

# L'investitore *retail* e la Borsa. Quale possibile relazione con le società quotate?

Terzo rapporto di Borsa Italiana sullo *shareholding* in Italia

In collaborazione con:

**EMITTENTI TITOLI** S.p.A.

Valentina Coraggio  
Luca Filippa  
Alessandra Franzosi  
*Research & Development*

## Premessa e obiettivi del Terzo Rapporto sullo *shareholding* (1/3)

- A quattro anni dalla precedente indagine Borsa Italiana torna ad analizzare le principali caratteristiche e i comportamenti finanziari degli investitori *retail* in azioni.
- La realizzazione dei “Rapporti sullo *shareholding*” è sempre avvenuta contestualmente a momenti di forte mutamento degli scenari in cui si formano le scelte di investimento delle famiglie italiane. Nel 2001, anno del Primo Rapporto, la detenzione diretta di azioni da parte degli investitori *retail* era cresciuta in modo rilevante, facendo nascere l’esigenza di approfondire la conoscenza delle principali caratteristiche di questi ultimi e dei loro comportamenti.
- Nel 2003, anno del Secondo Rapporto, lo scenario in cui si costituivano le scelte degli investitori era profondamente cambiato e reso incerto dalle vicende internazionali e dagli scandali finanziari nazionali.
- Gli ultimi quattro anni hanno visto dapprima un trend di mercato ampiamente positivo che però non è sfociato in un ritorno degli investitori all’investimento in prodotti finanziari più articolati. L’ultima fase, a partire dall’estate 2007, ha visto una significativa crisi finanziaria globale che si è sempre più aggravata generando consistenti crolli nei corsi azionari e i timori di collasso dei sistemi finanziari e di recessione. E’ in questo contesto che è stato realizzato il Terzo Rapporto.

## Premessa e obiettivi del Terzo Rapporto sullo *shareholding* (2/3)

- L'investitore italiano continua a prediligere l'investimento diretto nelle società italiane quotate all'investimento tramite prodotti del risparmio gestito, la cui componente di matrice azionaria domestica continua a essere estremamente contenuta se paragonata all'esperienza di altri Paesi.
- In particolare:
  - gli investitori *retail* detengono stabilmente più del 25% della capitalizzazione del mercato azionario italiano (26.6% a fine 2006, il valore più elevato nel contesto europeo);
  - il peso delle azioni italiane quotate sulle attività finanziarie delle famiglie italiane è pari a circa l'8% a fine 2007. Nel confronto internazionale, l'investimento in azioni da parte di tali soggetti avviene, molto più che in altri Paesi, in forma diretta.
- Ecco perché è importante che i partecipanti al mercato continuino a interrogarsi sulle determinanti delle scelte di investimento dei risparmiatori italiani e su come sviluppare nuovi modelli di relazione con gli investitori.
- In particolare, sembra opportuno che le società quotate riflettano su come fidelizzare il proprio rapporto con gli investitori *retail*, in un contesto in forte evoluzione anche dal punto di vista istituzionale e normativo.

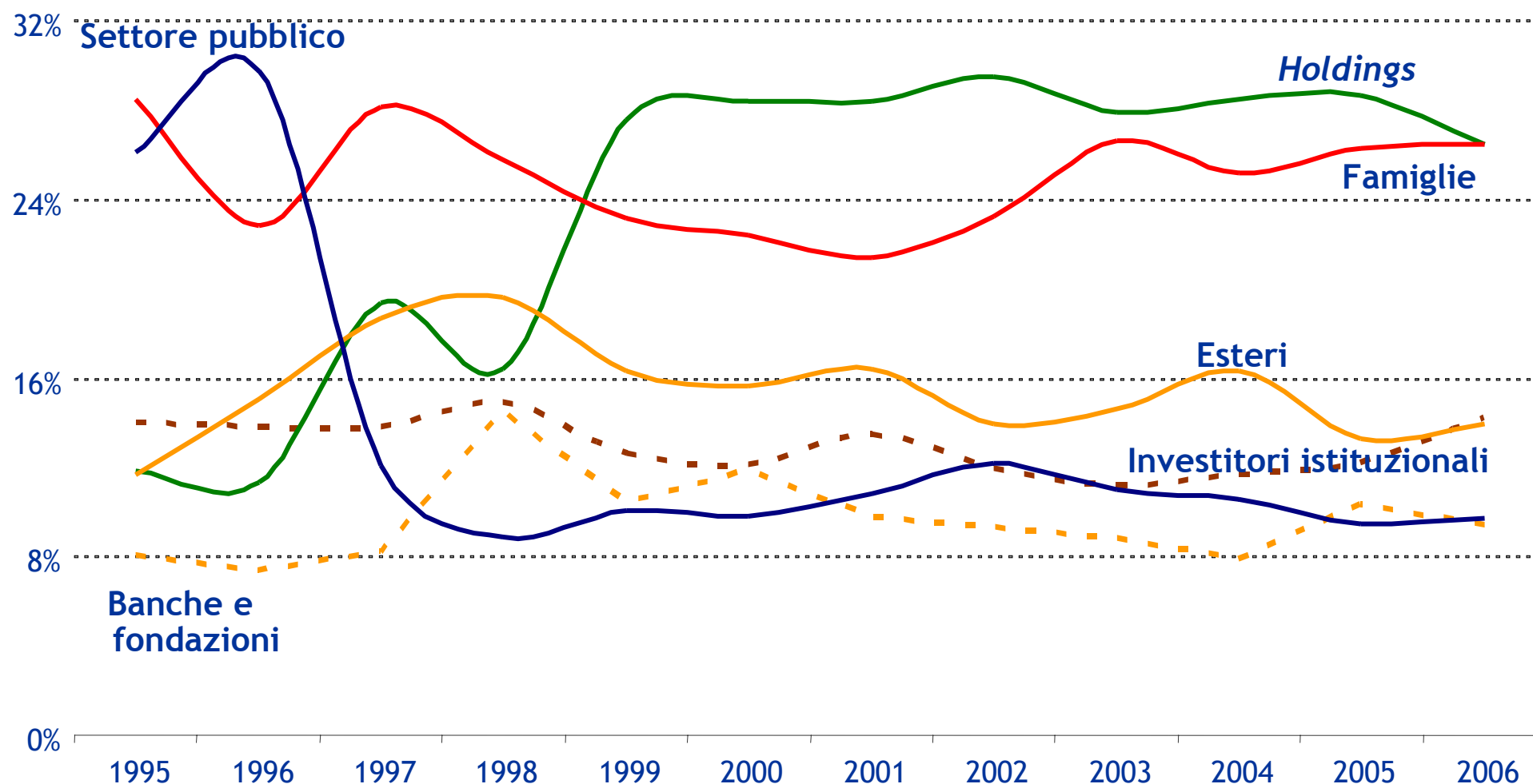
## Premessa e obiettivi del Terzo Rapporto sullo *shareholding* (3/3)

- Accanto agli approfondimenti già presenti nelle scorse edizioni, questa indagine propone pertanto come tema nuovo e centrale la relazione tra società italiane quotate e investitori *retail* al fine di valutare nel dettaglio che tipo di relazione esista oggi e di individuare le possibili attività per una valorizzazione della stessa.
- Per la realizzazione della presente indagine Borsa Italiana ha lavorato in *partnership* con Emittenti Titoli SpA, la cui *expertise* del mondo delle società di capitali si è rivelata preziosa sia nella fase di realizzazione del Rapporto che in quella di interpretazione dei risultati.



