'impresa e settore in cui l'investitore ha svolto la propria attività lavorativa, la percezione di un buon livello di conoscenza\informazioni, la conoscenza a livello nazionale della società sono infatti citati complessivamente dal 19,3% degli intervistati. Questi fattori appaiono però solo affiancare motivazioni differenti, visto che nessun investitore si basa esclusivamente su di essi nelle proprie scelte di acquisto, e sembrano attenuarsi al crescere della sofisticazione dell'investitore²³.

Nonostante una percentuale rilevante di TOL citi ancora voci e indiscrezioni come motivazioni rilevanti delle decisioni di acquisto (7,1%), solo l'1% circa le utilizza come criterio di tipo esclusivo. Nessuno degli intervistati ha citato in modo esplicito, quale fattore motivante l'acquisto di un titolo, la necessità di completare il proprio portafoglio nella direzione di una maggiore diversificazione.

Non si può dunque trascurare che accanto alle motivazioni che si basano sull'ipotesi di completa razionalità degli individui, sottostanti le teorie classiche di portafoglio e *asset pricing*, le scelte dei TOL italiani appaiono legate a fattori di natura psicologica, la cui rilevanza è stata sottolineata dai cosiddetti *behavioural asset pricing models*²⁴.

(23) Massa e Simonov (2003) mostrano evidenza empirica del prevalere dell'*information-based familiarity* nelle scelte di acquisto al diminuire del livello di sofisticazione dell'investitore, per cui presso gli investitori *basic* vi è maggiore attitudine a comportamenti cosiddetti di *pure familiarity*, ossia verso scelte basate esclusivamente o sistematicamente su informazioni con cui si viene frequentemente in contatto perché spesso menzionate. Se si utilizza come proxy della sofisticazione dell'investitore la variabile sintetica riportata nel Riquadro 1, anche i risultati sui TOL italiani sembrano supportare questa tendenza, pur essendo ridotto il numero di investitori che ha dichiarato di utilizzare questi criteri di acquisto. Poiché la variabile sintetica costruita riflette anche il livello di conoscenza degli individui, tale evidenza supporta anche la *view* delle teorie dell'informazione, secondo cui le scelte sulla base della familiarità sono da interpretarsi come uno strumento per gestire la scarsità di informazione; il *bias* dovrebbe tendere a ridursi, come in effetti accade, al crescere dell'informazione stessa.

(24) Per alcune evidenze empiriche al riguardo si vedano ad esempio Shefrin e Statman (1985), Grinblatt e Keloharju (2001), Massa e Simonov (2003).

**Tavola 17 - Motivazioni di detenzione delle azioni quotate⁽¹⁾**

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
- Aspettative di crescita dei prezzi	66.1%	55.3%	73.5%	58.8%	61.7%	53.0%
- Si preferisce non vendere per non realizzare una perdita	21.3%	17.8%	17.6%	14.1%	23.5%	20.1%
- Buoni dividendi	14.8%	12.3%	11.8%	9.4%	16.5%	14.2%
- Per la diversificazione degli investimenti	7.7%	6.4%	10.3%	8.2%	5.9%	5.1%
- Non si ha bisogno di smobilizzare il portafoglio azionario	4.9%	4.1%	4.4%	3.5%	5.2%	4.5%
- Mancata indicazione di vendita in base a regole prestabilite	2.2%	1.8%	2.9%	2.4%	1.7%	1.5%
- Altre motivazioni	2.7%	2.3%	4.4%	3.5%	1.7%	1.5%
Totalle	119.7%	100.0%	125.0%	100.0%	116.1%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Dal lato delle motivazioni alla detenzione delle azioni in portafoglio, risultano al primo posto le aspettative di crescita dei prezzi (66,1% degli investitori), citate oltre quattro volte più della possibilità di ottenere elevati dividendi (14,8%). Appare esistenza del cosiddetto *disposition effect*, ovvero l'attitudine a continuare a detenere azioni in perdita nella speranza di un cambiamento di tendenza (Shefrin e Statman, 1985), anche se questo criterio, nonostante l'andamento molto negativo di mercato nel periodo 2001-2003, viene citato solo da 1 investitore su 5 (21,3%). Meno di 1 investitore su 10 (7,7%), a conferma della prevalenza tra le motivazioni di acquisto di quelle legate all'operatività sul singolo titolo, cita tra i motivi dell'attuale detenzione di azioni la necessità di mantenere una corretta diversificazione del proprio portafoglio.

Tavola 18 - Motivazioni di vendita delle azioni quotate⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
- Realizzare il guadagno dopo una crescita dei prezzi	53.3%	43.4%	50.0%	41.1%	55.3%	44.7%
- Evitare perdite più elevate dopo una discesa dei prezzi	23.9%	19.5%	28.4%	23.4%	21.1%	17.1%
- Indicazioni di vendita sulla base di regole predefinite (es. stop loss)	16.8%	13.6%	12.2%	10.0%	19.5%	15.8%
- Gli indicatori di analisi tecnica davano indicazioni di vendita	9.1%	7.4%	10.8%	8.9%	8.1%	6.6%
- Le azioni non assicuravano più alti dividendi	7.1%	5.8%	4.1%	3.3%	8.9%	7.2%
- Informazioni negative sulla società, la società non convinceva più	5.1%	4.1%	8.1%	6.7%	3.3%	2.7%
- Decisione di investire in altri prodotti	3.6%	2.9%	4.1%	3.3%	3.3%	2.6%
- Necessità di contanti, non si è badato a criteri relativi alla società	0.5%	0.4%	-	-	0.8%	0.7%
- Altre motivazioni	3.6%	2.9%	4.1%	3.3%	3.3%	2.6%
Totalle	122.8%	100.0%	121.6%	100.0%	123.6%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



Le motivazioni alla base delle decisioni di vendita sottolineano una delle evidenze riportate in Grinblatt e Keloharju (2001), ossia che recenti rendimenti ampiamente positivi dei prezzi accrescono più la probabilità di vendita che di acquisto: il 53,3% degli investitori ha venduto titoli i cui prezzi erano cresciuti per realizzare un guadagno, mentre solo il 22,3% degli investitori acquista azioni con positive dinamiche passate dei prezzi.

Un incremento dei prezzi è inoltre fattore esplicativo della vendita in maniera maggiore di quanto non lo sia una diminuzione dei corsi (53,3% contro 23,9%), elemento coerente alla teoria secondo cui la psicologia degli investitori individuali, creando orgoglio a seguito di decisioni di investimento positive e sconforto per decisioni che conducono a risultati negativi, li spinge a incamerare i propri guadagni più velocemente rispetto a quanto accade nel caso dei realizzati delle perdite. Queste motivazioni sono in ogni caso le due più rilevanti alla base della decisione di vendita, seguite da motivazioni di natura quantitativa: l'esistenza di regole prefissate a priori, tra cui gli *stop loss* (16,8%) e i segnali provenienti da indicatori di analisi tecnica (9,1%). Meno del 10% degli intervistati cita invece il venire meno di un dividendo sufficientemente elevato (7,1%), un generico riferimento alla rilevazione di informazioni negative sulla società (5,1%), motivazioni legate a scelte di *asset allocation* o l'esigenza di disporre di liquidità, 0,5%²⁵.

Tavola 19 - Motivazioni di investimento in strumenti derivati⁽¹⁾

	Tot		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% resp.	% ind.	% resp.	% ind.	% resp.
- Per avere opportunità di guadagno con limitato investimento iniziale (leva)	70.8%	52.8%	69.6%	44.4%	71.7%	61.4%
- Per guadagnare quando il mercato perde	18.9%	14.1%	23.9%	15.3%	15.0%	12.9%
- Per fare operazioni di copertura del portafoglio	16.0%	12.0%	23.9%	15.3%	10.0%	8.6%
- Per divertimento, perché è interessante	11.3%	8.5%	10.9%	6.9%	11.7%	10.0%
- Per diversificazione del portafoglio	10.4%	7.7%	19.6%*	12.5%*	3.3%*	2.8%*
- Altre motivazioni	6.6%	4.9%	8.7%	5.6%	5.0%	4.3%
Totale	134.0%	100.0%	156.5%	100.0%	116.7%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

La negoziazione in strumenti derivati sembra assumere prevalentemente carattere speculativo. Oltre il 70% degli intervistati ammette come tra le motivazioni all'utilizzo di questi strumenti vi sia l'opportunità di elevati guadagni con limitato investimento iniziale (leva), a fronte solo del 16,0% che li utilizza con finalità di copertura e del 10,4% che li ritiene importanti per una maggiore diversificazione. La seconda motivazione per ordine di importanza si lega alla possibilità di sfruttare anche fasi discendenti del mercato (18,9%). L'11,3% degli intervistati dichiara inoltre che la negoziazione avviene per finalità di divertimento. Le ragioni dell'utilizzo di questi strumenti da parte dei *d&h traders*

(25) Si rilevano alcune differenze tra le due categorie di Tot, che non appaiono però sufficientemente significative; i *d&h traders* hanno più prontamente venduto titoli in perdita (28,4% contro 21,1%) e hanno reagito meno ad apprezzamenti dei corsi liquidando le posizioni (50,0% contro 55,3%).



appaiono maggiormente diversificate (tra gli attivi, 6 risposte su 10 hanno citato l'effetto leva) e con una maggiore incidenza delle motivazioni legate alla possibilità di usare questi prodotti per diversificare il portafoglio.

Si rilevano comportamenti differenziati in funzione della prevalenza dell'operatività in covered warrant piuttosto che in futures e opzioni. La negoziazione in covered warrant appare più legata a ragioni speculative: alla volontà di sfruttare l'effetto leva (77,4% per coloro i quali questo strumento è il principale nell'operatività in derivati, contro 61,4% per gli altri) e al divertimento nell'operare su questi strumenti (16,1% contro 4,6%). Al contrario, chi opera prevalentemente su strumenti dell'IDEM pesa maggiormente la possibilità di sfruttare fasi discendenti del mercato (29,6% contro 11,3%), le finalità di copertura (20,5% contro 12,9%) e la diversificazione di portafoglio (13,6% contro 8,1%).

