

il quale si è accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci, con le modalità di diffusione previste per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

Con riferimento alla disciplina sull'Opa obbligatoria e all'ampliamento dei relativi presupposti, il decreto ha introdotto una doppia soglia Opa alternativa, ossia correlata alla detenzione di più del 30 per cento del capitale e alla detenzione di più del 30 per cento del totale dei diritti di voto. Il nuovo art. 106 del Tuf prevede, infatti, l'obbligo di offerta pubblica totalitaria nel caso di superamento della soglia del 30 per cento per effetto della maggiorazione, nonché nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante. Tali obblighi trovano applicazione poi anche nei casi di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo, del Tuf). In sostanza, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto (o consentano l'emissione di azioni a voto plurimo) l'obbligo di Opa sorge al superamento delle soglie percentuali calcolate in relazione al numero complessivo dei diritti di voto detenuti.

Tale soluzione è apparsa quella più coerente con il dato normativo dell'articolo 106 del Tuf, anche tenuto conto che, nel sistema delineato dalla Direttiva 2004/25/CE, l'Opa obbligatoria rappresenta uno strumento di protezione degli azionisti di minoranza conseguente al trasferimento del 'controllo' assembleare dell'emittente, in termini di diritti di voto. In tale ambito è stato previsto, inoltre, che in caso di superamento di natura passiva delle soglie rilevanti, non venga in rilievo l'obbligo di offerta ove il superamento sia conseguente, appunto, a una causa di natura indipendente dalla volontà del soggetto interessato. Per converso si è previsto un limite all'operatività di siffatta esenzione qualora sia stata acquistata una partecipazione superiore alla soglia rilevante, calcolata in relazione al numero delle azioni che compongono il capitale sociale.

Resta fermo che, in luogo dell'adempimento dell'obbligo di Opa, il medesimo soggetto può cedere le azioni in eccedenza, o comunque ridurre i propri diritti di voto, in applicazione della disciplina sui superamenti temporanei, la quale è stata inoltre modificata mediante eliminazione del limite quantitativo previsto in misura pari al 3 e all'uno per cento per i casi di consolidamento.

Un aspetto di particolare rilevanza che è stato affrontato in occasione della consultazione finalizzata alle anzidette modifiche regolamentari ha riguardato l'accertamento dell'effettivo possesso delle azioni per almeno due anni.

Nell'ambito della consultazione del mercato, si era ipotizzato che uno strumento per garantire la veridicità delle informazioni circa il possesso azionario ininterrotto (tanto ai fini dell'iscrizione nell'elenco indicato dall'articolo 127-*quinquies* del Tuf, quanto della conseguente maggiorazione) potesse essere rappresentato da una certificazione rilasciata dall'intermediario, ai sensi dell'articolo 83-*quinquies*, comma 3, del citato Tuf, e dell'articolo 25, del Provvedimento adottato d'intesa dalla Banca d'Italia e dalla Consob in data 22 febbraio 2008, recante la 'Disciplina dei Servizi di Gestione Accentrata, di Liquidazione, dei Sistemi di Garanzia e delle relative società di gestione' (Provvedimento Unico).

Considerata la netta preferenza espressa dalla quasi unanimità dei partecipanti alla consultazione per la comunicazione in luogo della certificazione e tenuto conto anche dei possibili problemi applicativi che avrebbe potuto comportare la previsione di una certificazione, si è ritenuto preferibile il ricorso allo strumento della comunicazione attraverso l'introduzione di previsioni specifiche nel Provvedimento Unico.

Peraltro, nell'ambito della consultazione, gli operatori di settore hanno evidenziato l'opportunità di un intervento regolamentare più ampio, proponendo soluzioni operative che prevedevano il ricorso a evidenze contabili distinte per le azioni che siano interessate dall'iscrizione nell'elenco previsto dall'articolo 127-*quinquies* del Tuf e per le azioni in relazione alle quali sia stato conseguito il voto maggiorato, anche attraverso l'adozione di codici identificativi *ad hoc*, la cui gestione richiede una modulazione dettagliata dei rapporti tra intermediari ed emittenti e il coinvolgimento della società di gestione accentrata.

In accoglimento delle osservazioni svolte dal mercato, la Consob, in coordinamento con la Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, con Provvedimento del 24 febbraio 2015, pubblicato in GURI n. 54 del 6 marzo 2015, ha provveduto a modificare il Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata.

Le modifiche in questione sono state ispirate a criteri di neutralità delle regole in materia di gestione accentrata rispetto alle facoltà statutarie esercitabili nel rispetto delle norme del Testo Unico e del Regolamento Emittenti in materia di iscrizione nell'elenco e maggiorazione del diritto di voto, nonché volte a favorire la standardizzazione dei processi e il contenimento dei costi e dei relativi oneri per i soggetti interessati.

3 Ulteriori interventi di regolazione

Nel corso del 2014 hanno trovato una prima applicazione le disposizioni previste dal nuovo Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob (adottato con la delibera 18750 del 19 dicembre 2013), entrato in vigore il 1° marzo 2014.

Il modello organizzativo delineato con il nuovo Regolamento ha consentito di comprimere, fino a dimezzarla, la durata complessiva dei procedimenti sanzionatori, passata da 360 giorni (540 nel caso di soggetti residenti all'estero) a un termine unico di conclusione del procedimento pari a 180 giorni. La riduzione dei termini procedurali è stata realizzata accentrando la fase istruttoria del procedimento in capo a una sola unità organizzativa della Consob.

La concreta operatività del nuovo modulo sanzionatorio ha consentito di individuare e modificare, con la delibera 19016 del 3 settembre 2014, taluni profili suscettibili di un'ulteriore semplificazione e razionalizzazione procedimentale.

Le modifiche apportate hanno consentito una migliore razionalizzazione del carico degli adempimenti istruttori connessi al procedimento sanzionatorio e pertanto un miglioramento, in termini di efficacia ed economicità, dell'azione amministrativa dell'Istituto, in un'ottica di pieno beneficio dei soggetti interessati dal medesimo procedimento.