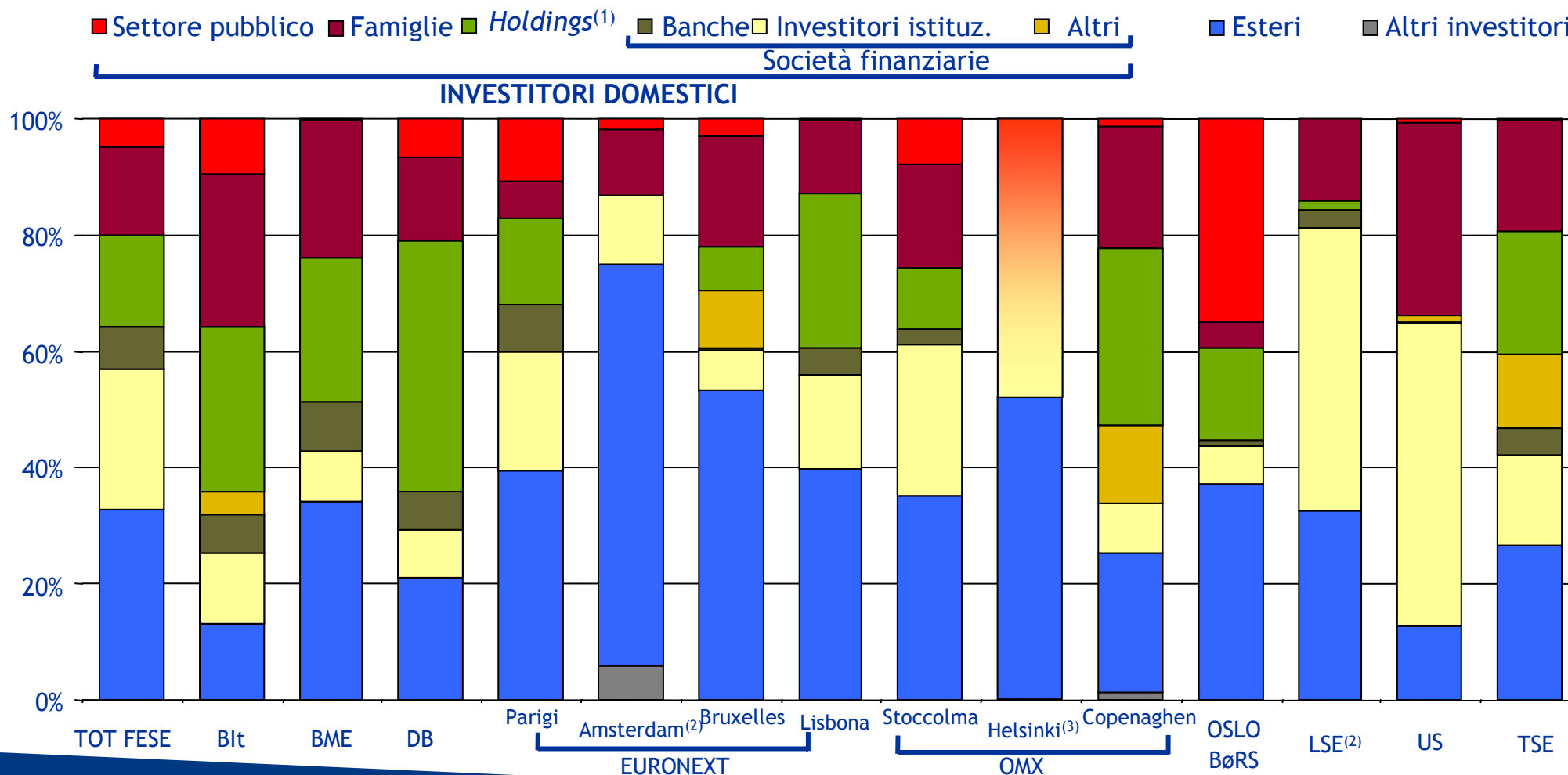
Il contesto di riferimento

## Distribuzione della capitalizzazione delle società nazionali



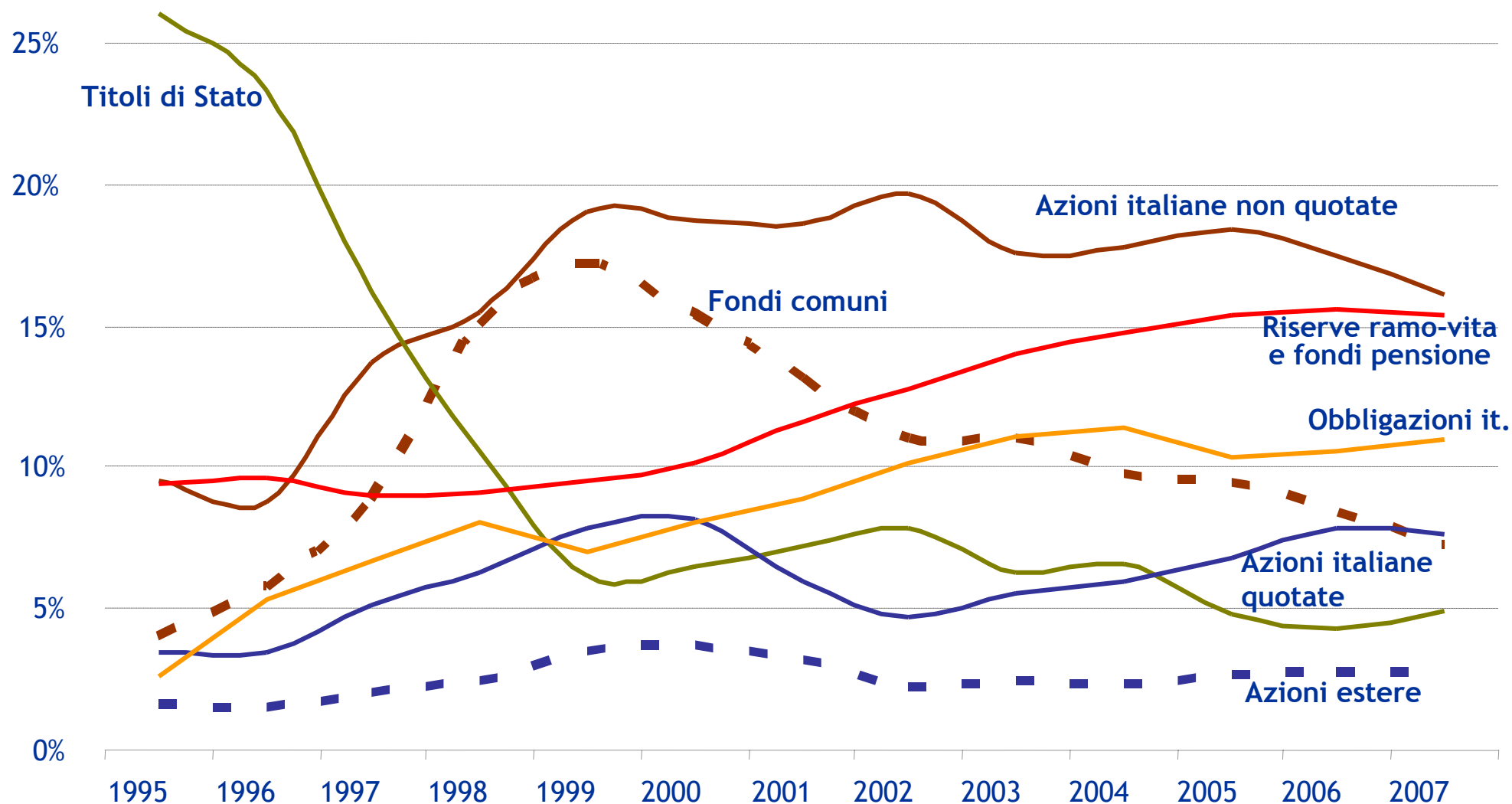
# Distribuzione della capitalizzazione delle società nazionali: confronto internazionale

Peso % sulla capitalizzazione di mercato domestica (fine 2005)



(1) Per l'Italia questa voce include anche le persone fisiche con partecipazioni rilevanti (>2%); (2) Dato a fine 2004; (3) Per Helsinki SE non sono disponibili ulteriori dettagli. Analisi BIt - R&D su dati Euronext, Federal Reserve, FESE, OMX, TSE and WFE

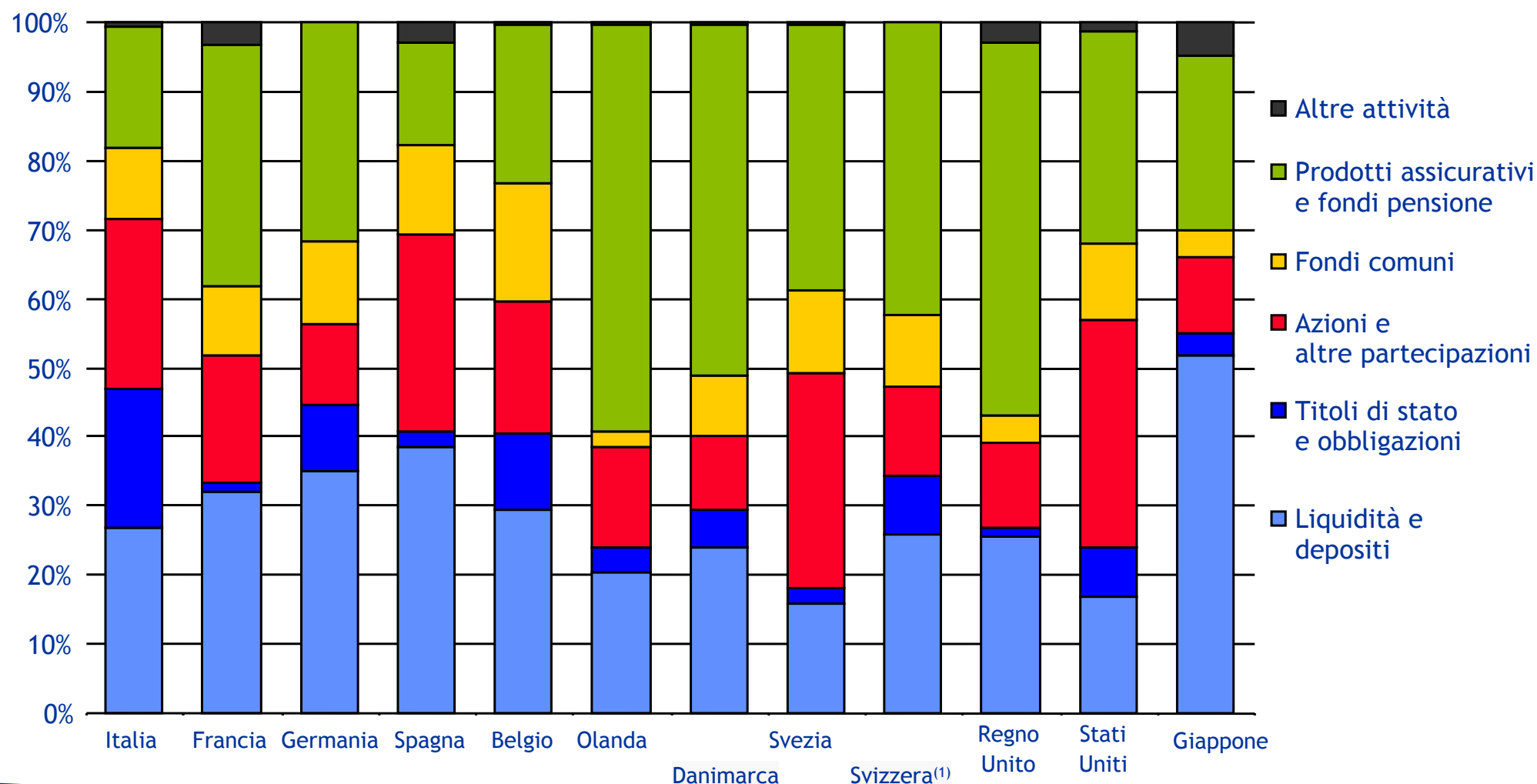
## Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie italiane





# Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie

Peso % sulle attività finanziarie delle famiglie (fine 2005)



(1) Dati relativi al 2004.