Tavola 20 - Motivazioni del non investimento in strumenti derivati⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
- Non li conosco	37.6%	32.4%	39.3%	32.4%	36.9%	32.4%
- Sono troppo rischiosi	24.7%	21.3%	25.0%	20.6%	24.6%	21.6%
- Li conosco, ma non ho le competenze necessarie per operare	19.4%	16.7%	14.3%	11.8%	21.5%	18.9%
- Non sono utili per gli obiettivi di investimento	18.3%	15.7%	17.9%	14.7%	18.5%	16.2%
- Richiedono un investimento minimale troppo elevato	7.5%	6.5%	7.1%	5.9%	7.7%	6.8%
- Sono stati sconsigliati dagli intermediari	3.2%	2.8%	10.7%*	8.8%*	-*	-
- Altro	5.4%	4.6%	7.1%	5.9%	4.6%	4.1%
Totali	116.1%	100.0%	121.4%	100.0%	113.8%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei d&h traders e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

I motivi della non negoziazione in strumenti derivati sono principalmente legati a problemi di conoscenza delle caratteristiche degli strumenti, facendo supporre che vi siano ampi spazi per ampliarne l'utilizzo e per porre in atto politiche di *education* da parte degli operatori. Il 37,6% degli investitori non conosce infatti le caratteristiche di futures, opzioni e covered warrant e un ulteriore 19,4%, pur conoscendo di cosa si tratta, ritiene di non avere competenze sufficienti per utilizzarli. La motivazione del non investimento si lega a ragioni di attitudine al rischio (lo strumento è giudicato troppo rischioso) per circa 1 investitore su 4 (24,7%)²⁶.

La necessità di approfondire le conoscenze sulle caratteristiche degli strumenti derivati appare evidente anche dalle problematiche indicate da chi li ha effettivamente negoziati negli ultimi tre anni. La maggioranza dichiara di incontrare ancora delle difficoltà

(26) E' interessante osservare come secondo il 7,5% degli investitori il taglio minimo per operare su questi strumenti sia troppo elevato. Ammettendo che non vi sia in questa risposta un *bias* conoscitivo, ed escludendo quindi che questo tipo di critica possa essere rivolta a opzioni e covered warrant, se ne evince un segnale di sovrardimensionamento della *size* degli strumenti futures disponibili rispetto alle esigenze di alcuni investitori, nonostante grazie all'introduzione del MiniFIB nel corso del 2001 l'investimento richiesto per utilizzare questo prodotto si sia ridotto al 20% dell'ammontare precedentemente necessario.



nella loro negoziazione (61,3%, prevalentemente tra gli attivi). Le problematiche sono soprattutto legate alla gestione dell'operatività su questi strumenti: scarsa negoziabilità (17,9%, prevalentemente citata dai *d&h traders*), difficoltà di monitorarne l'andamento (10,4%), struttura degli strumenti complessa (9,4%), gestione dei margini (3,8%). Restano i problemi conoscitivi (6,6%), e solo in ultimo i problemi di natura tecnica della piattaforma (complessivamente per il 4% circa degli intervistati). I problemi conoscitivi sono maggiormente citati dal gruppo degli attivi.

Tavola 21 - Difficoltà alla negoziazione in strumenti derivati⁽¹⁾

	TOL		Day & heavy		Attivi	
	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.	% ind.	% risp.
Nessuna difficoltà particolare	38.7%	38.0%	41.3%	40.4%	36.7%	36.1%
Esistenza di difficoltà	61.3%	62.0%	58.7%	59.6%	63.3%	63.9%
di cui:						
- Scarsa liquidabilità, negoziabilità (<i>market makers</i>)	17.9%	17.6%	28.3%*	27.7%	10.0%*	9.8%
- Difficile monitoraggio dell'andamento	10.4%	10.2%	4.3%	4.3%	15.0%	14.8%
- Struttura dello strumento troppo complessa	9.4%	9.3%	8.7%	8.5%	10.0%	9.8%
- Non è chiaro il funzionamento, non li ho ben capiti	6.6%	6.5%	2.2%	2.1%	10.0%	9.8%
- Gestione dei margini complicata	3.8%	3.7%	4.3%	4.3%	3.3%	3.3%
- Problemi tecnici della piattaforma	2.8%	2.8%	6.5%	6.4%	-	-
- Il software della piattaforma è complesso	0.9%	0.9%	-	-	1.7%	1.6%
- Altro	11.3%	11.1%	6.5%	6.4%	15.0%	14.8%
Totale	101.9%	100.0%	102.2%	100.0%	101.7%	100.0%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



5. Modalità di negoziazione e intermediari

5.1 Intermediari utilizzati e modalità di realizzazione delle operazioni

L'utilizzo di un intermediario *online* è per costruzione comune a tutti gli intervistati, sia esso di matrice bancaria o non, sia esso specializzato o meno. Questo canale continua però a convivere con altre tipologie di intermediari nel 39,0% dei casi. Nel 30,5% viene affiancato al servizio offerto dalla banca tradizionale: presso lo sportello (24,5%) o tramite un promotore finanziario bancario (11,0%). Nel 10,0% dei casi vengono citate le Sim, anche tramite promotori finanziari. Pur non modificando il *ranking*, i canali di natura bancaria sono relativamente più diffusi tra gli attivi, mentre le Sim sono menzionate con maggior frequenza dai *d&h traders*. Per più della metà dei soggetti intervistati (61,0%) l'intermediario *online* resta comunque l'unico utilizzato.

Tavola 22 - Tipologia di intermediari utilizzati⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
Intermediario che fornisce servizi <i>online</i>	100.0%	100.0%	100.0%
Solo intermediario che fornisce servizi <i>online</i>	61.0%	59.5%	61.9%
Utilizza anche altri intermediari	39.0%	40.5%	38.1%
di cui:			
- Banca tradizionale (agenzia)	24.5%	21.6%	26.2%
- Promotore finanziario bancario	11.0%	9.5%	11.9%
- Società di intermediazione mobiliare (Sim), anche con promotori	10.0%	16.2%*	6.3%*
- Società di gestione del risparmio (Sgr), anche con promotori	5.5%	5.4%	5.6%
- Compagnia di assicurazioni, anche con promotori	5.0%	4.1%	5.6%
- Posta	2.0%	2.7%	1.6%
- Altri intermediari	1.5%	2.8%	0.8%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Tavola 23 - Modalità di realizzazione delle operazioni⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
- Online	100.0%	100.0%	100.0%
- Di persona presso uno sportello bancario o postale, in un ufficio della rete di vendita	16.5%	9.5%	20.6%
- Di persona ricevendo a casa o in ufficio un rappresentante dell'intermediario	5.5%	5.4%	5.6%
- Direttamente con qualcuno per telefono	8.0%	8.1%	7.9%
- Per telefono tramite un call center specializzato	14.0%	17.6%	11.9%
- Altro	0.5%	1.4%	-

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Dal punto di vista delle modalità di realizzazione degli investimenti (tavola 23), in aggiunta all'operatività *online*, il canale telefonico ha un posto equivalente a quello della relazione personale: il 19,5% utilizza il telefono (il 14,0% cita un *call center* specializza-



to) e pressoché la medesima percentuale (20,5%) effettua le operazioni tramite un rappresentante dell'intermediario (presso uno sportello, a casa o in ufficio). Affiancare al canale *online* una relazione personale diretta con professionisti del settore è più caratteristico degli attivi, mentre i *d&h traders* prediligono l'uso di un *call center* specializzato.

5.2 Incidenza del canale *online* per tipologia di strumento finanziario

Il canale *online*, seppure prevalente, continua dunque a convivere con altre modalità tradizionali di realizzazione degli investimenti. La tavola 24 mette in luce il ruolo del canale *online* per tipologia di prodotto negoziato, per valutare se e quanto sia prevalente o esclusivo. La negoziazione *online* catalizza l'operatività solo su alcune tipologie di prodotti, in generale quotati, sui quali risultano esaltati alcuni benefici dell'operatività *online* in quanto più idonei alla realizzazione di negoziazioni di breve termine. Si tratta dell'investimento diretto in azioni, siano esse quotate sui mercati di Borsa Italiana (96,4%) o su Borse estere (86,5%), dell'investimento in strumenti derivati (75,6% per i covered warrant e 78,7% per gli altri strumenti derivati) e dell'investimento in ETF (81,8%). Il canale *online* nella negoziazione di titoli di Stato e titoli obbligazionari ha una penetrazione comunque elevata (il 50% circa, rispettivamente 56,5% e 48,9%), anche se inferiore al primo gruppo. Scende al 35% nel mondo dei fondi comuni d'investimento.

I *d&h traders* si caratterizzano per un ricorso al canale *online* più elevato, sia sui prodotti "tipici" dell'*online* (azioni, derivati e ETF), sia su strumenti finanziari quali titoli di Stato, obbligazioni (rispettivamente 65,2% e 52,9%, contro 52,2% e 46,7%) e fondi comuni d'investimento (38,7% per gli azionari e 39,1% per gli altri, contro 33,8% e 35,1%).

Tavola 24 - Diffusione del canale *online* per strumento finanziario negoziato⁽¹⁾

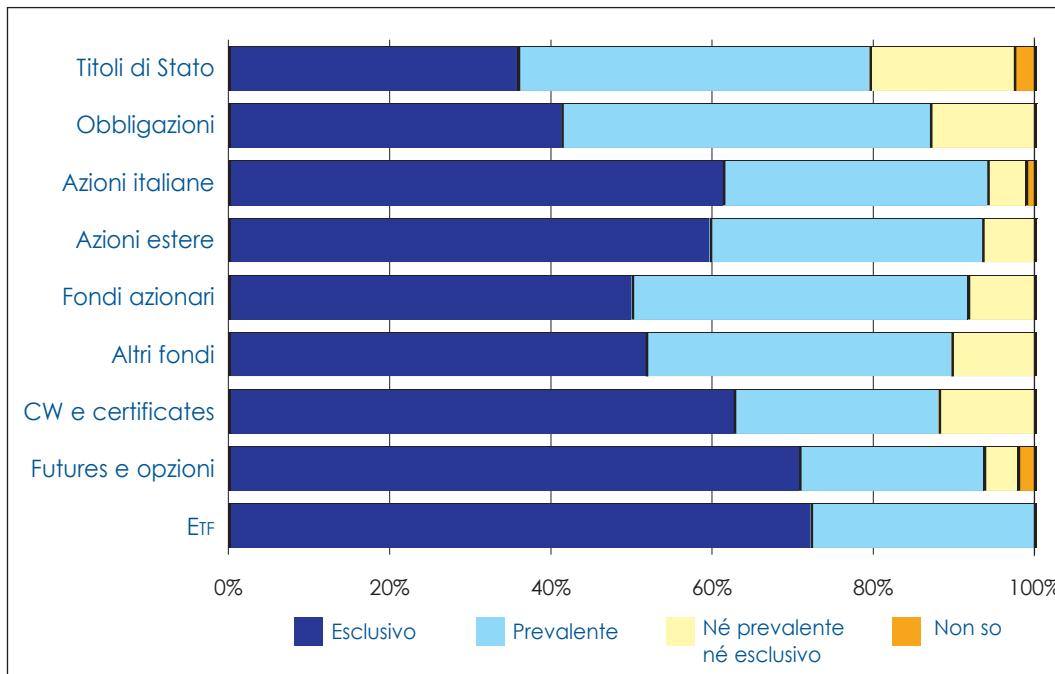
	Tot	Day & heavy	Attivi
Titoli di Stato	56.5%	65.2%	52.2%
Titoli obbligazionari	48.9%	52.9%	46.7%
Azioni	96.4%	96.0%	96.8%
- di società quotate presso Borsa Italiana	96.4%	95.9%	96.8%
- di società quotate su Borse estere	86.5%	90.0%	83.7%
Fondi comuni di investimento azionari	35.3%	38.7%	33.8%
Fondi comuni di investimento monetari, obbligazionari e bilanciati	36.3%	39.1%	35.1%
Strumenti derivati	81.1%	87.0%	76.7%
- Covered warrant e certificates	75.6%	75.9%	75.5%
- Futures e opzioni	78.7%	87.9%*	67.9%*
ETF	81.8%	90.0%	75.0%

(1) Percentuale di coloro che utilizzano il canale *online* sul totale di chi negozia il prodotto corrispondente

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Laddove il canale *online* viene utilizzato, questo diventa nella maggior parte dei casi prevalente o esclusivo (figura 2). L'esclusività nell'utilizzo del canale *online* raggiunge le percentuali più elevate presso la negoziazione di azioni (61,4% se italiane e 59,7% se estere), di strumenti derivati (62,7% per i covered warrant e 70,8% per futures e opzioni) e di ETF (72,2%).