4 La misurazione degli oneri amministrativi a carico dei soggetti vigilati

Tra le iniziative della Consob connesse alla regolamentazione si inseriscono le attività correlate alla Misurazione degli oneri amministrativi (MOA) in adempimento a quanto stabilito dall'art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011, n. 106. Facendo seguito alla prima fase del progetto sulla MOA portata a termine nel 2013 (ove la Commissione ha completato la mappatura degli obblighi di informazione previsti dalle disposizioni regolamentari dalla stessa emanate), ad esito delle analisi e dei rilievi effettuati, sono stati individuati alcuni primi possibili interventi da attuare – secondo uno specifico programma di attività – attraverso modifiche di natura normativa, organizzativa e informatica, volti a determinare una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e a incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso. Tali interventi sono stati parzialmente posti in essere nel corso del 2014, in ossequio alle precipue finalità individuate dall'art. 6 del Tuf per il quale, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la Banca d'Italia e la Consob osservano determinati principi tra cui l'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.

In particolare hanno trovato piena attuazione i progetti di informatizzazione che consentono la riduzione del carico sui soggetti vigilati e la migliore gestione dei dati da parte dell'Istituto (vedasi l'introduzione di sistemi quali SIPROEM e DEPROEM). Sono stati posti in essere alcuni interventi di natura regolamentare per eliminare gli obblighi non più applicabili ovvero per chiarire determinati aspetti della regolamentazione stessa ed eliminare il mancato coordinamento con la normativa primaria (delibera n. 18523 del 10.4.2013 con la quale è stato abrogato il Capo I del Titolo VI del Regolamento Emittenti in materia di revisione legale). La duplicazione degli invii di documentazione a Consob e Banca d'Italia è oggetto di discussione nei tavoli attivi tra i due Istituti; il potenziamento e la valorizzazione del sito internet dell'Istituto con la finalità di aumentarne la funzione di raccolta delle informazioni rilevanti per il mercato e per i risparmiatori è un progetto in fase di avanzata attuazione.

Nel corso del 2014, inoltre, è stata avviata la seconda fase del progetto volta sostanzialmente alla misurazione vera e propria degli oneri informativi, con particolare attenzione a quelli relativi alla regolamentazione sugli intermediari. Attraverso la predisposta mappatura degli obblighi informativi, sono stati identificati i flussi elementari ed è stata altresì stimata la relativa dimensione, in modo da poterli discriminare a seconda della numerosità. In questa fase, l'analisi è stata focalizzata sugli obblighi informativi derivanti dal Regolamento Intermediari, caratterizzati da un modello 'normativo' comune e da una significativa omogeneità dei soggetti destinatari, tale da richiedere un campione sensibilmente più contenuto di osservazioni al fine di pervenire a stime significative e, in tal modo, minimizzare il costo della rilevazione.

Al fine di individuare le possibili stime per i costi unitari, onde poter definire compiutamente tutti i costi e gli associati benefici di ciascun obbligo informativo, sono state avviate diverse interlocuzioni con i soggetti vigilati e, in particolare, con le principali associazioni di categoria. Il coinvolgimento degli operatori di mercato, dapprima attraverso lo svolgimento di interviste semi-strutturate e, successivamente, attraverso la costituzione di gruppi di lavoro, consentirà alla Consob di disporre di una serie di informazioni in grado di migliorare la conoscenza dei processi aziendali e di favorire la definizione delle aree da analizzare con maggiore profondità. Più specificamente, attraverso un'analisi ed elaborazione dei dati contenuti nei *database* degli obblighi informativi, è stato predisposto un questionario che è stato distribuito a un campione significativo di associati sulla base del quale sarà definita una prima stima dei costi unitari di specifici oneri amministrativi (quelli che saranno preventivamente identificati come rilevanti). Al termine di tale attività di interlocuzione e di analisi sarà dunque possibile procedere alla individuazione delle aree di possibili interventi di semplificazione e razionalizzazione degli adempimenti a carico dei soggetti vigilati.

L'attività di mappatura e misurazione degli oneri informativi derivanti dai Regolamenti di competenza della Consob è oggetto di attenzione da parte di accademici ed esperti della materia che ne hanno

riconosciuto e apprezzato l'innovatività e la robustezza metodologica, attribuendo all'Istituto una menzione quale *top reformer* per l'anno 2013 (si veda 'L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013', a cura di Alessandro Natalini, Francesco Sarpi e Giulio Vesperini, dicembre 2014).

PAGINA BIANCA

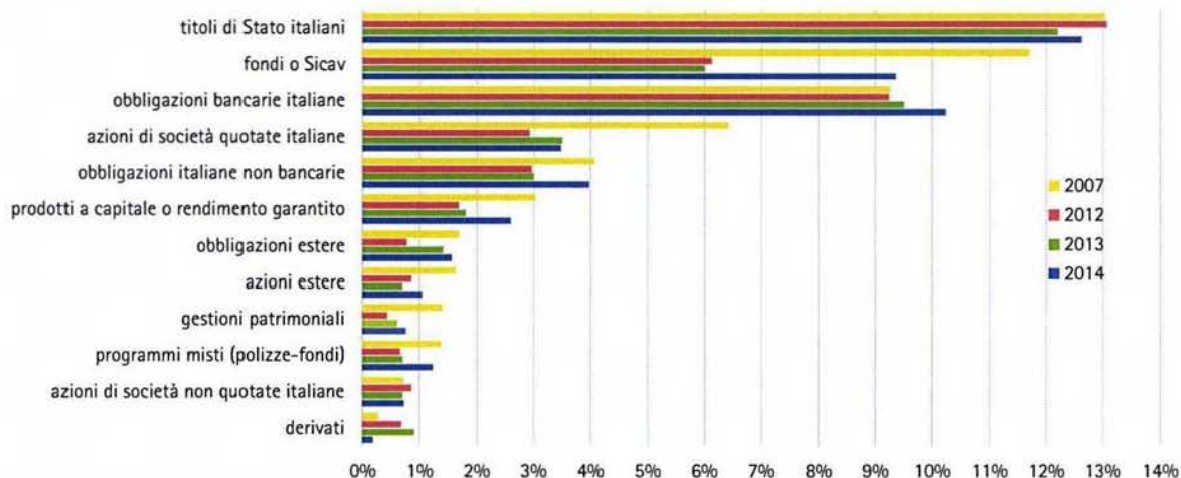
La tutela dell'investitore VII

1 L'approccio agli investimenti delle famiglie italiane

1.1 Scelte di portafoglio e domanda di consulenza

Nel corso del 2014 il livello di partecipazione ai mercati finanziari delle famiglie italiane è aumentato (Fig. 111). In particolare la percentuale degli investitori *retail* che detengono almeno un *asset* rischioso (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita) è passato dal 26 per cento nel 2013 al 32 per cento a fine 2014. Benché in crescita, il tasso di partecipazione ai mercati finanziari continua a rimanere al di sotto dei valori registrati nel 2007 (38 per cento).