Analisi Blt - R&D su dati di Banche Centrali e Uffici Statistici Nazionali

# Terzo rapporto sullo *shareholding* in Italia

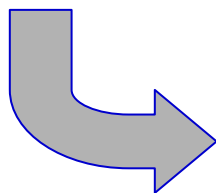
## La tecnica di realizzazione della Ricerca

L'ampia articolazione dei temi trattati ha suggerito di sviluppare la Ricerca in due moduli complementari:

**Fase *desk***, basata sull'indagine GfK Eurisko Multifinanziaria Retail Market, condotta semestralmente presso un campione rappresentativo dell'intera popolazione italiana (18-74 anni), finalizzata a:

- quantificare la diffusione della detenzione di azioni presso la popolazione italiana e la sua evoluzione nel tempo;
- definire il profilo dell'investitore in azioni e i tratti distintivi rispetto al bacino degli investitori in generale e a quello dei bancarizzati.

Costituisce la base di partenza per l'indagine estensiva presso gli *shareholders* realizzata nel corso del 2008.



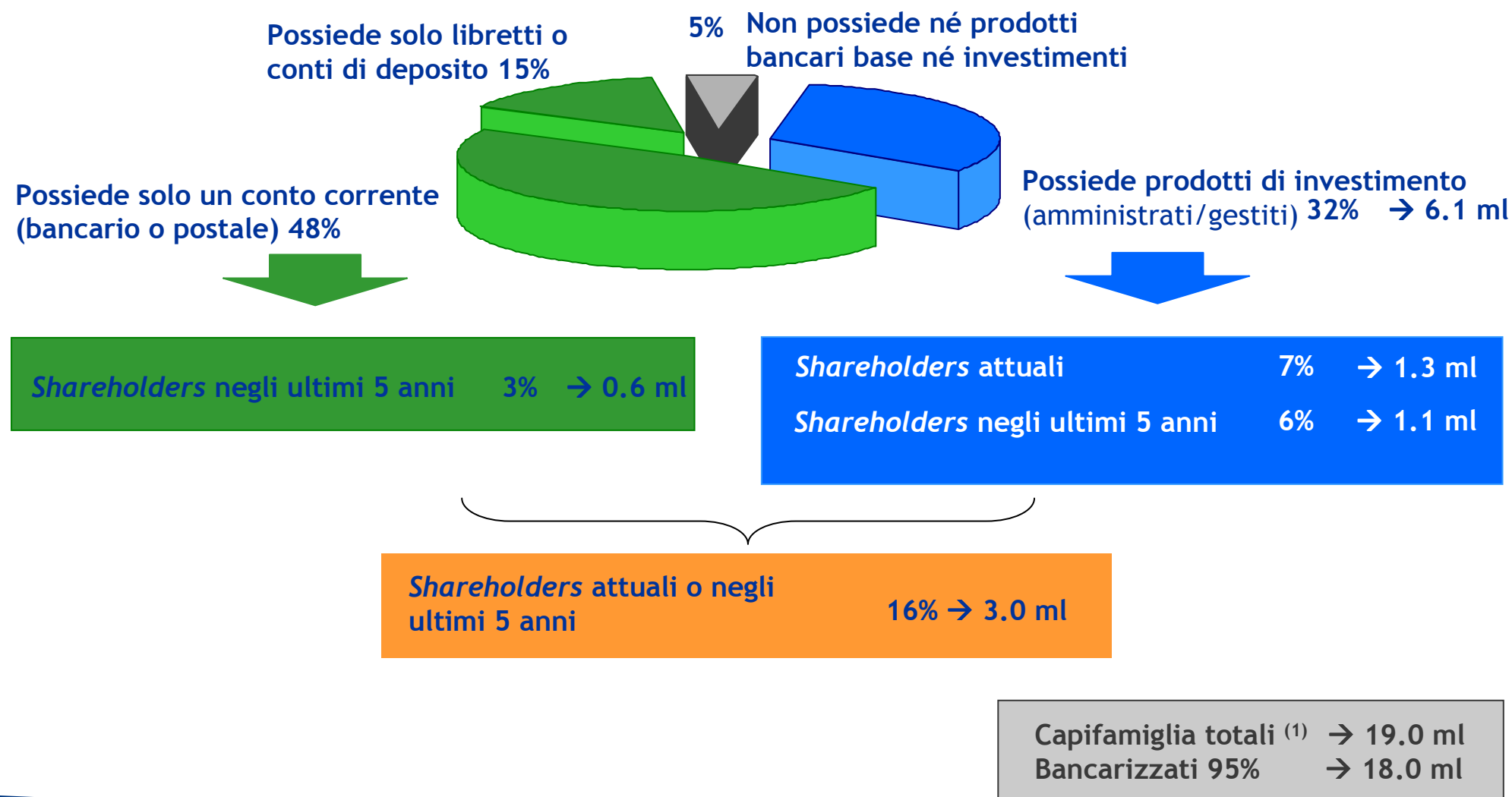
**Indagine presso gli *shareholders***, realizzata attraverso una *survey* effettuata da GfK Eurisko nella primavera 2008 presso 700 famiglie italiane investitrici in azioni negli ultimi tre anni, finalizzata a:

- descrivere in modo dettagliato le caratteristiche e le scelte finanziarie degli investitori *retail* in azioni;
- misurare la *Brand Equity* del mercato azionario italiano e delle società quotate secondo il modello utilizzato da GfK Eurisko;
- analizzare la relazione effettiva e potenziale tra le società italiane quotate e i loro azionisti *retail*.

The background is a solid dark blue. A lighter blue, semi-transparent geometric shape, resembling a stylized 'V' or a corner of a room, is centered on the slide. The text is white and positioned within this lighter area.

# 1. Diffusione dello *shareholding* in Italia e sua evoluzione nel tempo

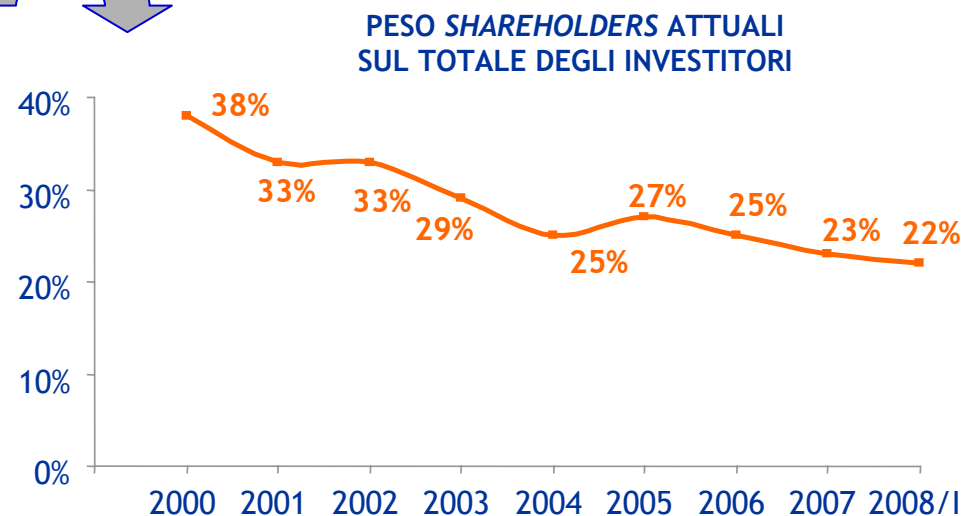
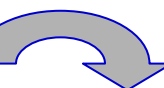
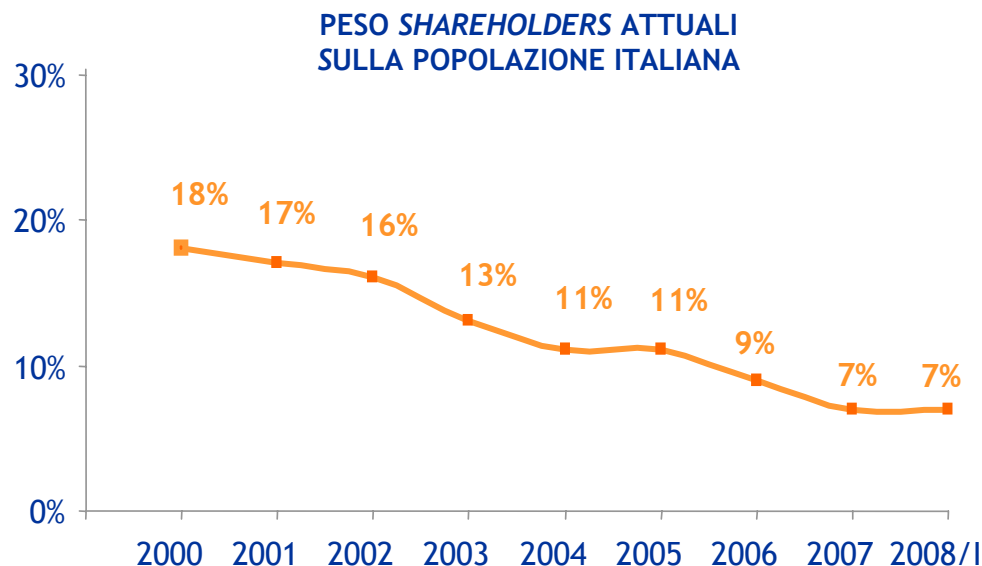
# Diffusione dello *shareholding* presso la popolazione italiana



(1) Popolazione italiana con capifamiglia 18-74 anni.

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

## Evoluzione dello *shareholding* tra le famiglie e tra gli investitori



## Possibili motivi dell'evoluzione dello *shareholding* in Italia

Diversi sono i fattori che possono aver contribuito, in tutto o in parte, all'osservata riduzione del numero di investitori diretti in azioni verificatasi a partire dal 2001 e perdurata anche in fasi di evoluzione positiva dei mercati azionari.