Figura 2 - Prevalenza del canale *online* per tipologia di strumento finanziario


Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

5.3 Tipologia di intermediari, servizi offerti e livello di soddisfazione

I TOL italiani utilizzano un solo intermediario *online* nel 65,5% dei casi, anche se non mancano soggetti che ne utilizzano due (circa 1 investitore su 4) oppure tre o più. La presenza di più di un intermediario non è specifica dei soli *d&h traders* (tavola 25).

Tavola 25 - Numero di intermediari utilizzati

	TOL	Day & heavy	Attivi
Un solo intermediario	65.5%	64.9%	65.9%
Due intermediari	23.5%	20.3%	25.4%
Tre o più intermediari	9.5%	13.5%	7.2%
Non so, non ricordo	1.5%	1.4%	1.6%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

La tipologia di intermediari utilizzati (in generale e come primo intermediario) è stata classificata sulla base dell'appartenenza del fornitore di servizi *online* ai principali gruppi bancari o assicurativi e sulla base del grado di specializzazione, definita in modo qualitativo in funzione dell'ampiezza della gamma di servizi offerti e/o della prevalenza dell'*online* sugli altri canali distributivi. Tra i TOL che, come definiti ai fini della ricerca, si caratterizzano per livelli di movimentazione al di sopra della soglia minima di uno scambio ogni 15 giorni, l'offerta *online* dei maggiori gruppi ha una penetrazione di mercato elevata (68,0%). Nel 48,0% dei casi viene utilizzata in modo esclusivo.

La ripartizione tra intermediari specializzati e non specializzati vede poco più della



metà dei TOL (52,0%) utilizzare almeno un intermediario specializzato. Nel complesso si affidano completamente a questa tipologia di offerta il 34,5% degli investitori, mentre il 17,5% di essi vi affianca un'offerta di tipo non specializzato²⁷. La quasi totalità degli intermediari menzionati è di derivazione italiana: la penetrazione di *players* internazionali in questo segmento è ancora marginale.

Tavola 26 - Tipologia di intermediari utilizzati

	TOL	Day & heavy	Attivi
Totale intermediari utilizzati⁽¹⁾			
- Solo intermediari specializzati ⁽²⁾	34.5%	37.8%	32.5%
- Entrambi	17.5% } 52.0%	23.0% } 60.8%*	14.3% } 46.8%*
- Solo intermediari online non specializzati	48.0%	39.2%*	53.2%*
- Solo canale online dei maggiori gruppi ⁽³⁾	48.0%	32.4%	57.1%
- Entrambi	20.0% } 68.0%	23.0% } 55.4%*	18.3% } 75.4%*
- Solo altri intermediari online	32.0%	44.6%*	24.6%*
Principale intermediario utilizzato			
- Intermediari specializzati ⁽²⁾	45.5%	55.4%*	39.7%*
- Intermediari online non specializzati	54.5%	44.6%*	60.3%*
- Canale online dei maggiori gruppi ⁽³⁾	55.5%	37.8%*	65.9%*
- Altri intermediari online	44.5%	62.2%*	34.1%*

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

(2) Nelle interviste effettuate sono stati citati i seguenti intermediari specializzati: Directa Sim, Fineco, IWBank-Epta Trading, Millennium Sim, Online Sim, Piazza Affari Sim, Twice Sim

(3) Nelle interviste effettuate sono state citate le offerte online dei seguenti maggiori gruppi: BNL, Capitalia (inclusa Fineco), Generali (inclusa Banca Primavera), Gruppo Intesa (Intesa Trade), Monte Paschi (incluso Banca 121), S.Paolo Imi (inclusa Fideuram), Unicredito (incluso Xelion)

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

I diversi gruppi di TOL per frequenza di operatività si distinguono piuttosto nettamente per tipologia di intermediario utilizzato, sia in relazione alla matrice del fornitore del servizio, sia rispetto alla specializzazione dell'offerta. I *d&h traders* utilizzano infatti in prevalenza intermediari specializzati nell'offerta *online*: il 60,8% ha dichiarato di utilizzare almeno un intermediario specializzato e nel 55,4% dei casi questo è il principale canale con cui effettua negoziazioni *online*. La percentuale scende al 46,8% tra gli attivi, che nel 39,7% dei casi lo utilizzano quale intermediario principale. I *d&h traders* utilizzano inoltre in prevalenza (55,4%) offerte provenienti dai maggiori gruppi (nel 37,8% dei casi come principale intermediario), ma in misura nettamente inferiore agli attivi (75,4%, nel 65,9% dei casi come principale)²⁸.

La comprensione dei bisogni legati ai servizi di negoziazione (tavola 27) e il livello di soddisfazione percepito sono stati indagati attraverso il giudizio su alcuni aspetti spe-

(27) Questi dati non possono essere interpretati quali *proxy* delle quote di mercato delle diverse tipologie di operatori in senso generale, vista la sovraccampionatura della classe dei *d&h traders* utilizzata in fase di selezione del campione d'indagine e le differenze esistenti tra i diversi gruppi di TOL. Possono essere invece interpretati in questo senso all'interno di ciascuna classe.

(28) Le due variabili sono parzialmente sovrapposte a causa dell'offerta specializzata di alcuni grandi gruppi. I risultati evidenziano come la ripartizione della clientela degli intermediari di grandi gruppi con offerte di tipo specializzato contenga una quota di TOL attivi superiore alla media degli altri intermediari specializzati.



cifici dell'offerta. Il giudizio è stato espresso su una scala compresa tra 5 (massima rilevanza) e 1 (minima rilevanza).

Tavola 27 - Criteri di scelta dell'intermediario⁽¹⁾

	TOL Media	Day & heavy		Attivi	
		Molto importante	Media	Molto importante	Media
- Affidabilità e sicurezza tecnologica	4.9	93.2%	4.9	88.0%	4.8
- Prezzi aggiornati in modo continuo degli strumenti da negoziare	4.8	91.9%*	4.9	77.4%*	4.7
- Velocità di esecuzione e conferma delle negoziazioni	4.7	79.7%	4.7	76.8%	4.7
- Costi delle singole operazioni	4.5	62.2%	4.4	72.0%	4.6
- Facilità di utilizzo del sito e della piattaforma di negoziazione	4.5	66.2%	4.5	61.6%	4.4
- Costi di mantenimento del conto	4.3	59.5%	4.1	60.3%	4.4
- Possibilità di introdurre automatismi di acquisto e di vendita	4.2	62.2%*	4.3	51.6%*	4.1
- Accesso a servizi informativi, news, grafici e informazioni	4.1	56.8%	4.3	47.2%	4.1
- Accesso a specifici mercati/prodotti (es. derivati, mercati esteri)	3.9	54.1%*	4.1	34.7%*	3.7
- Esistenza di un <i>call center</i> di supporto	3.7	54.1%*	4.1	28.0%*	3.5
- Accesso a strumenti di leverage	3.1	32.9%*	3.5	13.7%*	2.8
- Accesso a servizi di formazione e consulenza	3.0	18.9%	3.0	10.4%	2.9
- Notorietà dell'intermediario che fornisce il servizio	2.9	18.9%	2.9	15.2%	2.9
- Possibilità di fare simulazioni	2.7	14.9%	2.9	7.4%	2.6

(1) Valutazione di importanza su una scala da 1 (basso) a 5 (elevato); valutazioni effettuate su coloro che hanno espresso un'opinione su ciascun servizio

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Le caratteristiche ritenute più importanti sono l'affidabilità e la sicurezza tecnologica della piattaforma (4,9) e l'aggiornamento in tempo reale dei prezzi degli strumenti da negoziare (4,8). Seguono aspetti legati all'efficienza operativa, ovvero la velocità di esecuzione e conferma degli ordini (4,7), i costi delle singole operazioni (4,5) e della tenuta conto (4,3) e la facilità di utilizzo del sito e della piattaforma di *trading* (4,5). La scelta di un intermediario *online* trova dunque i suoi pilastri nei bisogni primari legati all'operatività attraverso questo strumento (affidabilità tecnologica e disponibilità in tempo reale delle quotazioni) e nelle necessità di efficienza (costi, rapidità e semplicità di *execution*). Sono meno citate come rilevanti l'insieme delle *facilities*, siano esse di negoziazione o di informazione/formazione. In particolare, si tratta nel primo caso di servizi legati all'operatività *online*, quali la possibilità di inserire automatismi (4,2), la possibilità di negoziare prodotti derivati e di accedere a mercati esteri (3,9), l'esistenza di un *call center* di supporto (3,7). Nel secondo caso si tratta della possibilità di avere accesso a *news* e grafici (4,1) o a servizi di consulenza (3,0).