Fig. 111 Partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari per tipologia di prodotto
(percentuale di famiglie che detiene il prodotto o strumento finanziario indicato)



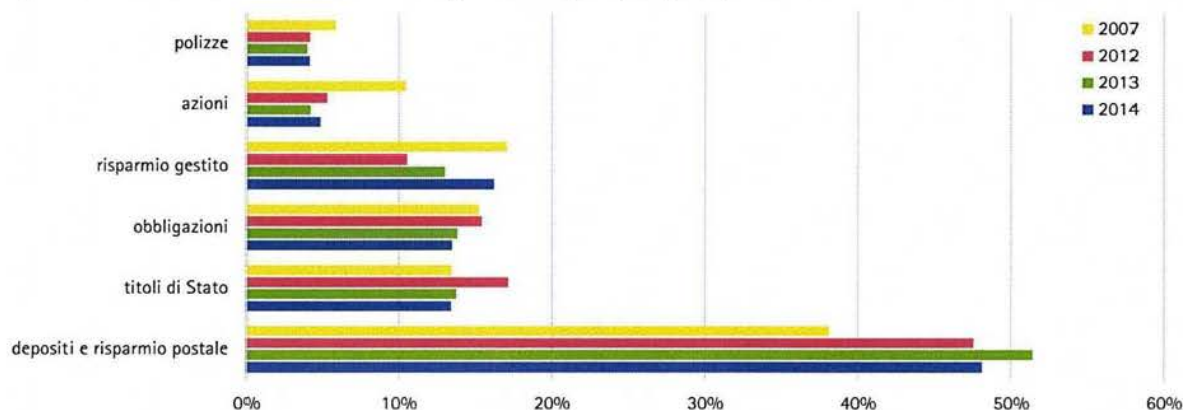
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market* (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

Il tasso di partecipazione è cresciuto in misura più rilevante nel comparto dei fondi e delle Sicav (dal 6 per cento nel 2013 al 9 per cento nel 2014). I titoli di Stato italiani e le obbligazioni bancarie italiane continuano a rimanere, tuttavia, i prodotti maggiormente diffusi, essendo la quota di famiglie che investono in tali prodotti pari rispettivamente al 13 e al 10 per cento. Rimane, invece, sostanzialmente stabile il tasso di partecipazione rilevato per le azioni quotate italiane (3,5 per cento).

Le variazioni intervenute, nel corso del 2014, nella composizione del portafoglio delle famiglie italiane riflettono le evidenze sulla partecipazione

ai mercati finanziari, registrando soprattutto l'incremento della quota rappresentata dai prodotti del risparmio gestito (Fig. 112).

Fig. 112 Allocations della ricchezza delle famiglie italiane per tipologia di prodotto



Fonte: stime su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. La voce depositi e risparmio postale include i depositi in c/c bancari e postali, i libretti di risparmio bancari e postali, i depositi in valute diverse dall'euro, i pronti contro termine, i certificati di deposito. La voce risparmio gestito include fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, programmi di accumulo (Pac), gestioni patrimoniali mobiliari (Gpm) e in fondi (Gpf), programmi misti polizze-fondi, servizi di gestione della liquidità. La voce polizze include le polizze del ramo III e V, i prodotti a capitalizzazione, le polizze multiramo, i piani pensionistici integrativi. La ricchezza finanziaria non include il circolante.

In particolare, la quota di attività finanziarie rappresentata da prodotti del risparmio gestito (fondi, Sicav e gestioni patrimoniali) è cresciuta di 3 punti percentuali (dal 13 al 16 per cento), attestandosi su livelli superiori a quelli registrati per le obbligazioni e per i titoli di Stato (13 per cento circa). La quota di ricchezza allocata in azioni (5 per cento circa), polizze assicurative del ramo III e V e fondi pensionistici integrativi (4 per cento circa) si mantiene bassa, come confermato dai dati di confronto internazionale (Riquadro 2). Coerentemente con la crescita della diffusione degli strumenti finanziari rischiosi, si riduce la quota media di ricchezza detenuta sotto forma di depositi e risparmio postale (dal 51 al 48 per cento nel 2014).

Circa il 70 per cento delle famiglie italiane sembra disposto a investire i propri risparmi in prodotto finanziari a condizione che essi garantiscano la protezione del capitale o un rendimento minimo; la seconda condizione indicata da circa il 40 per cento delle famiglie è sostenere una commissione bassa (Fig. 113).

La fiducia nel consulente è tra le motivazioni principali per il 37 per cento circa degli investitori *retail*, sebbene solo il 24 per cento circa si dichiara interessato alla consulenza.