1. Un più ampio fenomeno di riduzione degli investitori in strumenti finanziari sul totale della popolazione italiana in cui a sua volta si colloca la riduzione della proporzione di famiglie italiane che investono direttamente in azioni.

2. L'evoluzione dei comportamenti finanziari delle famiglie italiane, caratterizzate da una più contenuta attitudine al rischio, che si traduce in un portafoglio investito più orientato verso attività percepite come meno rischiose.

3. Una maggiore propensione all'investimento immobiliare sia per il persistere di bassi tassi di interesse sia perché percepito come una riserva di valore.

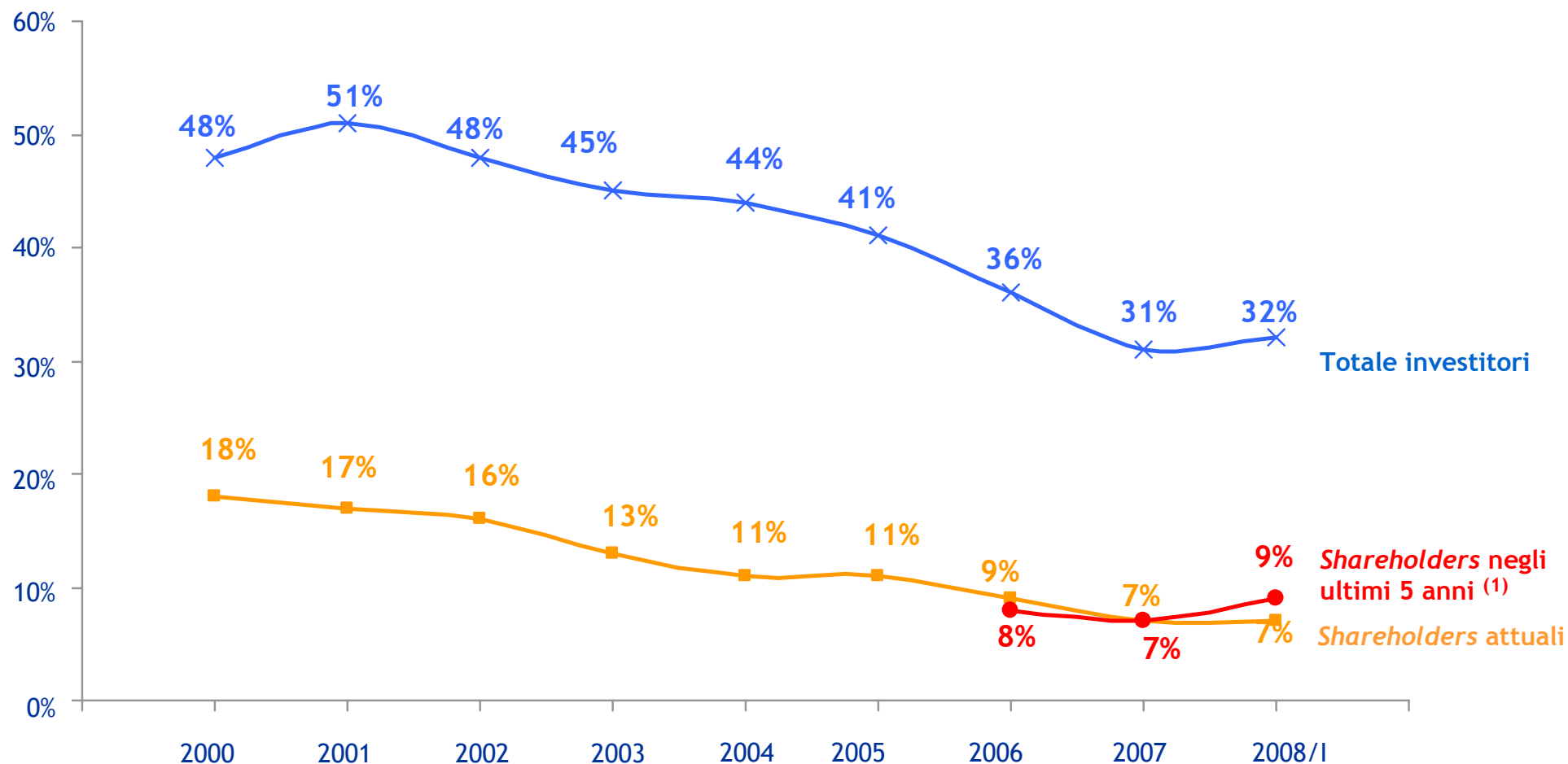
4. Un processo di selezione degli investitori in azioni, nell'ambito del quale quanti sono rimasti nel bacino degli *shareholders* presentano un profilo più elevato in relazione a:

- caratteristiche socio-demografiche;
- capacità e intensità di risparmio;
- solidità (effettiva e percepita) della propria situazione economica;
- autonomia decisionale e referenti per l'investimento.

Al contrario, sono soprattutto i soggetti più “fragili” dal punto di vista socio-demografico, delle capacità di investimento, e del contesto di provenienza ad essersi allontanati (temporaneamente o in maniera permanente) dalle azioni.

5. Capacità di cogliere le diverse fasi di mercato.

# 1. Il calo del numero di investitori in strumenti finanziari



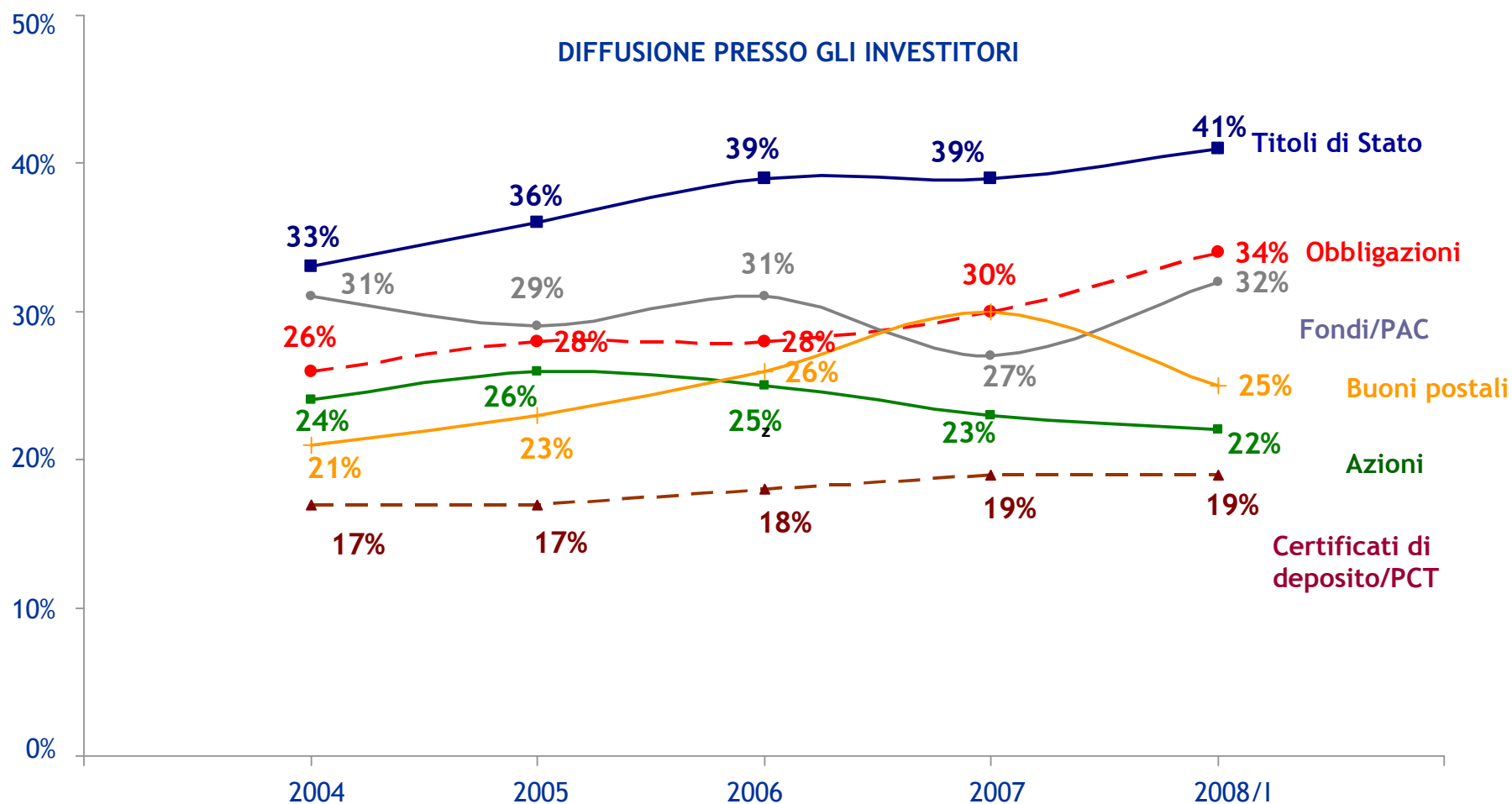
(1) Dato disponibile a partire dall'edizione 2006.