**Tavola 28 - Valutazione dei servizi del proprio intermediario online⁽¹⁾**

	Tol Media	Day & heavy		Attivi	
		Molto soddisfatto	Media soddisfatto	Molto soddisfatto	Media soddisfatto
- Affidabilità e sicurezza tecnologica	4.4	58.1%	4.3	58.1%	4.5
- Facilità di utilizzo del sito e della piattaforma di negoziazione	4.3	50.0%	4.2	50.0%	4.3
- Prezzi aggiornati in modo continuo degli strumenti da negoziare	4.2	58.1%	4.2	53.2%	4.2
- Velocità di esecuzione e conferma delle negoziazioni	4.2	45.9%	4.1	48.4%	4.2
- Costi di mantenimento del conto	4.0	54.1%	4.2	44.0%	3.9
- Costi delle singole operazioni	3.9	43.2%	4.0	31.0%	3.8
- Esistenza di un <i>call center</i> di supporto	3.8	48.6%*	4.0	32.5%*	3.7
- Accesso a specifici mercati/prodotti (es. derivati, mercati esteri)	3.7	37.8%	3.8	28.1%	3.6
- Possibilità di introdurre automatismi di acquisto e di vendita	3.6	37.0%	3.7	30.2%	3.5
- Accesso a servizi informativi, news, grafici e informazioni	3.6	25.7%	3.6	26.2%	3.6
- Accesso a strumenti di leverage	3.4	31.9%	3.6	24.3%	3.2
- Accesso a servizi di formazione e consulenza	2.9	11.6%	2.9	14.7%	2.9
- Possibilità di fare simulazioni	2.7	18.8%*	3.0	7.1%*	2.5
Grado di soddisfazione complessivo	4.0	24.3%	4.0	20.6%	3.9

(1) Grado di soddisfazione su una scala da 1 (basso) a 5 (elevato); valutazioni effettuate su coloro che hanno espresso un'opinione su ciascun servizio

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

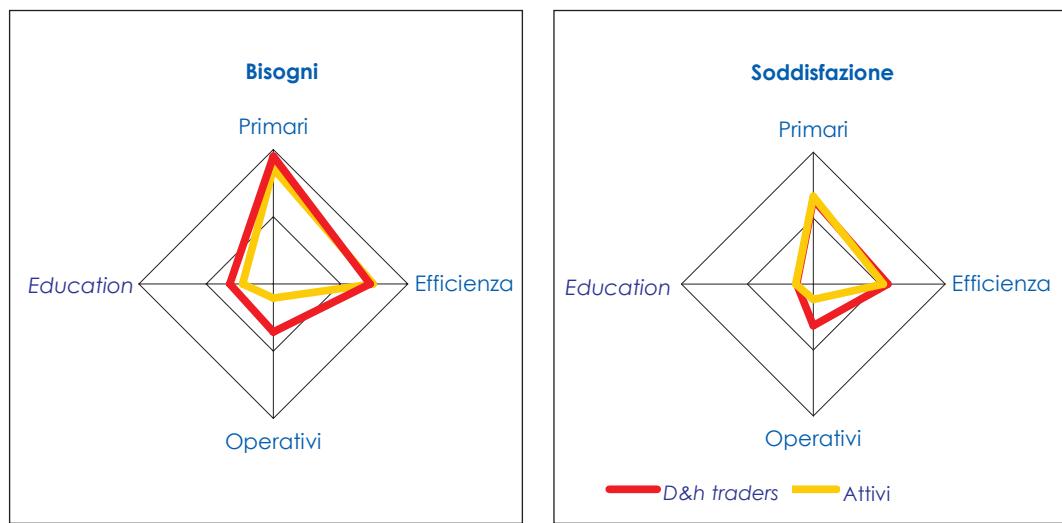
Definito il *ranking* di importanza percepita dei servizi offerti, è stato poi chiesto di valutare l'intermediario abitualmente utilizzato sulla base degli stessi criteri, quantificando il livello di soddisfazione da 5 (alto) a 1 (basso). Il grado di soddisfazione complessiva dei TOL è pari a 4,0, senza delle forti discrepanze fra *d&h traders* (4,0) e attivi (3,9). Tra gli aspetti del servizio citati (tavola 28), i giudizi migliori sono concentrati su affidabilità e sicurezza tecnologica (4,4), facilità d'utilizzo del sito e della piattaforma di negoziazione (4,3), disponibilità delle quotazioni in tempo reale e velocità di esecuzione e conferma (4,2). La simmetria tra le due tavole evidenzia una relazione positiva tra livelli di importanza (tavola 27) e soddisfazione (tavola 28). Se da un lato questa evidenza suggerisce un buona capacità da parte dei fornitori di servizi *online* di cogliere le effettive esigenze della clientela, può essere anche interpretata come segnale di una certa passività dei TOL, quasi che i bisogni siano stati gradualmente indotti dalle politiche di marketing dal lato dell'offerta, man mano che i diversi servizi sono stati introdotti o utilizzati come strumenti di innovazione e di differenziazione competitiva.

Il confronto tra le attitudini dei *d&h traders* e degli attivi è proposto nella figura 3, attraverso il voto medio assegnato alle quattro famiglie di bisogni che si sono delineati: i primari (affidabilità tecnologica e disponibilità dei prezzi aggiornati in continuo) e di efficienza (costi, velocità di esecuzione e facilità d'uso della piattaforma) e quelli secondari, suddivisi tra le *facilities* operative (diversificazione prodotti/mercati, automatismi, *call center*, possibilità di *leverage* e di fare simulazioni) e quelle di informazione ed *education* (accesso a news, grafici e servizi di consulenza). I bisogni primari e di efficienza sono comuni a tutti i TOL, benché i *d&h traders* ritengano relativamente più importante l'aggiornamento in tempo reale dei prezzi degli strumenti (per il 91,9% questo aspetto è molto importante rispetto al 77,4% degli attivi). I *d&h traders* mostrano un maggiore interesse



sul fronte dei bisogni secondari, con particolare enfasi su quelli che forniscono *facilities* di tipo operativo. Il *call center* specializzato è considerato molto importante dal 54,1% dei *d&h traders* rispetto al 28,0% degli attivi; la possibilità di introdurre automatismi rispettivamente dal 62,2% e dal 51,6%; la diversificazione dei prodotti rispettivamente dal 54,1% e dal 34,7%. In generale i bisogni evidenziati dalle due categorie non appaiono divergenti; piuttosto i *d&h traders* esprimono esigenze più marcate a fronte della loro maggiore operatività.

Figura 3 - Rilevanza e valutazione dei servizi offerti⁽¹⁾



(1) Dato medio; la scala riportata nel grafico va da 3 a 5
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



Riquadro 3 – Modelli esplicativi delle scelte dei Tol

I risultati esposti hanno evidenziato l'esistenza di interrelazioni tra la struttura del portafoglio, i livelli di operatività e le caratteristiche dei Tol, siano esse socio-demografiche o descrittive della tipologia di investitore, intesa come livello di sofisticazione, autonomia decisionale e ricorso a specifici canali e intermediari per la realizzazione delle negoziazioni.

E' però possibile aggiungere alcune ulteriori indicazioni scendendo nel dettaglio delle famiglie di prodotti negoziati. In particolare, poiché pressoché tutti gli intervistati negoziano prodotti cash, è possibile individuare le determinanti specifiche della frequenza di negoziazione. L'utilizzo di strumenti derivati (covered warrant, futures e opzioni) è invece circoscritto solo a un sottocampione dei Tol; a tal proposito è dunque possibile approfondire i motivi che spingono ad ampliare l'operatività anche verso questi prodotti. Sono stati dunque testati alcuni modelli esplicativi, con l'obiettivo di verificare quali fattori motivino:

- il livello della frequenza di negoziazione sugli strumenti cash (azioni, obbligazioni, Etf), attraverso la stima di un modello Ols la cui variabile dipendente è il numero medio di negoziazioni effettuate (il 98,5% del campione è stato attivo su questi strumenti negli ultimi 3 anni);
- la probabilità di operare su strumenti derivati (covered warrant, futures e opzioni); a tal fine sono stati stimati dei modelli logit in cui la variabile dipendente assume valore unitario se l'intervistato ha dichiarato di aver negoziato nei tre anni precedenti almeno uno strumento derivato e zero nel caso in cui non l'abbia fatto. Al modello generale che aggrega coloro che negoziano covered warrant, futures e opzioni (53,0% del totale degli intervistati) sono stati affiancati due modelli specifici, il primo per coloro che hanno negoziato covered warrant (39,0%), il secondo per coloro che hanno negoziato futures e opzioni (30,5%)¹.

Sono state considerate tre famiglie di variabili esplicative che descrivono rispettivamente le caratteristiche socio-demografiche, il profilo di investitore considerato (ovvero il livello di sofisticazione come definito nel riquadro 1, il livello di autonomia decisionale, il fatto di essere *d&h trader*) e il ricorso a specifici canali e intermediari per la realizzazione delle negoziazioni (utilizzo esclusivo al canale *online*, numero di intermediari utilizzati, ricorso a intermediari specializzati).

I risultati dei modelli suggeriscono che il livello di operatività su strumenti cash è positivamente correlato soprattutto con il grado di autonomia decisionale dell'investitore e in seconda battuta con il livello di sofisticazione finanziaria (che riassume il livello di istruzione su temi finanziari, l'aver partecipato a corsi specifici di formazione, la lunghezza del periodo di operatività e il tempo dedicato all'informazione su temi finanziari). Ciò significa che la frequenza di partecipazione ai mercati cash fa leva non tanto su caratteristiche demografiche degli individui², quanto su aspetti conoscitivi e comportamentali³. Questa variabile spiega anche la scelta di negoziare strumenti derivati. Al crescere dell'indicatore aumenta in modo significativo la probabilità di includere tali strumenti tra quelli negoziati. Una seconda variabile che contribuisce a spiegare una maggiore probabilità in questa direzione è costituita dall'uso esclusivo del canale *online*.

Anche la maggiore partecipazione da parte dei Tol alla negoziazione di strumenti derivati passa attraverso variabili in qualche modo influenzabili da parte dell'in-



dustry, lasciando intravedere spazi di crescita laddove si sia in grado di supportare lo sviluppo di maggiori livelli di sofisticazione attraverso un'offerta di servizi specifici.