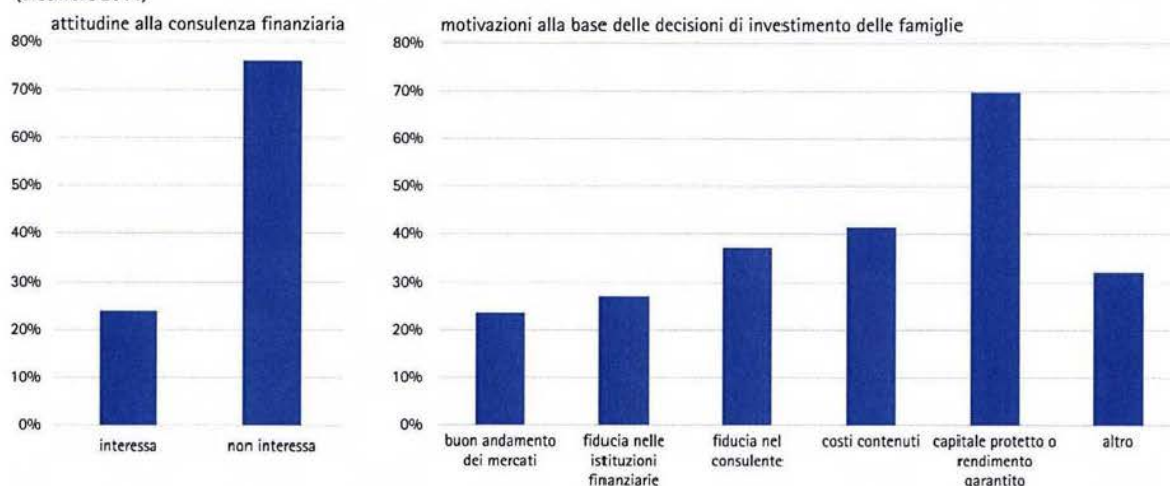
L'attitudine a informarsi in corrispondenza di una scelta di investimento (attraverso giornali, consulenti, internet, colleghi di lavoro, amici e parenti) è molto più diffusa tra gli investitori *retail* che ricevono proposte di investimento personalizzate rispetto alle famiglie che ricevono una consulenza generica o passiva (Fig. 114).

Le famiglie che si informano quando prendono una decisione di investimento rappresentano il 92 per cento di coloro che ricevono la consulenza

MiFID e il 70 per cento circa per il sotto-campione di soggetti che accedono alla consulenza generica o passiva. In entrambi i gruppi, comunque, il consulente costituisce il principale canale informativo.

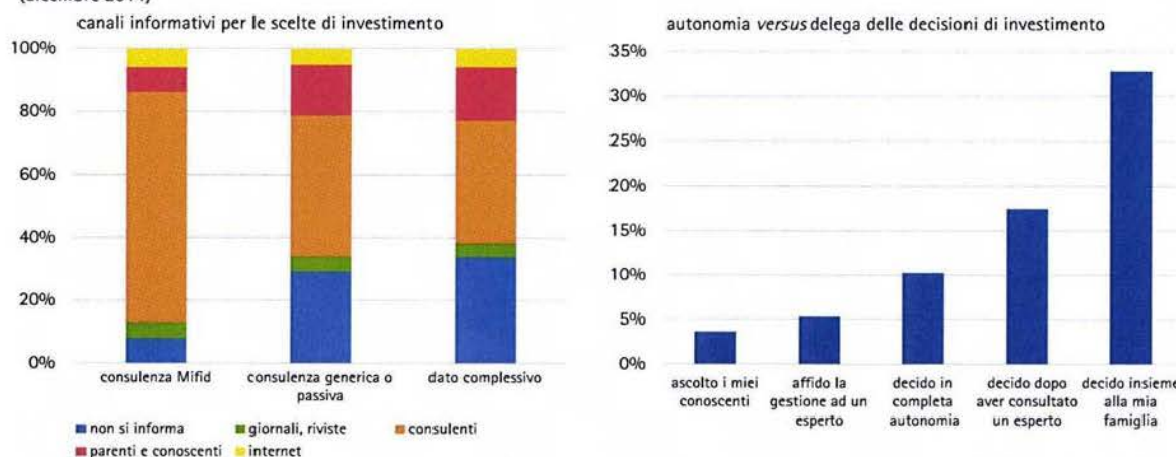
Con riferimento ai modelli decisionali, il 10 per cento degli investitori *retail* dichiara di scegliere in autonomia, mentre poco meno del 40 per cento condivide le scelte con la propria famiglia (quasi 33 per cento dei casi) o parenti e amici. L'esperto viene consultato prima di prendere decisioni di investimento dal 23 per cento delle famiglie, mentre solo il 5 per cento dichiara di affidargli i propri risparmi.

Fig. 113 Propensione all'investimento delle famiglie italiane e interesse per la consulenza finanziaria (dicembre 2014)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «Indichi se ha qualche interesse per la consulenza finanziaria». Il grafico di destra è stato realizzato sulla base delle risposte alla domanda: «Indichi le motivazioni che la convincerebbero a fare investimenti»; la voce 'altro' comprende: supporto nell'attività di monitoraggio degli investimenti; trasparenza, chiarezza delle informazioni, capire meglio i prodotti.

Fig. 114 Modelli decisionali delle scelte di investimento delle famiglie italiane (dicembre 2014)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio Consob su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' e *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: «Come si informa quando prende una decisione di investimento?». Il grafico di destra si basa sulle risposte alla domanda: «Come prende le decisioni di investimento?». Le percentuali riportate nel grafico di destra sono state stimate sul campione di famiglie che dichiarano di detenere almeno un'attività finanziaria.

Riquadro 12

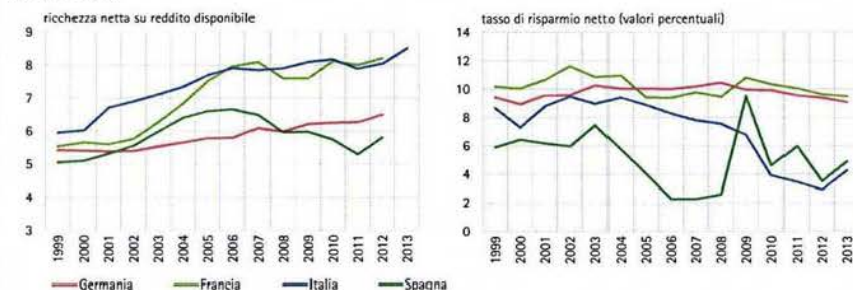
La ricchezza delle famiglie nei principali paesi dell'Area euro

A fine 2013 la ricchezza netta delle famiglie italiane (pari alla somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie) è risultata pari a circa 8,5 volte il reddito disponibile. Il dato è in crescita rispetto all'anno precedente, anche per effetto dell'andamento registrato dal tasso di risparmio che, invertendo la dinamica calante in atto ormai dal 2005, si è riportato su livelli prossimi a quelli registrati nel 2010.