Fonte: Multifinanziaria Retail Market. Base: Capifamiglia finanziari n=2500



## 2. L'evoluzione dei comportamenti finanziari delle famiglie

Percentuale di investitori che al momento dell'intervista deteneva lo strumento finanziario corrispondente



### 3. L'investimento immobiliare (1/2)

Valori %

	Shareholders (n=392)	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)	Ex shareholders non investitori (n=77)	Totale bancarizzati (n=2368)
Proprietari di casa	85	88	82	82	84	74
Ha acquistato casa negli ultimi 5 anni	11	7	7	10	21**	10
Acquisterà casa nei prossimi 3 anni	23	23	20	26	18	16

\*\* significatività al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

### 3. L'investimento immobiliare (2/2)

Ha più fiducia in/nei/nelle ...	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori	Investitori ex shareholders	Valori % Totale bancarizzati
ACQUISTO DI CASA/TERRENI	56%	60	61	59
TITOLI DI STATO ITALIANI	48%	47	50	33**
FONDI DI INVESTIMENTO	26%	21	27	12**
AZIONI	23%	8**	6**	4**
Azioni italiane	22%	7**	5**	4**
Azioni estere	7%	2	3	1*
OBBLIGAZIONI/CERT. DI DEPOSITO	20%	20	23	11**
BUONI POSTALI	12%	29**	23*	25**
ACQUISTO DI BENI RIFUGIO	10%	14	14	12
TITOLI DI STATO/OBB ESTERI	8%	8	11	5
GPM/GPF	6%	5	3	2
POLIZZE VITA	6%	10	13	10
Polizze vita tradizionali	4%	8	10	8
Polizze vita unit/index linked	3%	7	8	5

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali). Ammessa risposta multipla.

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Chi conosce ciascun prodotto/modalità di investimento

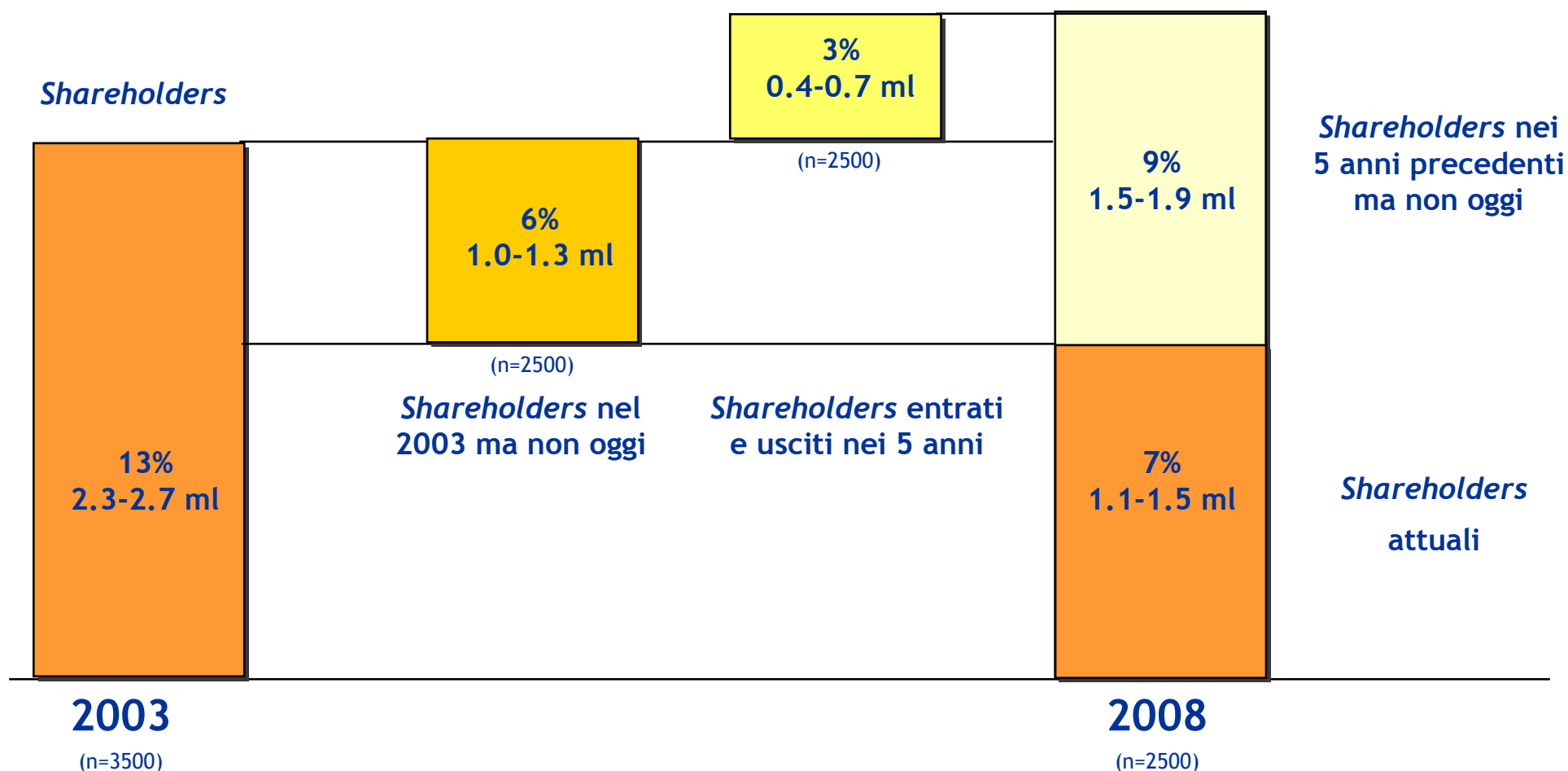
## 4. Processo di selezione nel bacino degli *shareholders* (1/2)

- Gli attuali investitori in azioni (dati relativi ai capifamiglia finanziari) hanno un profilo molto specifico, sia rispetto al totale della popolazione bancarizzata che al totale degli investitori:
  - sono nel 32% dei casi laureati (18% degli investitori e 14% dei bancarizzati) e nel 43% dei casi hanno un diploma di scuola media superiore (38% degli investitori e 34% dei bancarizzati);
  - tra le professioni, c'è una maggior presenza di imprenditori/liberi professionisti (21%, rispetto al 12% e 10%);
  - vivono prevalentemente nelle regioni del Nord Ovest (48%, rispetto al 35% degli investitori e al 29% dei bancarizzati) e meno nel Sud e isole (14%, rispetto al 23% e al 32%); risiedono in centri abitati medio-grandi (36% in centri con più di 100mila abitanti, rispetto al 28% degli investitori e al 26% dei bancarizzati);
  - si contraddistinguono per livelli di patrimonio e reddito più elevati (3200 euro di reddito medio mensile, rispetto ai 2700 euro degli investitori e ai 2200 euro dei bancarizzati, con un patrimonio che nel 34% dei casi supera i 250mila euro, rispetto all'11% degli investitori e al 4% dei bancarizzati);
  - appartengono con maggior frequenza alle aree d'*élite* della popolazione italiana (53%, rispetto al 38% degli investitori e al 31% dei bancarizzati) e hanno stili finanziari concentrati tra l'*élite* (31%), gli accumulatori (28%) e i facoltosi (21%);
  - presentano una maggiore capacità e intensità di risparmio rispetto alle altre categorie (l'89% riesce a risparmiare a fronte del 75% dei bancarizzati); la percentuale di reddito risparmiata è pari al 19% del reddito annuo, a fronte del 17% degli *ex-shareholders* e 14% degli *ex-shareholders* non più investitori;
  - si caratterizzano per una percezione più positiva della situazione economica propria (il 77% ritiene la situazione attuale della sua famiglia soddisfacente o abbastanza soddisfacente, rispetto al 59% degli investitori e al 44% dei bancarizzati) e meno pessimista della situazione del Paese (il 17% ritiene che le cose miglioreranno nei prossimi cinque anni);
  - si distinguono per un maggiore grado di autonomia nella selezione dei titoli da acquistare (52% sceglie personalmente le azioni da acquistare e solo nel 13% dei casi verifica con la propria banca prima) e per un maggiore ricorso al promotore finanziario (31%).

## 4. Processo di selezione nel bacino degli *shareholders* (2/2)

- Sono invece soprattutto i comparti più “fragili” dal punto di vista delle capacità d’investimento e del contesto di provenienza ad aver abbandonato (temporaneamente o in maniera definitiva) le azioni:
  - hanno con maggior frequenza un titolo di studio di scuola media inferiore (30% se ancora investitori e 34% se non più investitori) o elementare (15% se non più investitori);
  - tra gli ex-azionisti non più investitori si osserva una maggior presenza di pensionati (36% rispetto al 24% degli azionisti e al 23% degli ex-azionisti tuttora investitori);
  - hanno livelli inferiori di reddito (2900 euro se ancora investitori e 2300 euro se non più investitori) così come di ricchezza (il 41% di coloro che sono ancora investitori ha un patrimonio compreso tra i 10 e i 50mila euro e il 71% dei non investitori possiede meno di 10mila euro);
  - appartengono con minor frequenza alle aree d’*élite* della popolazione italiana (il 53% degli investitori in azioni si confronta con il 41% degli ex-azionisti ancora investitori e con il 33% dei non investitori, dato sostanzialmente equivalente a quello dei bancarizzati);
  - vivono meno nelle regioni del Nord Ovest (37%, rispetto al 48% degli azionisti) e nei centri medio-grandi (52% degli investitori ex-azionisti vive in centri con meno di 30mila abitanti);
  - presentano un più spiccato pessimismo in merito alla percezione della situazione economica futura della propria famiglia e del Paese;
  - presentano un portafoglio finanziario meno diversificato, più orientato verso prodotti finanziari con profilo di rischio contenuto e verso l’immobiliare (il 21% ha acquistato casa nel corso degli ultimi 5 anni a fronte del 7% degli investitori e del 10% dei bancarizzati);
  - sono prevalentemente intermediati da figure di filiale del sistema bancario.