Modelli esplicativi della negoziazione di strumenti *cash* e derivati ^(a)

	Numero di trades su strumenti cash β	Probabilità di negoziare:		
		Derivati	CW	Futures e opzioni
Livello di sofisticazione	194.0* (117.9)	1.61** (0.362)	1.85*** (0.414)	1.97** (0.529)
Autonomia decisionale	534.2*** (153.2)	0.71 (0.294)	0.59 (0.233)	2.27* (1.080)
Day & heavy traders	.. ..	1.57 (0.599)	0.80 (0.309)	2.44** (1.104)
Numero di strumenti negoziati	117.5 (81.9)	.. ..	.. ..	.. ..
Uso esclusivo del canale online	93.9 (226.7)	8.30** (8.313)	7.82* (9.416)	9.59* (11.590)
Intermediari specializzati	288.5 (231.2)	2.21** (0.737)	1.08 (0.348)	3.80*** (1.577)
Numero di intermediari utilizzati	37.3 (179.0)	1.56** (0.346)	1.07 (0.233)	2.11*** (0.565)
Età	-9.9 (57.8)	0.85* (0.083)	0.93 (0.087)	0.73*** (0.088)
Operatore nel settore finanziario	-279.2 (490.9)	3.61 (3.307)	1.60 (1.308)	1.03 (1.210)
Pensionato	92.5 (381.4)	1.07 (0.670)	0.75 (0.467)	2.70 (2.098)
Dirigente	-171.7 (236.1)	1.78 (0.877)	1.43 (0.665)	5.83*** (3.377)
Professionista/lavoratore autonomo	-32.0 (290.8)	1.24 (0.552)	0.74 (0.313)	2.49* (1.271)
Nord Ovest	603.9** (268.6)	0.56 (0.231)	0.48* (0.207)	1.61 (0.827)
Nord Est	464.4* (253.1)	0.37 (0.194)	0.51 (0.260)	0.50 (0.357)
Sud e isole	739.5** (309.0)	0.74* (0.422)	1.04 (0.555)	1.12 (0.695)
Numero di osservazioni	194	199	199	199
R ² (c)	0.10	0.17	0.11	0.31
F test (d)	2.23***	34.6**	21.5*	67.5***

(a) I modelli testati sono di tipo Ols per il numero di trades sugli strumenti cash e logit negli altri casi. Nel primo modello logit la variabile dipendente assume valore unitario se l'individuo ha negoziato o detenuto nel corso degli ultimi tre anni covered warrant, opzioni o futures, e zero altrove; nel secondo se ha negoziato covered warrant e nel terzo se ha negoziato opzioni o futures. In presenza di significatività statistica, odds ratio superiori a uno indicano che al crescere della variabile considerata cresce la probabilità che l'intervistato negozi strumenti derivati, mentre la probabilità si riduce se l'odds ratio è inferiore all'unità

(b) Tra parentesi sono indicati gli errori standard, calcolati con lo stimatore di varianza robusto Huber-White; i livelli di significatività sono indicati all'1% ***, 5% **; 10% *

(c) Pseudo R² per modelli logit

(d) Wald test per modelli logit

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



Il confronto tra il modello relativo alla probabilità di negoziare covered warrant e quello relativo alla negoziazione di futures e opzioni pone in risalto come ulteriori specificità tendano a concentrarsi essenzialmente nel secondo. Il fatto che si operi con frequenza almeno giornaliera (*d&h trader*) è un aspetto positivamente correlato all'uso di strumenti IDEM; a esso si affianca l'autonomia decisionale. Nell'ambito delle variabili che descrivono la relazione con gli intermediari, la probabilità di negoziare futures e opzioni cresce in presenza dell'utilizzo di più intermediari o di intermediari che, per l'esclusività nell'uso dell'*online* come canale distributivo o per la gamma di servizi offerti, possono essere definiti specializzati. Ovviamente, in relazione a quest'ultima variabile, possono esservi problemi interpretativi legati a fenomeni di endogeneità, poiché il ricorso a questi intermediari può essere dovuto al fatto che la loro offerta di prodotti prevede proprio la possibilità di negoziare, tra gli altri, futures e opzioni.

Infine, tra le variabili socio-demografiche sono significative l'età e la tipologia di professione. E' più probabile che siano i giovani a negoziare strumenti derivati, come confermato anche dal fatto che non è significativa la variabile dummy relativa ai pensionati. Sul piano dell'attività professionale, presso coloro che svolgono attività di liberi professionisti/lavoratori autonomi e presso i dirigenti è più probabile che vi siano negoziatori di strumenti derivati. La provenienza dal settore finanziario non risulta invece significativa.

Per la frequenza di negoziazione di covered warrant e derivati (i cui risultati non sono stati riportati) valgono considerazioni simili a quelle fatte per gli strumenti cash, dove è soprattutto l'autonomia decisionale e, benché con un'incidenza inferiore, il livello di sofisticazione finanziaria degli individui ad accrescere l'operatività⁴.

-
- (1) I due modelli non sono perfettamente disgiunti, essendovi alcuni Tol che negoziato sia covered warrant che futures e opzioni (16,5%).
 - (2) La variabile reddito è stata omessa dalla stima poiché non disponibile per tutti gli intervistati; le regressioni sul sottocampione che ha indicato il livello di reddito non hanno però individuato significatività per questa variabile.
 - (3) Risultati simili si ottengono anche considerando la sola negoziazione di azioni italiane. In tal caso la variabile grado di sofisticazione perde parzialmente di rilevanza (pur permanendo un effetto positivo statisticamente significativo), suggerendo come questa sia associata anche a fenomeni di diversificazione nella tipologia di strumenti cash negoziati e tipicamente all'introduzione nel portafoglio di azioni estere.
 - (4) L'insufficiente numerosità campionaria non ha consentito di ottenere modelli sufficientemente robusti per spiegare quali variabili influenzano la numerosità degli scambi su strumenti derivati, per cui si è optato per una valutazione solo qualitativa dei risultati ottenuti.



6. Canali di informazione

Il tema della relazione tra investitori *online* e informazione è estremamente delicato. L'accesso a Internet amplia infatti la disponibilità complessiva di fonti informative e modifica in modo significativo la tipologia di informazioni rilevanti per l'investitore, poiché riduce il costo di alcune fonti rispetto ad altre. L'utilizzo del canale *online* valorizza soprattutto la possibilità di disporre di informazioni *real time*, dando luogo a una crescente enfasi sugli aspetti di velocità e immediatezza. La possibilità di effettuare rapidamente comparazioni tra fonti diverse accresce le esigenze e la sofisticazione degli investitori. Un quantitativo più elevato di informazione, affinché si traduca in una migliore capacità decisionale, deve però tramutarsi in una maggiore conoscenza effettiva dei temi finanziari e in una più attenta selezione dell'informazione davvero rilevante.

Tavola 29 - Tipologia di informazione consultata⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
- Grafici di andamento dei mercati/dei prezzi dei titoli	72.5%	75.7%	70.6%
- Commenti e articoli sull'andamento della società	67.5%	68.9%	66.7%
- Commenti e previsioni di scenario macroeconomico e/o settoriale	66.0%	63.5%	67.5%
- Commenti e grafici di analisi tecnica	65.0%	71.6%	61.1%
- Bilanci delle società quotate	30.0%	41.9%*	23.0%*
- Dibattiti e suggerimenti su forum/newsgroups tematici	27.0%	28.4%	26.2%
- Ricerche degli analisti sulle società quotate	21.0%	24.3%	19.0%
- Contributi di esperti su tecniche d'investimento e caratteristiche dei prodotti negoziati	17.0%	16.2%	17.5%
- Consigli di un esperto/conoscente	14.5%	12.2%	15.9%
- Altre tipologie	0.5%	1.4%	-
Nessuna	1.0%	1.4%	0.8%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Per tracciare i comportamenti informativi dei TOL è opportuno ricostruirne il processo decisionale, partendo dalle tipologie di informazioni ricercate per effettuare gli investimenti, per arrivare al modo in cui tali informazioni vengono reperite, al grado di soddisfazione e all'individuazione delle aree considerate problematiche. Per quanto riguarda le informazioni utilizzate per realizzare un investimento (tavola 29), i TOL si basano principalmente su grafici di andamento dei mercati o dei prezzi dei titoli (72,5%), cui affiancano commenti di scenario sull'andamento delle singole società (67,5%) o di evoluzione macroeconomica e/o settoriale (66,0%), e commenti e grafici di analisi tecnica (65,0%). L'importanza di queste fonti è simile indipendentemente dalla tipologia di TOL. Tra coloro che analizzano più in dettaglio documenti relativi alle singole società, il 30,0% degli intervistati menziona i bilanci aziendali e il 21,0% le ricerche effettuate dagli analisti. Questa tipologia di informazione, e in particolare il ricorso ai bilanci delle società quotate, è di maggior uso da parte dei *d&h traders* (41,9%) rispetto agli attivi (23,0%). Presso questo gruppo è anche più diffuso il ricorso a strumenti di analisi tecnica (71,6% contro 61,1%). Un buon rilievo è dato anche al ruolo di *network* svolto da forum e *newsgroups* (27,0%). Meno utilizzati per la scelta dell'investimento sono i consigli di esperti o cono-



scenti, menzionati dal 14,5% degli intervistati. Tale risultato è verificato sia per i *d&h traders* (12,2%), sia per gli attivi (15,9%). I risultati appaiono dunque in linea con una figura di investitore che opera in autonomia e che sceglie le fonti che dispongono dell'informazione necessaria per potersi formare un'opinione personale sugli andamenti degli strumenti finanziari ritenuti di interesse.

Tavola 30 - Fonti informative maggiormente utilizzate⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
Internet	83.5%	86.5%	81.8%
Siti specializzati	68.5%	68.9%	68.3%
Sito del proprio intermediario <i>online</i>	34.7%	46.6%*	27.8%*
Siti generici	16.6%	20.5%	14.3%
Siti di altre società finanziarie	11.1%	19.2%*	6.3%*
Siti delle società quotate	8.5%	13.7%	5.6%
Forum, newsgroups su temi finanziari	2.5%	2.7%	2.4%
Posta elettronica	-	-	-
Fonti non Internet	66.0%	60.8%	69.1%
Carta stampata	59.0%	55.4%	61.1%
Quotidiani economici specializzati	54.3%	50.7%	56.3%
Riviste economiche	11.1%	11.0%	11.1%
Quotidiani generici	3.0%	2.7%	3.2%
Libri	1.0%	2.7%	-
Radio e televisione	10.5%	9.5%	11.1%
Programmi televisivi	8.5%	8.2%	8.7%
Programmi radiofonici	2.5%	2.7%	2.4%
Televideo	2.0%	-	3.2%
TV tematiche a pagamento	1.5%	1.4%	1.6%
Relazionali	2.0%	2.7%	1.6%
Promotore finanziario	1.5%	2.7%	0.8%
Familiari/amici	0.5%	-	0.8%
Commercialista/ragioniere	-	-	-
Impiegato di banca	-	-	-
Altre fonti	4.0%	5.4%	4.0%
Data e info providers	1.5%	2.7%	0.8%
Pubblicità su riviste, quotidiani o in TV	0.5%	-	0.8%
Deplianti informativi delle banche	0.5%	1.4%	-
Messaggi wap\sms	0.5%	-	0.8%
Informazione per posta	-	-	-
Borsino video	-	-	-
Corsi e seminari	-	-	-
Altro	1.5%	1.4%	1.6%
Utilizzatori esclusivi di Internet	33.5%	37.8%	31.0%
Utilizzatori esclusivi di fonti non Internet	16.0%	12.2%	18.3%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla e fa riferimento a tutti i rispondenti

* Indica significatività statistica al 95% delle differenze tra i gruppi dei *d&h traders* e degli attivi

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

Tra i canali di reperimento delle informazioni rilevanti per decidere e monitorare i propri investimenti (tavola 30), i TOL ricorrono in modo consistente a Internet. Si tratta del canale menzionato dall'83,5% degli intervistati ed è l'unico utilizzato per il 33,5% di essi. Permane ovviamente una convivenza con i mezzi di comunicazione tradizionali, in particolare con la carta stampata, menzionata dal 59,0% dei TOL. Presso questa tipologia di investitori le nuove tecnologie hanno in parte sostituito e in parte integrato le fonti più classiche d'informazione, coprendone probabilmente alcune lacune percepite come rile-



vanti dato il loro profilo di operatività, tra le quali la disponibilità di informazioni aggiornate rapidamente o in tempo reale.