Nel 2013 il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie ha continuato a crescere in tutti i principali paesi europei, a fronte di una perdurante eterogeneità nella composizione del portafoglio. In Italia, dove il rapporto tra attività finanziarie detenute dalle famiglie e reddito disponibile si conferma più elevato rispetto agli altri paesi europei (pari a 3,8), gli investimenti diretti in azioni quotate e non quotate oscillano complessivamente attorno al 12 per cento delle attività finanziarie, a fronte del 17 per cento riferibile agli investimenti indiretti nella medesima tipologia di titoli (ossia tramite fondi azionari). Le famiglie italiane, inoltre, investono una quota considerevole di ricchezza finanziaria in obbligazioni e certificati di deposito (circa il 14 per cento, a fronte di valori inferiori al 5 per gli altri maggiori paesi europei), mentre mostrano una ridotta propensione verso polizze assicurative e fondi pensione, nelle quali è investita una quota di ricchezza pari al 18 per cento (34 per cento in Francia e in Germania). Il peso del circolante raggiunge il 40 per cento solo in Spagna, mentre oscilla tra il 26 e il 36 per cento negli altri paesi.

Le passività finanziarie delle famiglie italiane sono tornate a crescere, attestandosi al 90 per cento del reddito disponibile a fine 2013, pur mantenendosi sotto i livelli osservati nei maggiori paesi dell'Area. Nel 2014, il tasso di credito al consumo si è portato da livelli negativi a valori prossimi allo zero, convergendo verso quello dei prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Ricchezza netta e tasso di risparmio in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)



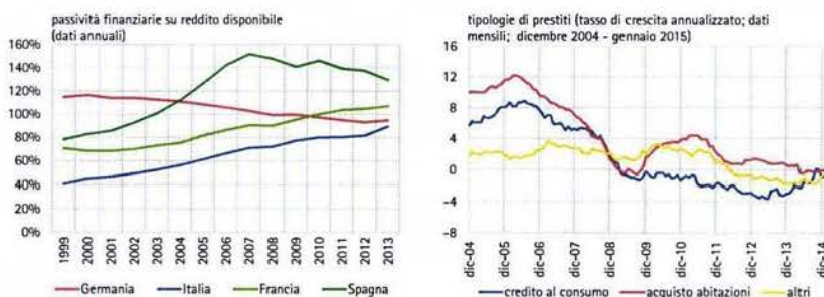
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Commissione Europea, Eurostat, OECD.

Attività finanziarie in alcuni paesi dell'Area euro (dati annuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

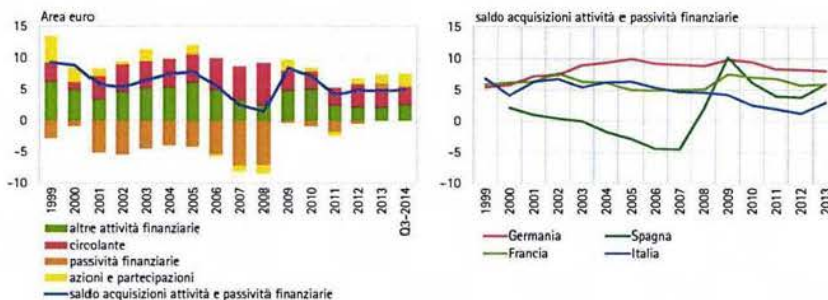
Passività finanziarie e tipologie di prestiti nell'Area euro



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat.

I flussi di investimento delle famiglie dell'Area euro sono risultati sostanzialmente stabili; solo gli acquisti di azioni, in crescita dal 2012, hanno registrato un ulteriore lieve incremento. Il saldo tra attività e passività finanziarie è tornato a crescere in Italia, pur mantenendosi su livelli inferiori rispetto a Germania, Francia e Spagna (3 per cento circa del reddito disponibile delle famiglie).

Flussi di attività e passività finanziarie nell'Area euro (dati annuali in percentuale sul reddito disponibile)

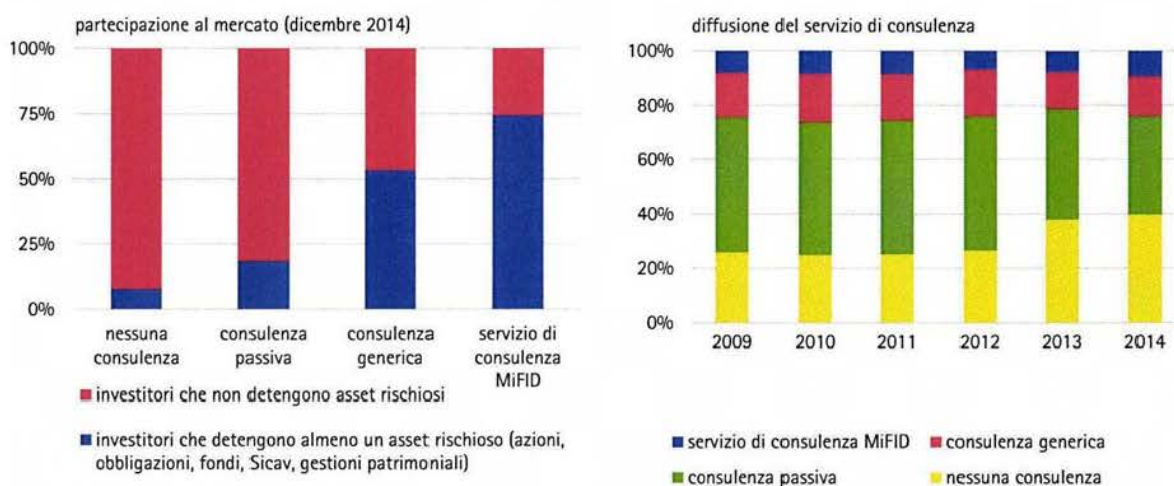


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

In linea con le evidenze sulle modalità più frequenti con cui vengono adottate le scelte di investimento, nel 2014 il servizio di consulenza ha continuato a essere scarsamente diffuso, benché sia lievemente cresciuta rispetto al 2013 la quota di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate (Fig. 115). La percentuale degli investitori *retail* che dichiarano di non avere un consulente di fiducia, inoltre, continua ad attestarsi sul 40 per cento circa, ossia su valori superiori di 13 punti percentuali rispetto a quanto registrato nel 2012.