## 5. Stima dei flussi di *shareholders* negli ultimi 5 anni



*I valori proposti sono da considerarsi stime ottenute come differenze tra stock in quanto il campione, non essendo costruito come un panel, non consente la ricostruzione esatta dei flussi in entrata e uscita dallo status di shareholder. I ranges sono stati ottenuti calcolando gli intervalli di confidenza al 95%.*

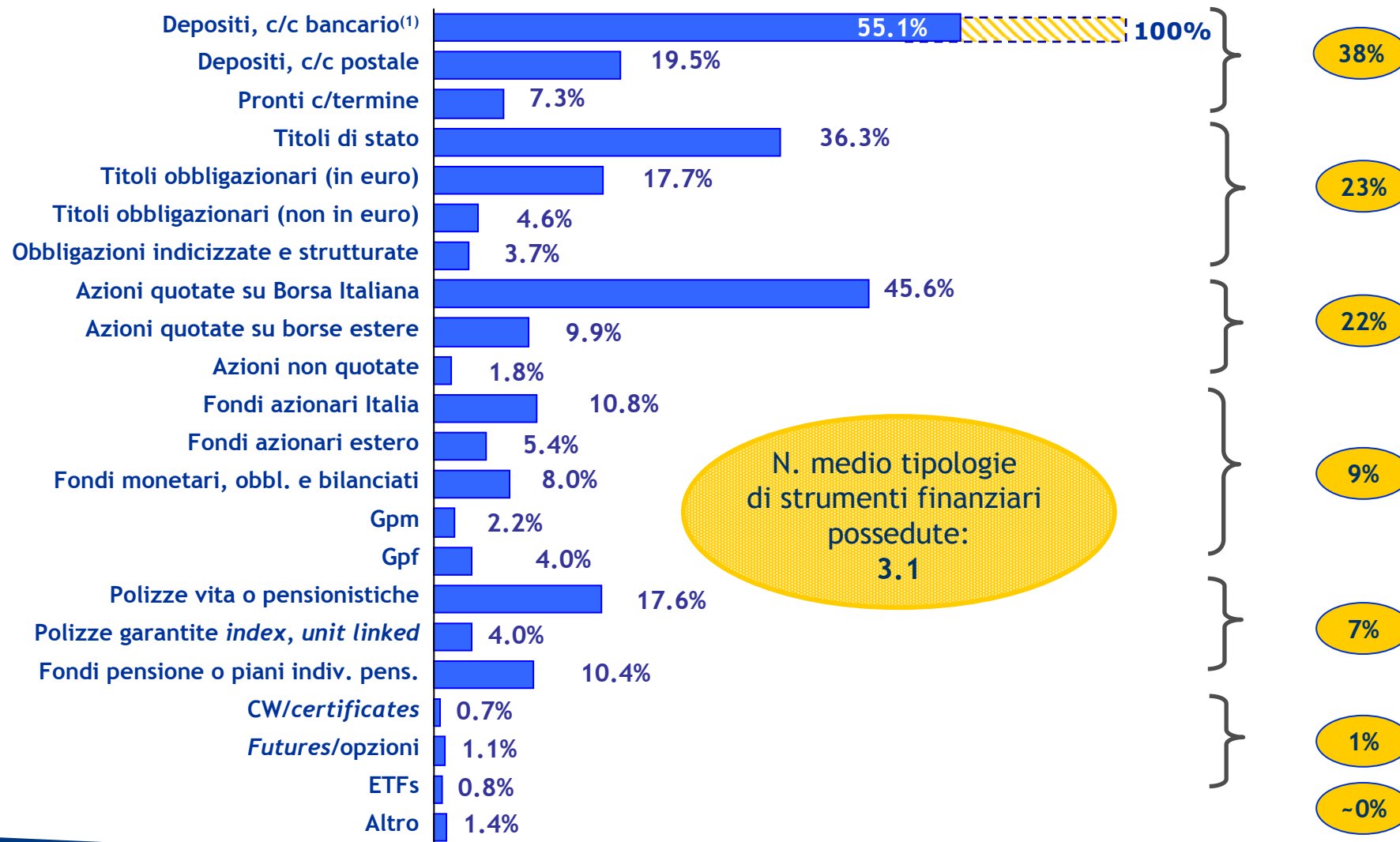


## 2. Portafoglio e operatività degli *shareholders*

# Il portafoglio finanziario oggi

Percentuale di intervistati che al momento dell'intervista deteneva lo strumento finanziario corrispondente

Struttura % del portafoglio medio<sup>(2)</sup>

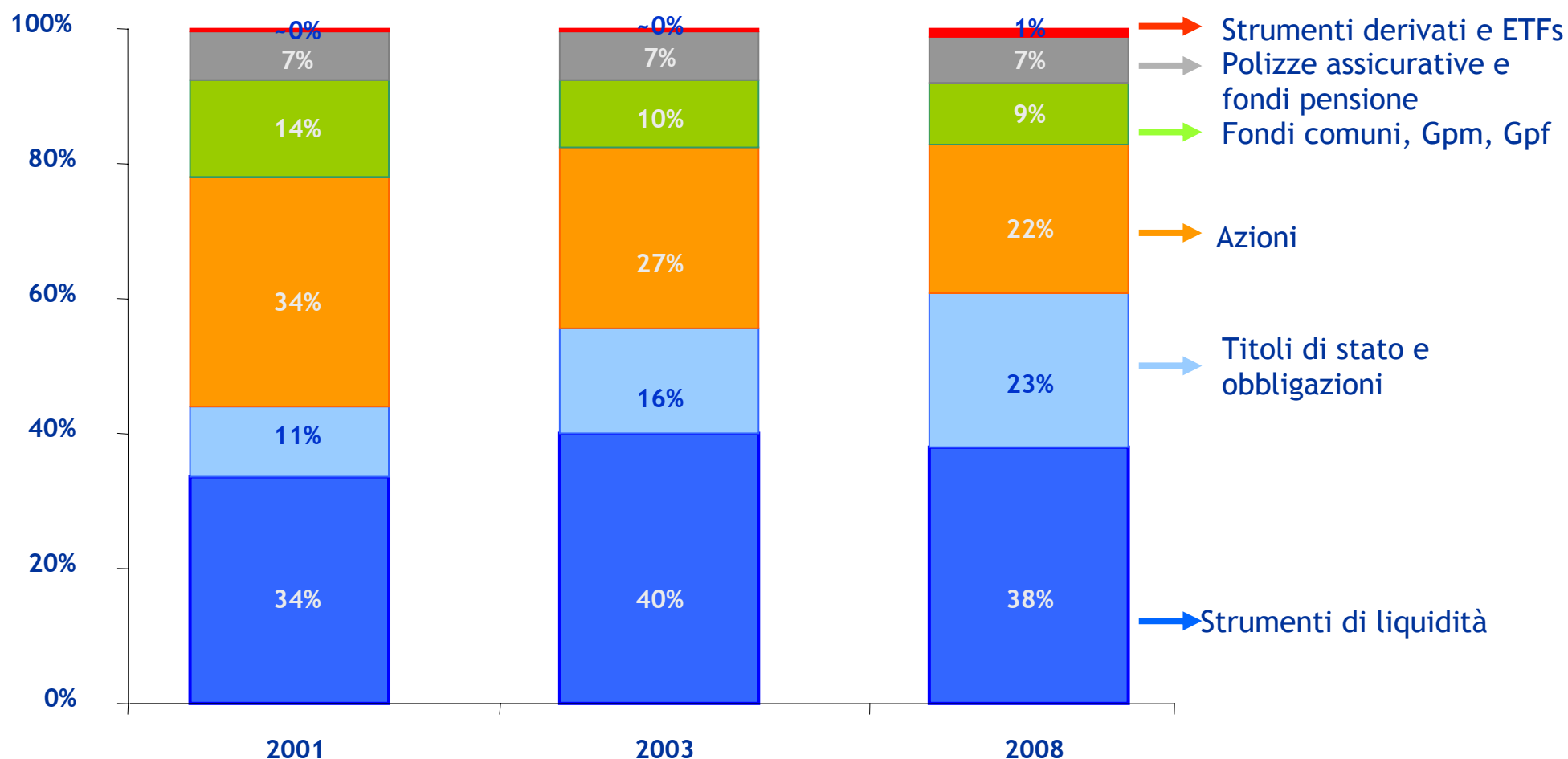


(1) E' verosimile ritenere il 100% degli intervistati abbia un c/c ma solo il 55.1% lo percepisca come prodotto di investimento. (2) Calcolata sui valori puntuali dichiarati compreso il valore 0, al netto dei "non indica". Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*. Base: Totale intervistati (n=700)



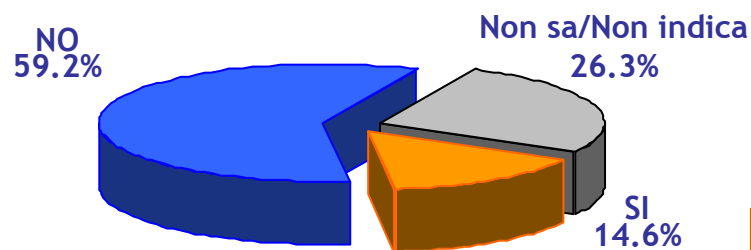
## Evoluzione temporale del portafoglio finanziario medio