Ordinando le fonti informative per importanza, al primo posto vi sono i siti Internet specializzati nell'affrontare temi di finanza (68,5%)²⁹, seguiti dai quotidiani economici specializzati (54,3%) e dal sito del proprio intermediario *online* (34,7%). L'ordine rimane sostanzialmente immutato nel momento in cui si condiziona per il livello di operatività. I *d&h traders* sono più propensi, rispetto agli attivi, all'uso del sito Internet del proprio intermediario (46,6% contro il 27,8%), di altre società di natura finanziaria (19,2% contro il 6,3%) e delle società quotate (13,7% contro il 5,6%), fatto da leggersi probabilmente alla luce della necessità di reperire i bilanci delle imprese nelle quali si è investito o si desidera investire. Sono pressoché assenti presso i TOL i canali informativi legati alla relazione personale: non sono mai menzionati né l'impiegato di banca né il commercialista, mentre i promotori finanziari sono citati dall'1,5% e gli amici e i familiari dallo 0,5%. Le fonti informative usate sono dunque coerenti sia con il canale di *execution* prevalentemente utilizzato sia con la volontà di ricevere informazioni direttamente e non mediate da terzi.

Il grado di soddisfazione (5 per un livello elevato, 1 per un livello basso) per le fonti informative utilizzate è abbastanza elevato e pari a 3,7, senza marcate differenze tra *d&h traders* e attivi. E' però interessante separare il gruppo di investitori che utilizzano esclusivamente fonti informative *online* da coloro che usano solo fonti non Internet: il livello di soddisfazione per l'informazione *online* (3,6) è infatti mediamente inferiore a quello relativo alle fonti tradizionali (3,9). Per le prime il numero di utilizzatori soddisfatti è inferiore (56,9% contro 72,7%).

Laddove si chiede agli intervistati di individuare le ragioni principali di scarso appagamento (tavola 31), la mancanza di affidabilità delle informazioni è la più citata (52,9%). Seguono lo scarso aggiornamento delle informazioni (22,9%) e il tempo eccessivo per recuperare i documenti (20,0%). Valutando in base al numero di scambi, la scarsa attendibilità delle informazioni è relativamente più problematica per gli attivi mentre il problema del grado di aggiornamento dell'informazione è più sentito dai *d&h traders*³⁰.

Tavola 31 - Problemi percepiti relativi alle fonti informative utilizzate⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
- Non sono affidabili	52.9%	47.4%	54.9%
- Non forniscono informazione aggiornate	22.9%	31.6%	19.6%
- Ci vuole troppo tempo	20.0%	21.1%	19.6%
- Bisogna essere esperti per capire	7.1%	5.3%	7.8%

(1) La domanda ammetteva risposta multipla
Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D

(29) Anche se sono stati intervistati utenti iscritti presso il sito Borsa Italiana, non tutti lo hanno menzionato tra i siti specializzati in temi finanziari che vengono utilizzati regolarmente per prendere le proprie decisioni di investimento.

(30) Da questo punto di vista le differenze tra utilizzatori esclusivi di fonti *online* e tradizionali indicano una maggiore complessità percepita - a fronte di una maggiore affidabilità - per le informazioni reperite sul Web. La scarsa numerosità di osservazioni non permette però di trarre conclusioni definitive al riguardo.



Riquadro 4 – Relazione con Borsa Italiana

Il livello di conoscenza di Borsa Italiana è abbastanza diffuso, sia per quanto concerne le sue attività sia per quanto riguarda i mercati gestiti e i prodotti quotati (oltre il 50% degli intervistati). L'aspetto che viene indicato in misura prevalente come meno noto riguarda in generale Borsa Italiana Spa e le attività che svolge (31,5%), aspetto che il 58,3% degli intervistati vorrebbe approfondire.

La segmentazione per livello di operatività degli intervistati non segnala particolari differenze; i *d&h traders* ritengono però di essere sistematicamente più informati, in particolare il 36,5% si dichiara molto informato circa la struttura dei mercati di Borsa Italiana, rispetto al 15,1% degli attivi. I *d&h traders* sono inoltre più desiderosi di effettuare approfondimenti in merito.

Conoscenza di Borsa Italiana, dei mercati e dei prodotti quotati

Attività	La conosce			Vuole approfondire
	Molto	Abbastanza	Poco o niente	
- Borsa Italiana Spa e la sua attività	10.0%	58.5%	31.5%	58.3%
- La struttura dei mercati di Borsa Italiana	23.0%	58.0%	19.0%	56.3%
- La segmentazione del mercato azionario italiano	28.2%	54.3%	17.6%	46.5%
- Caratteristiche dei prodotti quotati sui mercati di Borsa Italiana	23.5%	56.5%	20.0%	55.5%

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



7. Evoluzione a breve termine dell'operatività *online*

Le opinioni sull'evoluzione del livello di operatività *online* nel breve termine (12 mesi successivi a quello dell'intervista) denotano un relativo ottimismo. Pressoché la totalità (93,0%) dichiara che continuerà sicuramente a utilizzare Internet per la realizzazione delle proprie negoziazioni (e il 6,0% probabilmente). Si tratta di un risultato positivo che segnala come l'*online* sia ormai percepito come strumento di operatività acquisito. Il 46,5% dei TOL si attende un incremento dell'operatività mentre solo il 3,5% ne segnala una possibile diminuzione. Segnali di stabilità nel numero delle transazioni sono più frequenti presso gli attivi rispetto ai *d&h traders*. Laddove non ci si attende un aumento degli scambi, le ragioni addotte riguardano nel 30,2% dei casi andamenti poco favorevoli del mercato; seguono il raggiungimento di una situazione giudicata ottimale per *asset allocation* o livello di movimentazione (più citato dai *d&h traders*, 24,2%) e la presenza di vincoli di tipo finanziario (più citato dagli attivi). Non sono state citate, a ragione di una possibile riduzione dei livelli di operatività, motivazioni relative a problematicità nell'uso del canale.

Tavola 32 - Giudizi sulle prospettive dell'operatività *online* ⁽¹⁾

	TOL	Day & heavy	Attivi
Ha intenzione di continuare a negoziare <i>online</i>?			
- Sì	93.0%	95.9%	91.3%
- Probabilmente sì	6.0%	4.1%	7.1%
- Forse	0.5%	-	0.8%
- Probabilmente no	0.5%	-	0.8%
- No	-	-	-
Se sì o probabilmente sì, quali gli effetti sul numero delle transazioni <i>online</i>?			
- Aumenteranno	46.5%	55.4%	41.1%
- Rimarranno stabili	50.0%	39.2%*	56.5%*
- Diminuiranno	3.5%	5.4%	2.4%
Se rimarranno stabili o diminuiranno, perché?			
- Andamento dei mercati non favorevole	30.2%	30.3%	30.1%
- Raggiungimento di un'operatività ottimale	18.9%	24.2%	16.4%
- Vincoli di disponibilità finanziaria	13.2%	3.0%	17.8%
- Altro	31.1%	33.3%	30.1%
- Non indica	7.5%	9.1%	6.8%

(1) Le valutazioni riguardano i 12 mesi successivi al momento dell'indagine

Elaborazioni su dati Borsa Italiana - R&D



8. Conclusioni

L'analisi riguarda i TOL italiani che utilizzano l'*online* per la realizzazione delle negoziazioni in modo non saltuario, definiti come coloro che effettuano in media almeno due scambi al mese. Si tratta di una popolazione di poco più di 100 mila soggetti, che si riducono a circa 10 mila se si considera chi presenta un'operatività di tipo giornaliero (*d&h traders*). Dal punto di vista numerico è un fenomeno di nicchia, e anche per questo difficile da quantificare in modo esatto. L'analisi evidenzia gli effetti, benefici o critici, che l'utilizzo dell'*online* può avere sui comportamenti degli investitori.

Il segmento dei TOL merita di essere studiato in quanto particolarmente reattivo alle politiche di offerta dell'*industry* e capace di anticipare alcuni comportamenti potenzialmente destinati a diffondersi in modo più ampio all'interno del più vasto comparto degli investitori *retail*.

I TOL intervistati presentano un profilo chiaramente definito, sia rispetto alla popolazione italiana che all'insieme dei risparmiatori, tanto per caratteristiche socio-demografiche che per tipologia di investitore. Provando a tracciare un identikit del negoziatore *online*, si tratta di un maschio (98,0% rispetto al 48,7% della popolazione), residente nel Nord Ovest (38,2% rispetto al 24,7%), tra i 35 e i 44 anni (40,0% rispetto al 22,0%), libero professionista, lavoratore autonomo o imprenditore (30,0% rispetto al 4,5%). Ha una cultura e livelli di reddito medio-alti; il 40,0% è laureato e il 58,5% ha un reddito mensile familiare superiore ai 2.500 euro (contro rispettivamente il 6,7% e il 20,9% della popolazione italiana). Dal punto di vista dell'approccio all'attività di investimento, opera in piena autonomia decisionale (78,0%) e solo saltuariamente coinvolge un professionista nel processo di investimento (4,0%); effettua un elevato numero di transazioni; attribuisce agli investimenti eseguiti *online* un orizzonte temporale più breve rispetto alle altre tipologie di allocazione del risparmio (51,0%). Si tratta di un investitore con un buon livello di sofisticazione finanziaria: il 44,0% dichiara di aver frequentato almeno un corso di formazione su temi finanziari, mentre il 51,5% dedica più di dieci ore alla settimana per attività connesse alla gestione delle proprie attività finanziarie. Il livello di sofisticazione è positivamente correlato con la frequenza di negoziazione ed è dunque più elevato presso i *d&h traders*.