La percentuale di famiglie che ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario (cosiddetta 'consulenza MiFID') è cresciuta nel 2014 di un punto percentuale attestandosi al 9 per cento circa. È aumentata anche la quota di investitori *retail* che ricevono proposte che non si riferiscono a uno specifico strumento finanziario ('consulenza generica'), passando dal 13 per cento nel 2013 al 15 per cento circa nel 2014. È in calo di 4 punti percentuali, infine, la percentuale di famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia dal quale, tuttavia, non ricevono proposte di investimento ('consulenza passiva').

Fig. 115 Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane e diffusione del servizio di consulenza



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario.

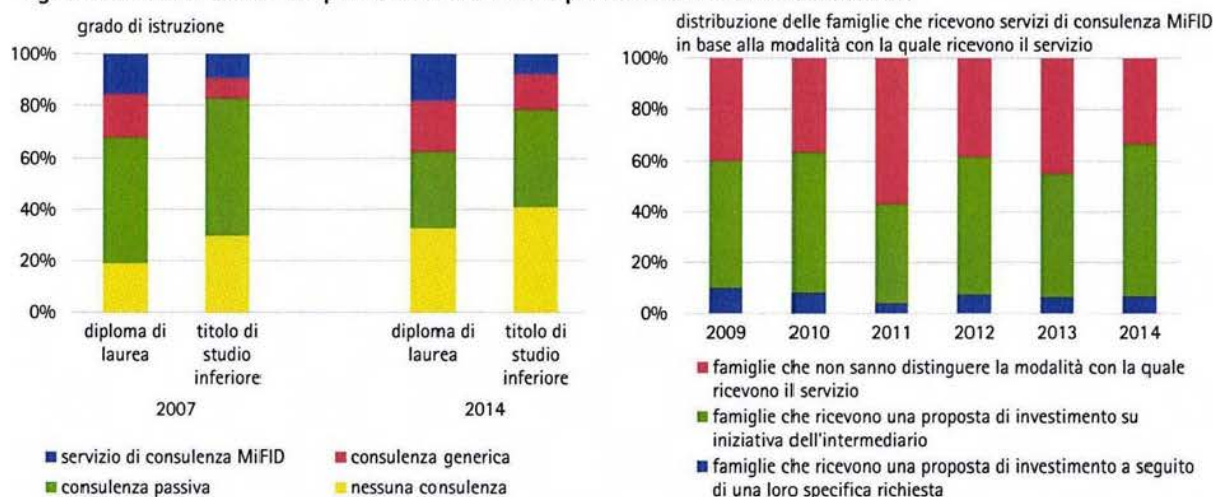
La ricezione di un servizio di consulenza personalizzato si associa a un maggiore tasso di partecipazione ai mercati finanziari e a un maggior livello di istruzione.

Nel 2014, il 74 per cento circa degli investitori *retail* che ricevono un servizio di consulenza MiFID detiene almeno uno strumento finanziario rischioso. Quasi la totalità delle famiglie che dichiarano di non avere un consulente per gli investimenti, invece, non partecipa al mercato finanziario.

Nel 2014 rimane positiva anche se lieve la correlazione fra servizio di consulenza MiFID e grado di istruzione (Fig. 116). In particolare, la quota di famiglie, che ricevono proposte di investimento personalizzate è pari al 18 per cento circa tra gli investitori *retail* con diploma di laurea, mentre si attesta attorno all'8 per cento quando il decisore finanziario ha un titolo di studio inferiore. Rimane elevata, tuttavia, la quota di famiglie che non ricevono servizi di consulenza MiFID nonostante l'elevato grado di istruzione (33 per cento circa).

Nel 2014 gli investitori *retail* hanno mostrato un grado di consapevolezza maggiore rispetto alla modalità con la quale ricevono il servizio di consulenza. In particolare, si è ridotto il peso di coloro che non sono in grado di riconoscere la modalità con la quale il servizio viene offerto (circa 33 per cento a fronte del 45 per cento nel 2013), mentre cresce la quota di famiglie che dichiarano di ricevere una proposta di investimento su iniziativa dell'intermediario (60 per cento circa contro 49 per cento nel 2013).

Fig. 116 Servizio di consulenza per livello di istruzione e per modalità di ricezione del servizio

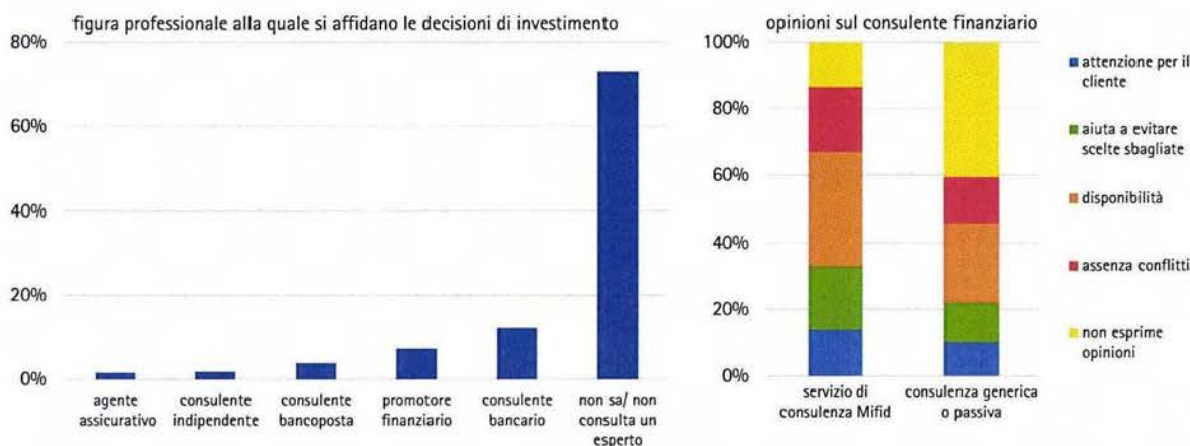


Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti del quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFid' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario. Per prodotti o strumenti finanziari rischiosi si intendono azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze vita.

L'esperto è rappresentato da un consulente bancario per il 45 per cento degli investitori *retail*. Solo il 2 per cento delle famiglie, inoltre, dichiara di affidare la gestione degli investimenti a un consulente indipendente, ossia a un professionista che non riceve commissioni da banche o da altre società, ma che viene remunerato esclusivamente dal cliente (Fig. 117).