Composizione percentuale del portafoglio medio degli *shareholders*

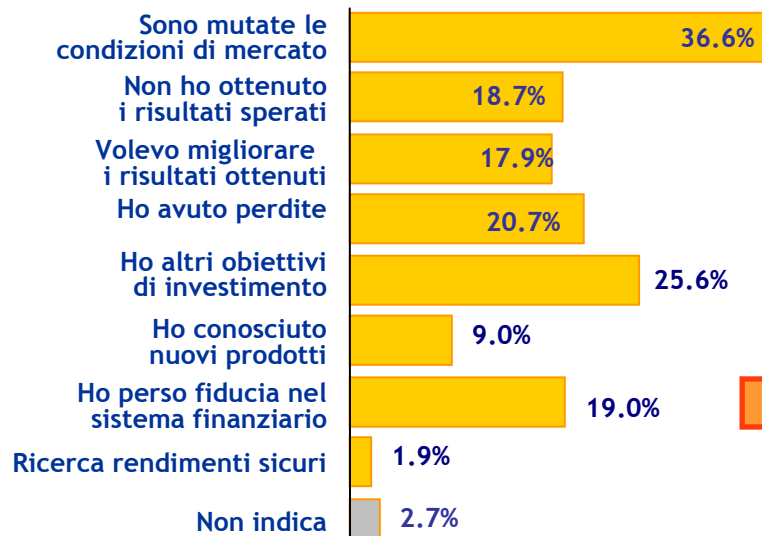


# Evoluzione futura della composizione del portafoglio

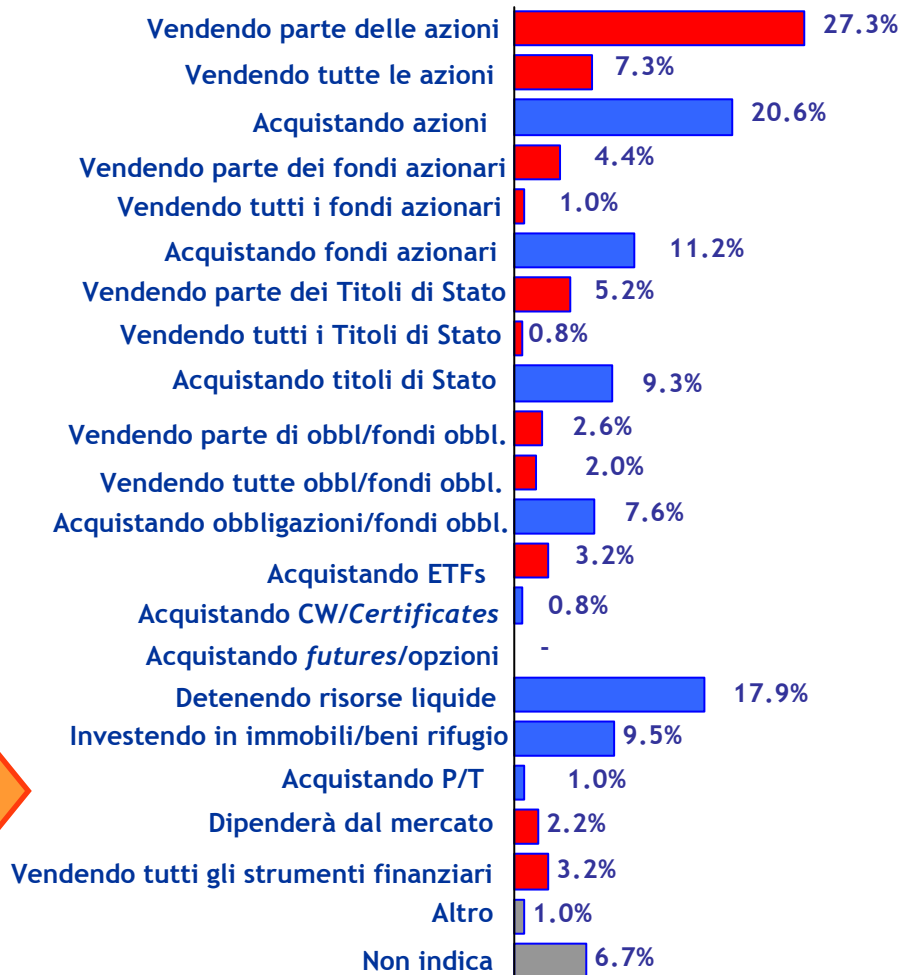
CAMBIERA' LA STRUTTURA DEL PORTAFOGLIO  
NEI PROSSIMI 12 MESI? (n=700)



SE SI', PERCHE' (n= 102), (possibili più risposte)

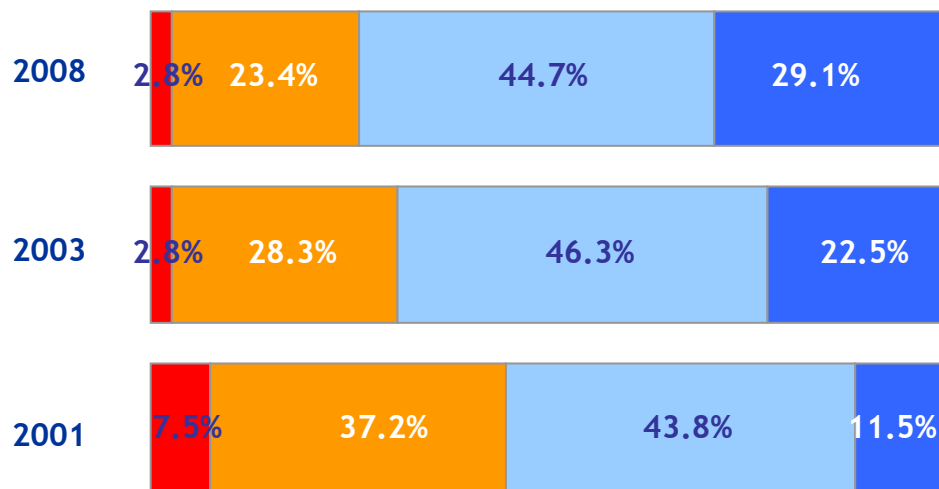


IN CHE MODO CAMBIERA' LA COMPOSIZIONE  
DEL PORTAFOGLIO? (n=102), (possibili più risposte)

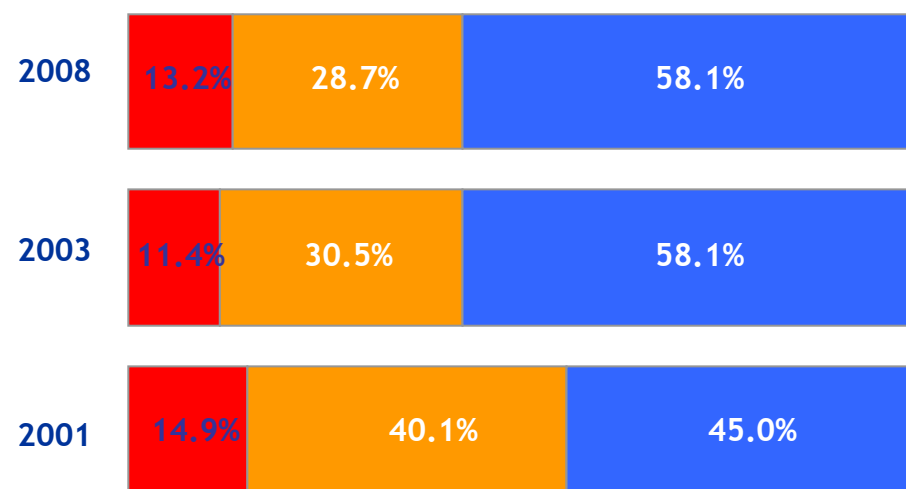


## Percezione della propria tolleranza al rischio e distribuzione del portafoglio per livelli di rischio

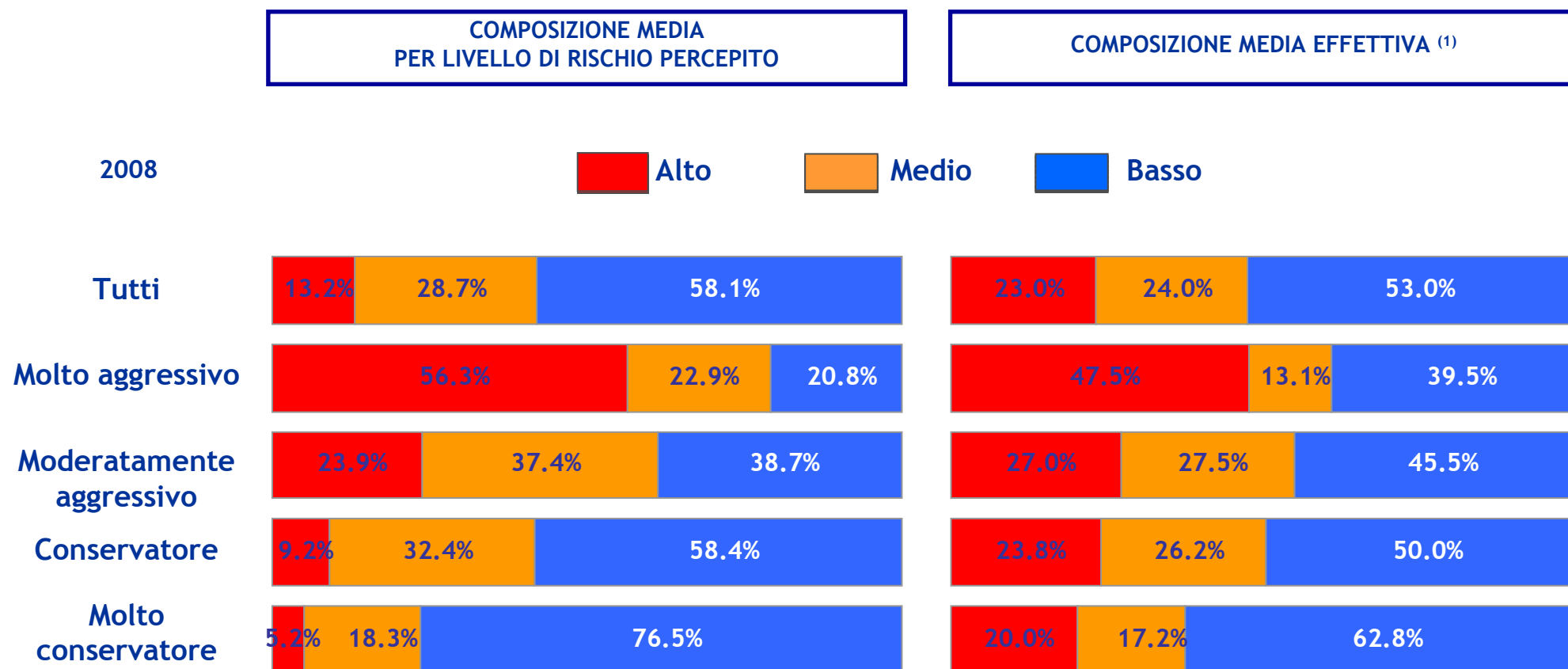
### SONO UN INVESTITORE ...