Anche la struttura del portafoglio e le frequenze medie di negoziazione presentano specifiche peculiarità presso gli utilizzatori dell'*online*. Il portafoglio dei TOL è accumunato dall'elevata diffusione di strumenti finanziari quotati; le azioni domestiche e in particolare le *Blue Chips* sono state negoziate pressoché da tutti gli intervistati (98,0% e 95,4% rispettivamente). Nel 44,5% dei casi sono state negoziate azioni quotate su Borse estere e nel 53,0% dei casi strumenti derivati. La diffusione di azioni estere e derivati è maggiore presso i *d&h traders* (54,1% e 62,2%). Chi opera con frequenza giornaliera tende inoltre a favorire, tra i derivati, i prodotti IDEM (69,6% di chi negozia derivati), mentre i covered warrant sono più diffusi presso i TOL attivi (81,7%). A fianco degli strumenti quotati, i TOL hanno anche detenuto titoli di Stato, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito (più frequenti presso gli attivi) e prodotti previdenziali e assicurativi, evidenziando come ci si trovi di fronte a scelte di portafoglio in cui vi è notevole diversificazione (in



media sono state negoziate nei tre anni precedenti oltre 6 tipologie diverse di strumenti finanziari, di cui 3 ancora in portafoglio al momento dell'indagine). Le modalità di campionatura utilizzate incidono sulla frequenza complessiva di negoziazione, che è elevata: il 42,0% degli intervistati ha dichiarato di negoziare *online* tutti i giorni o quasi, il 35,5% almeno una volta la settimana e il 22,5% almeno una volta ogni 15 giorni. Nel complesso gli strumenti più movimentati sono quelli dell'IDEIM e le azioni italiane; seguono le azioni estere, i covered warrant e gli ETF. Azioni, derivati ed ETF sono gli strumenti tipici dell'attività dei *d&h traders*, che operano con frequenza 25 volte maggiore rispetto agli attivi sulle azioni italiane, 30 volte maggiore sugli strumenti IDEIM, 27 sui covered warrant, 23 su azioni estere e 24 su ETF. Gli strumenti del risparmio gestito sono invece più negoziati dagli attivi.

L'attività di negoziazione dei TOL si concentra dunque su azioni e derivati. Se si indagano i criteri di acquisto, detenzione e vendita delle azioni e i motivi di negoziazione dei derivati ne risulta come le decisioni tendano a privilegiare ragioni legate allo *stock picking*. Sono raramente citate ragioni di diversificazione e *asset allocation* complessiva del portafoglio. I criteri utilizzati nella scelta delle azioni da acquistare sono i risultati societari positivi (41,1%), l'analisi tecnica (36,0%) o gli andamenti passati dei prezzi dei titoli (22,3%). Risultano inoltre citate, a integrazione delle prime, anche ragioni basate sull'*information-based familiarity*, secondo cui si predilige l'investimento in aziende note, che operano in un settore conosciuto o prossime dal punto di vista territoriale. Questi criteri di scelta tendono ad affievolirsi al crescere della competenza dell'investitore. Tra le ragioni di detenzione delle azioni in portafoglio prevale l'attesa di un'ulteriore crescita dei prezzi (66,1%) nonché la ritrosia, nota come *disposition effect*, a liquidare posizioni in perdita (21,3%). Le buone performance passate sono ragioni più frequenti nella fase di vendita rispetto alla fase di acquisto (rispettivamente 53,3% e 22,3%). Il 16,8% cita l'utilizzo di regole di vendita fissate a priori. Tra le motivazioni legate alla negoziazione di strumenti derivati prevalgono quelle a carattere speculativo (il 70,8% cita la possibilità di sfruttare opportunità di guadagno con un contenuto investimento iniziale) a cui si aggiunge un 11,3% che menziona ragioni ludiche. Solo il 16,0% cita le opportunità di copertura e il 10,4% ragioni di diversificazione del portafoglio. I maggiori vincoli all'operatività su questi strumenti evidenziano spazi ampi di azione per i brokers online. Tra coloro che non utilizzano strumenti derivati, il 37,6% dichiara di non conoscerli e il 19,4% di non avere le competenze necessarie per movimentarli. Per il 24,7% sono invece strumenti troppo rischiosi. Tra le difficoltà di negoziazione sono citati problemi di liquidità (28,3% dei *d&h traders*), complessità dello strumento (9,4%) e difficoltà di monitoraggio (10,4%).

L'introduzione del canale *online* pone il tema del grado di sostituzione dei canali tradizionali. Nel 61,0% dei casi il canale *online* si presenta come esclusivo. Laddove viene affiancato ad altri, questi sono la banca tradizionale (24,5%), il promotore finanziario bancario (11,0%) o una Sim (10,0%). Anche per tipologia di prodotto il canale *online*, se utilizzato, è prevalente o esclusivo. L'elevato grado di penetrazione appare però concentrarsi presso quegli strumenti finanziari più idonei a valorizzare i benefici dell'operatività *real time*. Per azioni, derivati ed ETF il canale *online* è usato in più dell'80% dei casi (96,4% per le azioni italiane); scende invece al 50% circa per titoli di Stato e obbligazioni e al 35%



circa per i fondi comuni. Sul fronte della tipologia di intermediari utilizzati (non necessariamente in modo esclusivo), nel 52,0% dei casi si tratta di *brokers* che per tipo di offerta o canale distributivo prevalente possono essere definiti specializzati (a cui i *d&h traders* fanno con maggiore frequenza ricorso: 60,8% contro 46,8% tra gli attivi). Nel 68,0% si tratta di intermediari facenti capo a grandi gruppi bancari o assicurativi. Tra i bisogni ritenuti importanti nella scelta di un intermediario sono considerati primari quelli legati all'affidabilità tecnologica della piattaforma (93,2%) e alla disponibilità in continuo delle quotazioni degli strumenti finanziari (91,9%), cui seguono elementi legati all'efficienza (costi, velocità e facilità d'uso della piattaforma). E' soprattutto presso i *d&h traders* che vengono considerati importanti i bisogni legati a *facilities* operative (quali la disponibilità di un *call center*) o di *education*. Il giudizio dato ai servizi è complessivamente buono e graduato in modo simile all'importanza attribuita agli stessi. Questo può essere il risultato di una capacità dei *brokers* di soddisfare primariamente i bisogni ritenuti più importanti. Può però anche segnalare l'attitudine dei TOL a ritenere importanti i servizi che progressivamente vengono proposti dalle politiche di marketing degli stessi intermediari.

I risultati esposti evidenziano l'esistenza di interrelazioni tra la struttura del portafoglio, i livelli di negoziazione e le caratteristiche dei TOL. La distinzione sulla base della tipologia di strumento finanziario fornisce un'ulteriore prospettiva di indagine per descrivere i comportamenti. Relativamente agli strumenti *cash*, la numerosità degli scambi non sembra dipendere dalle caratteristiche socio-demografiche degli investitori. Gli aspetti comportamentali hanno invece un ruolo più significativo: l'autonomia decisionale e, anche se in modo meno deciso, il grado di sofisticazione sono positivamente correlati con il numero di transazioni effettuate. La sofisticazione dell'investitore, cui si affianca l'utilizzo esclusivo del canale *online*, è rilevante anche nello spiegare la scelta di negoziare strumenti derivati, siano essi covered warrant, prodotti IDEM o derivati esteri. Solo per futures e opzioni assumono rilievo anche l'utilizzo di intermediari specializzati e di più fornitori di servizi *online*.

La tipologia di informazioni ritenute rilevanti per le decisioni finanziarie e la scelta delle fonti informative sono coerenti con il profilo di elevata autonomia decisionale tipico dell'investitore *online*. Il tipo di informazione cercata riguarda il monitoraggio diretto degli investimenti (grafici di prezzi e indici nel 72,5% dei casi, analisi tecnica nel 65,0%, bilanci di società quotate nel 30,0%) oppure contributi che forniscono scenari di contesto (economico, nel 66,0% dei casi, o societario, nel 67,5%); solo il 14,5% cita i consigli di un esperto/conoscente. Tra i canali prevale Internet (83,5%); il 66,0% degli intervistati affianca anche fonti di tipo tradizionale e soprattutto quotidiani economici specializzati (54,3%). Sono invece pressoché assenti le fonti informative relazionali (impiegato di banca e commercialista non sono mai menzionati, solo l'1,5% cita il promotore finanziario).

Infine, in relazione ai possibili sviluppi a breve termine del trading online, il 93,0% degli intervistati dichiara che continuerà sicuramente a negoziare *online* e il 46,5% si attende un incremento dell'operatività con questo canale. Tra le ragioni per far rimanere stabili (50,0%) o ridurre il numero di *trades* (3,5%) non sono mai menzionati problemi o criticità legati all'uso del canale.



Il fenomeno del trading online ha brevi trascorsi, caratterizzati da una rapida e positiva evoluzione, e potenzialità di crescita favorevoli anche alla luce degli scenari di penetrazione attesi per Internet. I risultati del presente lavoro suggeriscono l'opportunità di un continuo monitoraggio del fenomeno, soprattutto nell'ottica della diffusione dell'uso dell'*online* presso un numero crescente di famiglie italiane.

I TOL si caratterizzano per elevata autonomia, elevato numero di negoziazioni e *short termism* nella gestione del portafoglio *online*. Non è però semplice individuare se queste peculiarità siano specificità di investitori che trovano nel trading online lo strumento per soddisfare i loro bisogni o se siano piuttosto indotte dall'uso di questo canale, come suggerito in alcuni lavori empirici. E' però vero che l'*online* costituisce di per sé uno strumento potente di interazione diretta tra investitore *retail* e mercati finanziari, che attraverso l'abbattimento delle barriere operative e dei costi di *execution* ha generato un'operatività addizionale da parte degli investitori *retail*, attivando potenzialità prima inespresse.

Benché sia verosimile ritenere che il *day trading* non diventi un fenomeno di massa, il crescente uso di Internet impone che il tema dell'*education* e della consapevolezza divengano prioritari.

Non sempre i benefici dell'uso del canale *online* si tramutano in un'effettiva capacità decisionale e conoscitiva. E' dunque importante che i TOL siano consci del profilo rischio-rendimento dei prodotti negoziati, che abbiano una sufficiente conoscenza dei mercati finanziari e del loro funzionamento, e che introducano regole di diversificazione del rischio di portafoglio. I TOL potranno in tal modo ridurre i comportamenti poco efficienti potenzialmente indotti da questo tipo di operatività.