Tra i fattori che rilevano di più sull'opinione verso il consulente si annovera la disponibilità, a prescindere dalla modalità con la quale viene offerto il servizio, la percezione di assenza di conflitti di interessi e l'orientamento verso scelte di investimento corrette (entrambi più frequenti tra i fruitori della consulenza MiFID).

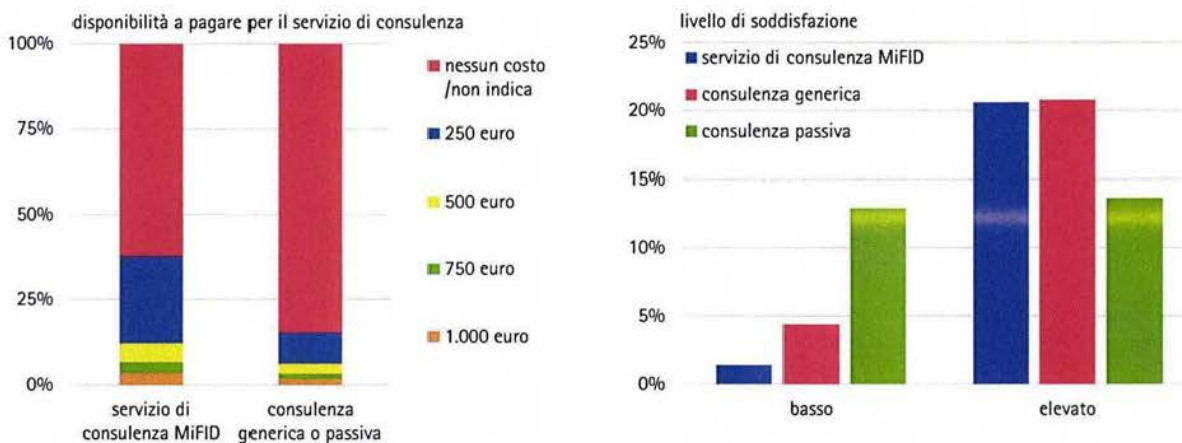
Fig. 117 Opinioni sull'esperto a cui le famiglie ricorrono per le scelte di investimento
(dicembre 2014)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: «A che tipo di esperto affida la gestione delle proprie decisioni di investimento?». Il grafico di destra si basa sulle risposte alla domanda: «Esprima le sue opinioni sul proprio consulente di fiducia per gli investimenti».

Il livello di soddisfazione per il servizio di consulenza cresce con il grado di personalizzazione delle proposte di investimento ricevute, anche se rimane bassa la disponibilità a pagare per la consulenza MiFID (Fig. 118).

Fig. 118 Disponibilità a pagare e grado di soddisfazione per il servizio di consulenza finanziaria
(dicembre 2014; percentuali sul totale delle famiglie)



Fonte: nostre elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market*. Confronta Note metodologiche. Il grafico di sinistra si basa sulle risposte alla domanda: «È interessato a usufruire del servizio di consulenza al costo fisso di 250 euro oppure di 500 euro oppure di 750 euro oppure di 1.000 euro?». Si assume che una famiglia abbia un elevato livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda 'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti' la risposta è 'Molto'. Si assume che una famiglia abbia un basso livello di soddisfazione rispetto ai servizi di consulenza ricevuti quando alla domanda 'Complessivamente, quanto è soddisfatto del suo consulente di fiducia per gli investimenti' la risposta è 'Poco o nulla'. Il gruppo 'consulenza passiva' include le famiglie che dichiarano di avere un consulente di fiducia per gli investimenti dal quale, tuttavia, non sono state contattate negli ultimi 12 mesi. Il gruppo 'consulenza generica' include le famiglie che hanno un consulente di fiducia, dal quale vengono contattate senza ricevere proposte di investimento relative a specifici strumenti finanziari. Il gruppo 'servizio di consulenza MiFID' include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia per gli investimenti e ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario.

Nel 2014, circa il 62 per cento delle famiglie dichiara di non essere disposto a sostenere alcun costo per ricevere proposte di investimento personalizzate; tale dato è comunque inferiore a quello registrato per gli investitori che ricevono forme di consulenza generica o passiva (85 per cento circa). Gli investitori che dichiarano di essere disposti a pagare per il servizio di consulenza MiFID sarebbero favorevoli a sostenere un costo di soli 250 euro.

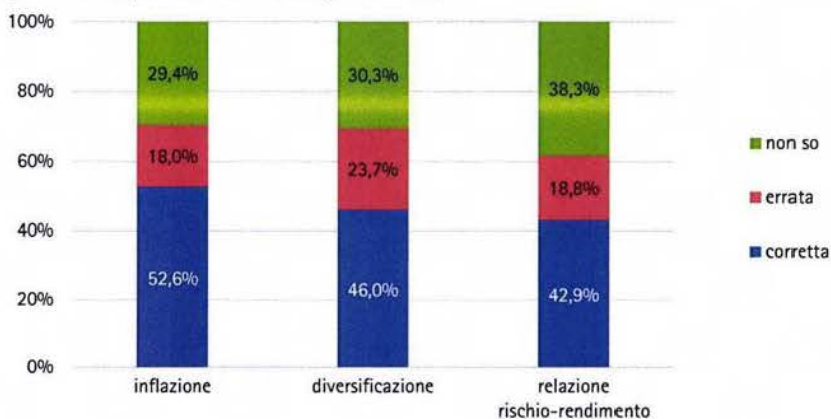
1.2 Conoscenze finanziarie

Il livello di conoscenze economiche e finanziarie dell'investitore italiano medio rimane basso, anche rispetto a nozioni e competenze logico-matematiche semplici. È quanto emerge dalle rilevazioni relative a un campione di 1.013 individui, rappresentativo di circa 20,6 milioni di famiglie italiane, per territorio, sesso, età, istruzione, professione e reddito.

I soggetti intervistati sono residenti per il 48 per cento al nord, per il 21 per cento circa al centro e per il restante 31 per cento al sud e isole; il 75 per cento sono uomini; il 47 per cento ha un livello di istruzione corrispondente alla licenza media inferiore, il 38 per cento ha proseguito gli studi, ma senza conseguire la laurea, mentre il restante 15 per cento risulta in possesso di titoli di laurea o *post-lauream*.