La crescita del livello di *education* e sofisticazione dei TOL non ha solo una valenza istituzionale. Costituisce infatti, come si è visto, un'importante leva di azione dei *brokers* per sviluppare questo segmento di clientela. Con la sofisticazione cresce infatti la probabilità di accesso dei TOL a strumenti diversi dall'azionario domestico e soprattutto agli strumenti derivati; può inoltre avere effetti positivi sull'operatività complessiva.

All'*industry*, alle società di gestione del mercato e alle Autorità di vigilanza si porrà nei prossimi anni la scelta strategica di come compenetrare le potenzialità del canale *online*, i benefici dell'autonomia decisionale dei singoli investitori (che incide peraltro positivamente sul numero di transazioni effettuate) e la gestione ordinata dello sviluppo del fenomeno del trading online. Per i *brokers* operativi su questo segmento di clientela, tutto ciò dovrà verosimilmente passare attraverso un'attenta segmentazione degli utenti per cui realizzare offerte *ad hoc*. Per gli investitori più operativi sarà importante porre l'accento sulla conoscenza dei singoli prodotti e sulle loro modalità di funzionamento. Presso il pubblico più vasto sarà di valore riflettere anche su come integrare i benefici dell'*online* con servizi più complessi di formazione e consulenza, sino ad affiancare Internet alla gestione di problemi finanziari complessi (per esempio di *financial planning*). La parziale capacità mostrata dalle scelte degli intermediari di indurre o comunque guidare le necessità degli utenti lascia aperti ampi spazi di incisività e nel contempo di responsabilità nei confronti dei traders online attuali e futuri. Gli operatori domestici dovranno gestire in modo attento il bacino di clientela TOL, che in un prossimo futuro potrà essere oggetto di attacchi competitivi anche da parte di intermediari esteri, per ora pressoché assenti.



Per le società di gestione del mercato e per le Autorità di vigilanza dovrà essere massima l'attenzione a mantenere l'integrità informativa e funzionale del mercato, affinché l'abbattimento delle barriere informative e operative consentito dall'uso del canale *online* porti con sé consistenti benefici per l'investitore finale.



Appendice

Modalità di realizzazione dell'indagine e criteri di campionatura

L'indagine effettuata da Borsa Italiana è stata condotta a partire da un campione di 742 utenti del sito di Borsa Italiana i quali, a seguito di un invito ricevuto via *e-mail*, hanno dichiarato di aver effettuato operazioni di trading online e hanno dato la loro disponibilità a partecipare alla *survey*. Il metodo di raccolta dei nominativi adottato porta implicitamente alla selezione di individui con una buona conoscenza di Internet e con un particolare interesse per il mondo della finanza: d'altra parte questi sono i tratti tipici del target di interesse per l'indagine, che ha come oggetto gli utilizzatori non saltuari del canale *online* per la realizzazione dei loro investimenti. Rispetto al numero di scambi effettuati, tra i rispondenti all'invito a partecipare all'indagine è in effetti elevata la percentuale di coloro che hanno un'operatività quasi quotidiana (27,8%, rispetto allo 0,4% della popolazione).

Al fine di indagare il mondo dei TOL più dinamici, la *survey* è stata eseguita tra coloro che hanno un'operatività minima di 2 scambi mensili (almeno una volta ogni quindici giorni), escludendo in tal modo i negoziatori *online* di tipo saltuario, che pur essendo i più numerosi non dovrebbero presentare delle forti specificità rispetto agli investitori che non utilizzano questo canale. Il bacino di utenti di partenza, soggetto a tale vincolo, si è ridotto a 460 individui. Presso questo campione sono state effettuate, da parte di Doxa Spa, 200 interviste strutturate di tipo telefonico.

Le telefonate sono state realizzate rispettando la segmentazione per sesso e area geografica di residenza degli utenti del sito; tali proporzioni rispondevano peraltro alla medesima struttura della popolazione dei TOL mostrata da altre fonti informative.

Un totale di 84 interviste è stato effettuato presso soggetti che operano in media tutti giorni o quasi (42,0%) e 116 tra coloro che effettuano almeno due operazioni ogni mese (58,0%).

Le interviste, della durata media di oltre 30 minuti, hanno coperto circa 50 domande. Il periodo di rilevazione è costituito dalle prime tre settimane di dicembre 2003. L'elevato tasso di risposta ottenuto su pressoché tutte le domande è indice del un buon livello qualitativo e della riuscita dell'indagine.

Ai fini della ricerca si è proceduto a una definizione di *day & heavy trader* più precisa, non ricavata in fase di *screening* ma attraverso il contenuto informativo interno all'indagine stessa. Sono stati classificati come *day & heavy traders* solo coloro che hanno dichiarato di negoziare quotidianamente almeno uno strumento finanziario.

La comparabilità rispetto alla popolazione complessiva di riferimento dei TOL per come risulta da KPMG (2003) non è perfetta, in quanto le definizioni dei livelli di operatività non sono esattamente equivalenti. Come ordine di grandezza è però possibile sostenere che l'indagine di Borsa Italiana si è concentrata sul 5,0% circa dell'intera popolazione dei TOL italiani, definiti come coloro che hanno aperto un conto *online* associato a un conto titoli. La scelta di concentrarsi sui TOL più dinamici discende dagli obiettivi com-



plessivi dell'indagine. Le interviste sono state effettuate sovra-campionando la classe dei *d&h traders*, che pur costituendo lo 0,4% dell'intera popolazione e l'8% del gruppo più attivo oggetto di campionatura, pesa nelle interviste finali per il 37,0%. Questo approccio permette di disporre di gruppi dalla numerosità sufficiente per poter testare in modo statisticamente robusto l'esistenza di eventuali differenze.

I test di significatività nelle tavole sono test realtivi alle differenze nelle frequenze (differenza delle proporzioni) e implementati in Stata 8 (attraverso il comando *prtest*).

Distribuzione dei Tol per operatività mensile

Popolazione Tol ⁽¹⁾		Campione Borsa Italiana		
Frequenza operatività	Distribuzione	Frequenza operatività	Distribuzione Mailing ⁽²⁾	Distribuzione Interviste ⁽³⁾
Campionatura				
Meno di 1 al mese	82.5%	Meno di 1 volta ogni 15 giorni	21.4%	..
1/2 scambi mensili	12.5%	Almeno 1 volta ogni 15 giorni	27.9%	..
2/6 scambi mensili	3.6%	Almeno 1 volta la settimana	22.9%	..
6/33 scambi mensili	1.0% } 4.6%	Tutti i giorni o quasi	27.8%	..
Più di 33 scambi	0.4%	Totalle	100.0%	100.0%
Totalle	100.0%			
Segmentazione				
2/6 scambi mensili	72.0%	Attivi ⁽⁴⁾		63.0%
6/33 scambi mensili	20.0%	Day & heavy ⁽⁴⁾		37.0%
Più di 33 scambi	8.0%	Totalle		100.0%
Totalle	100.0%			

(1) Distribuzione KPMG (2003); i Tol sono coloro che hanno aperto un conto *online* dotato di un conto titoli

(2) Distribuzione degli utenti del sito di Borsa Italiana che si sono resi disponibili a essere intervistati

(3) Distribuzione delle 200 interviste condotte da Borsa Italiana presso i Tol che negoziano almeno una volta ogni quindici giorni

(4) Sono definiti *day & heavy traders* coloro che effettuano negoziazioni *online* su almeno uno strumento finanziario con frequenza giornaliera

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Borsa Italiana e KPMG (2003)



Bibliografia

Anolli, M., M. Chelli e E. Conti (1999), "Servizi di investimento *online*: alcune riflessioni sull'esperienza statunitense", in *Rapporto IRS sul mercato azionario 1999*, Ed. Il Sole 24 Ore

Banca d'Italia (2002a), "Indagine sulle funzioni produttive e distributive delle banche italiane", mimeo

Banca d'Italia (2002b), "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2000", Supplementi al Bollettino Statistico, Anno XII, n.6, Gennaio

Banca d'Italia (2004), "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", Supplementi al Bollettino Statistico, Anno XIV, n.12, Marzo

Barber, B.M. e T. Odean (2001a), "The Internet and the investor", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, Vol. 15, n. 1, pp. 41-54

Barber, B.M. e T. Odean (2001b), "Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Febbraio

Barber, B.M. e T. Odean (2002), "Online investors: do the slow die first?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, n. 2, pp. 455-487

Basubramanian, S., P. Konanan e N. Menon (1999), "Understanding online investors: an analysis of their investing behaviour and attitudes", *working paper*, University of Texas, Austin

BNL/Centro Einaudi (2003), "XXI Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia. Un risparmiatore previdente", Guerini ed Associati, Dicembre

Datamonitor (2003), "E-banking strategies in Europe", n. 3

Dorn, D. e G. Huberman (2002), "Who trades?", *working paper*, Graduate School of Business - Columbia University, Novembre

Filippa, F. e A. Franzosi (2001a), "Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*. Analisi dell'evoluzione recente", BItNotes n. 2, Novembre, www.borsaitaliana.it

Filippa, F. e A. Franzosi (2001b), "Investitori *retail* e Borsa. Risultati di un'indagine presso i risparmiatori italiani", BItNotes n. 3, Novembre, www.borsaitaliana.it

Gartner Group (2003), "Financial Services Forecast, 2002-2007", www.gartner.com



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

Grinblatt, M. e M. Kelohariu (2001), "What makes investors trade?", *Journal of Finance*, Vol. LVI, n. 2, Aprile

Harris, J.H. e P.H. Schultz (1998), "The trading profits of SOES bandits", *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, n. 1, pp. 39-62, Ottobre

KPMG (2003) "E-Retail Finance in Italia", n. 7, Novembre

Jordan, D. J. e J. D. Diltz (2003) "The Profitability of Day Traders", *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, n. 6, pp. 85-94, Novembre/Dicembre

IDC (2004), "European Internet Market Monitor", www.idc.com

Linnainmaa, J. (2003), "The anatomy of day traders", *working paper*, Helsinki School of Economics, Marzo, www.ssrn.com

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

Odean, B.M. (1998), "Volume, volatility, price and profit when all trades are above average", *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1887-1934

Odean, B.M. (2003a), "Who gains from trade? Evidence from Taiwan", *working paper*, Ottobre, <http://faculty.haas.berkley.edu/odean>

Odean, B.M. (2003b), "All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors", *working paper*, Ottobre, <http://faculty.haas.berkley.edu/odean>

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

Thaler, R.H. (1990), "Saving, fungibility and mental accounts", *Journal of Economic Perspectives*, Spring, pp. 201-211

Università Cattolica del Sacro Cuore (2003), "Osservatorio e-banking. Rapporto 2002", Milano, Novembre



Numeri pubblicati

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

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



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

www.borsaitaliana.it