In particolare, il concetto di inflazione non è noto a quasi la metà del campione (il 47,4 per cento degli intervistati dichiara di non conoscerla o indica definizioni errate). Solo il 46 per cento indica correttamente cosa significa diversificare gli investimenti e meno del 43 per cento è in grado di definire la relazione rischio-rendimento (Fig. 119).

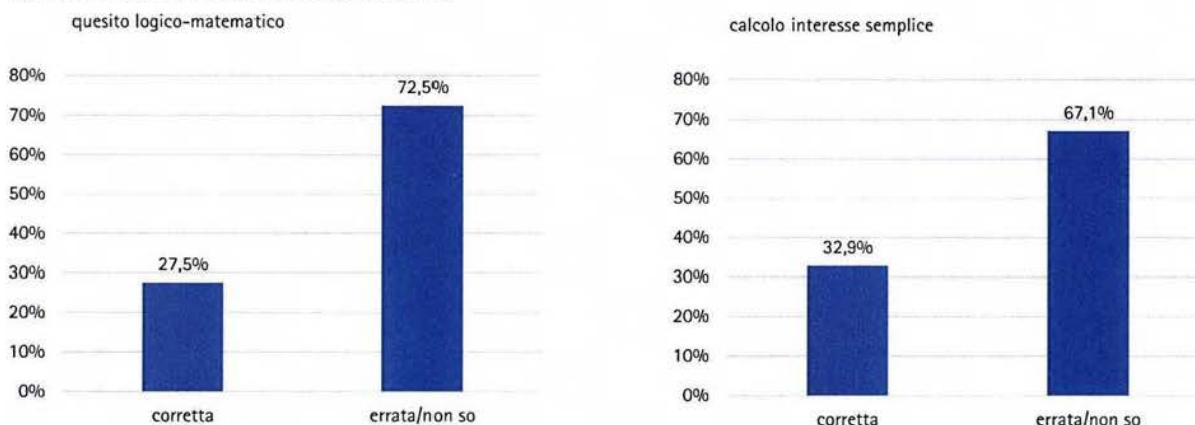
Fig. 119 Conoscenza dei concetti finanziari di base
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La conoscenza del concetto di inflazione è verificata attraverso la domanda: «*Immagini di vincere 1.000 euro alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000 euro non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare... (seguono alternative di risposta)*». La conoscenza del concetto di diversificazione è verificata attraverso la domanda: «*Che cosa pensa che significhi diversificare gli investimenti? (seguono alternative di risposta)*». La conoscenza del concetto di relazione rischio-rendimento è verificata attraverso la domanda: «*Sa indicare che relazione c'è tra il rendimento e il rischio di un prodotto finanziario? (seguono alternative di risposta)*».

Con riferimento alle capacità logico-matematiche, solo una percentuale che oscilla tra il 27 e il 33 per cento degli intervistati ha dimostrato di essere in grado di rispondere correttamente o di saper calcolare l'interesse semplice corrisposto su un capitale di 100 euro investito per un anno (Fig. 120).

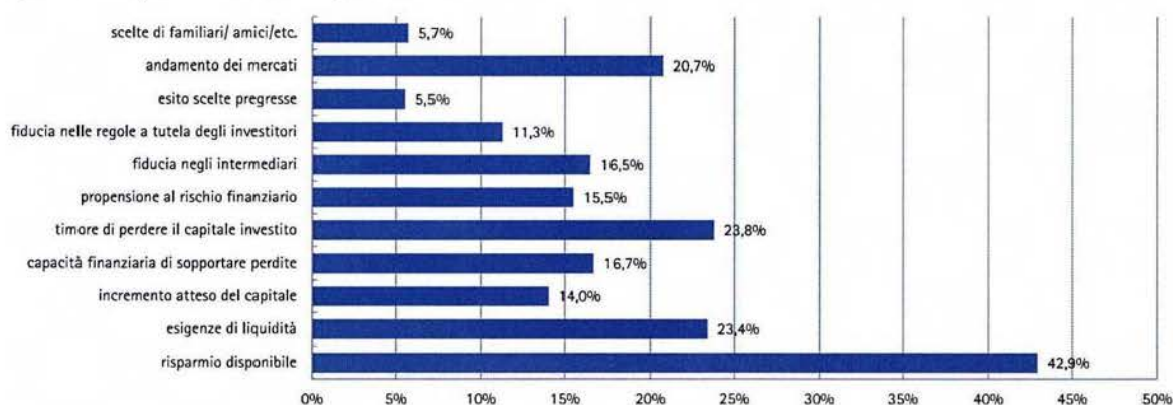
Fig. 120 Attitudini logico-matematiche
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. Il grafico di sinistra si basa sulla risposta alla domanda: «Quale investimento preferirebbe tra i due proposti? L'investimento 1 offre un guadagno pari a 7 euro con probabilità 0,25, 4 euro con probabilità 0,25, 3 euro con probabilità 0,25, 2 euro con probabilità 0,25. L'investimento 2 offre un guadagno pari a 3 euro con probabilità 0,25, 8 euro con probabilità 0,25, 4 euro con probabilità 0,25, 5 euro con probabilità 0,25». Il grafico di destra si basa sulla risposta alla domanda: «Supponga di versare 100 euro su un conto corrente a zero spese che garantisce un tasso di rendimento pari al 2% l'anno. In assenza di versamenti e prelievi nel corso dell'anno, a quanto ammonterà la cifra sul conto corrente alla fine dell'anno una volta avvenuto il pagamento degli interessi?»

Nell'ambito dell'analisi dei comportamenti più diffusi in sede di investimento, sono stati rilevati i fattori che a giudizio degli intervistati è importante valutare prima di decidere se fare investimenti finanziari: solo il 14 per cento ha indicato l'obiettivo di investimento (definito in termini di incremento atteso del capitale) e solo il 15 per cento la propensione al rischio finanziario (Fig. 121).

Fig. 121 Informazioni da valutare prima di investire
(gennaio 2015; percentuali sul totale degli intervistati)



Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko – Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'. La figura si basa sulla risposta alla domanda: «A suo giudizio quali fattori è importante valutare prima di decidere se fare investimenti finanziari?» (è consentita la risposta multipla).