### COMPOSIZIONE MEDIA DEI PORTAFOGLI PER LIVELLO DI RISCHIO PERCEPITO DELL'INVESTIMENTO



## Confronto tra composizione del portafoglio media percepita ed effettiva per livello di rischio



(1) Si considerano strumenti finanziari di rischio basso liquidità e titoli di Stato; di rischio medio obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, prodotti assicurativi e fondi pensione; di rischio alto azioni e strumenti derivati. Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*. Base: Totale rispondenti

## Sintesi (1/2)

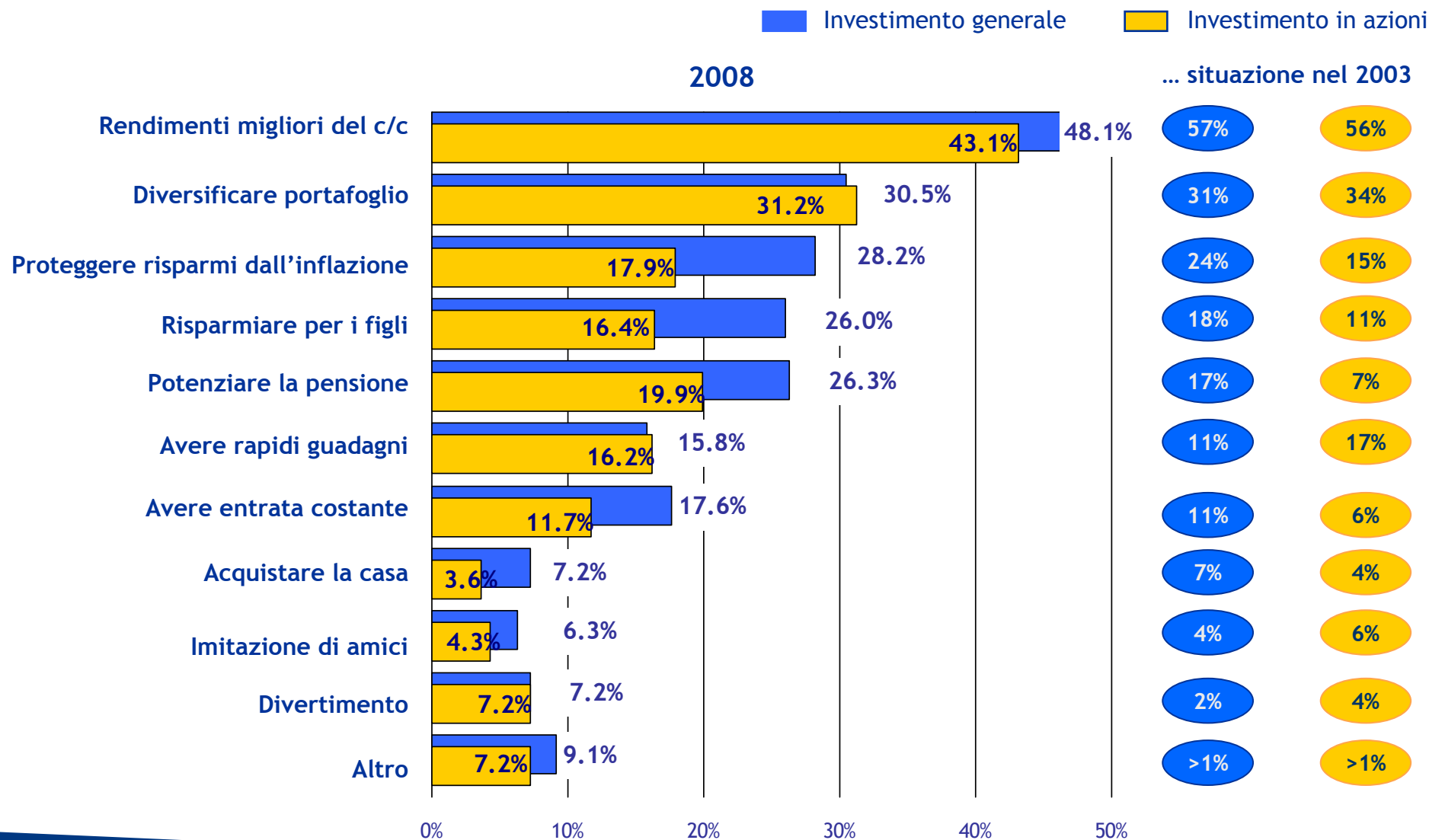
- Il portafoglio degli investitori *retail* in azioni si caratterizza per un'elevata diversificazione (in media detengono 3 tipologie di strumenti finanziari). Restano prevalenti i prodotti di liquidità la cui incidenza è pari al 38%, seguiti dai titoli di Stato e obbligazioni (23%) e dalle azioni (22%).
- Dal 2001 al 2008 esso è stato oggetto di un processo di ricomposizione in cui è aumentata l'incidenza delle attività meno rischiose come liquidità e titoli di Stato (complessivamente passati dal 45% al 61%) e una parallela riduzione delle azioni (dal 34% al 22%) insieme a fondi comuni e gestioni patrimoniali (dal 14% al 9%). Polizze assicurative e fondi pensione sono rimasti pressoché costanti nel tempo (7%).
- Il 59.2% degli investitori in azioni non intende modificare la composizione del proprio portafoglio finanziario nel corso dei prossimi dodici mesi. Tra i principali motivi menzionati da coloro che si dichiarano intenzionati a modificarla (14.6%) vi sono il mutamento delle condizioni di mercato (36.6%), il perseguimento di altri obiettivi come l'acquisto della prima casa (25.6%), l'aver subito perdite (20.7%) e la perdita di fiducia nel sistema finanziario (19.0%).
- Quando si indaga, tra coloro che intendono farlo, in che modo modificheranno la composizione del proprio portafoglio, emerge che:
  - il 34.6% intende vendere tutto o in parte il proprio portafoglio azionario, il 20.6% si dichiara invece disposto ad acquistare sul mercato borsistico;
  - il 17.9% manifesta la propria preferenza verso la detenzione di risorse liquide e il 9.5% verso l'investimento in immobili o altro genere di beni rifugio;
  - a fronte del 5.4% di coloro che venderanno le proprie quote di fondi azionari, l'11.2% si dichiara intenzionato a sottoscriverne di nuove;
  - il 9.3% si rivolgerà a titoli di Stato e il 7.6% a obbligazioni e fondi obbligazionari;
  - soltanto il 3.2% uscirà completamente dal bacino degli investitori vendendo tutti gli strumenti finanziari.

## Sintesi (2/2)

- Oltre i due terzi degli intervistati (74%) si colloca a vario titolo nella fascia di moderata avversione al rischio. Si osserva una progressiva riduzione della propensione al rischio degli investitori in azioni rispetto al 2003 (69%) e al 2001 (55%), in linea con la mutata composizione del portafoglio e nonostante la selezione del *target*.
- La minore propensione al rischio si riflette nella struttura del portafoglio medio investito percepito, costituito per il 58% da attività finanziarie con grado di rischio contenuto.
- Si individua una generale corrispondenza tra la struttura media per rischio del portafoglio percepita e quella effettiva: man mano che si passa da un profilo di investitore di tipo “molto conservatore” a quello “aggressivo”, si osserva un aumento della percentuale investita (percepita ed effettiva) in attività con profilo di rischio elevato e, viceversa, una progressiva riduzione dell’incidenza delle attività meno rischiose.
- E’ tuttavia rilevante osservare che:
  - a livello aggregato, gli *shareholders* ritengono di avere un’esposizione al rischio inferiore rispetto a quella effettivamente assunta (l’incidenza delle attività di rischio elevato, ritenuta non superiore al 13%, raggiunge il 23% nella composizione media effettiva del portafoglio);
  - lo spaccato per tipologia di investitore evidenzia come, mentre gli investitori più “propensi” al rischio (“molto aggressivi” e “aggressivi”) in media sovrastimino la propria esposizione ad attività molto rischiose, coloro che lo sono meno (“conservatori” e “molto conservatori”) la sottostimino, ritenendo il proprio portafoglio più “sicuro” di quanto in realtà non sia.

### 3. L'investimento in azioni

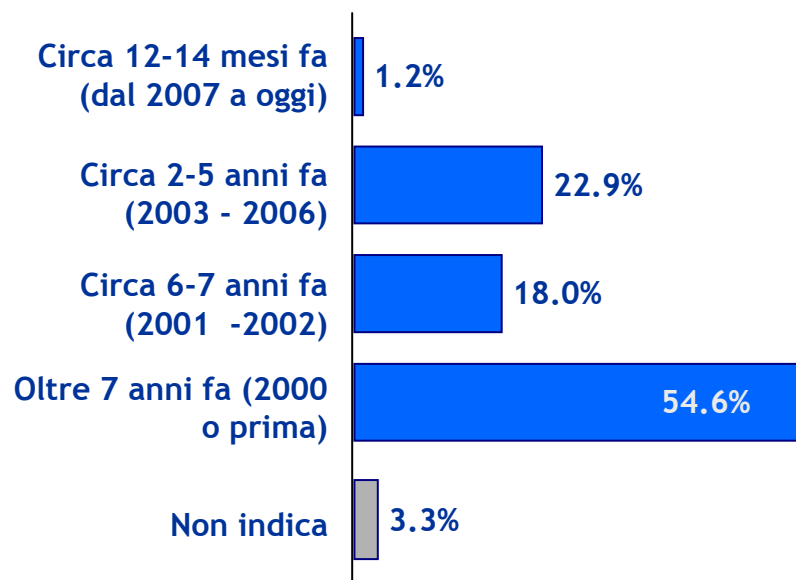
# Le motivazioni dell'investimento





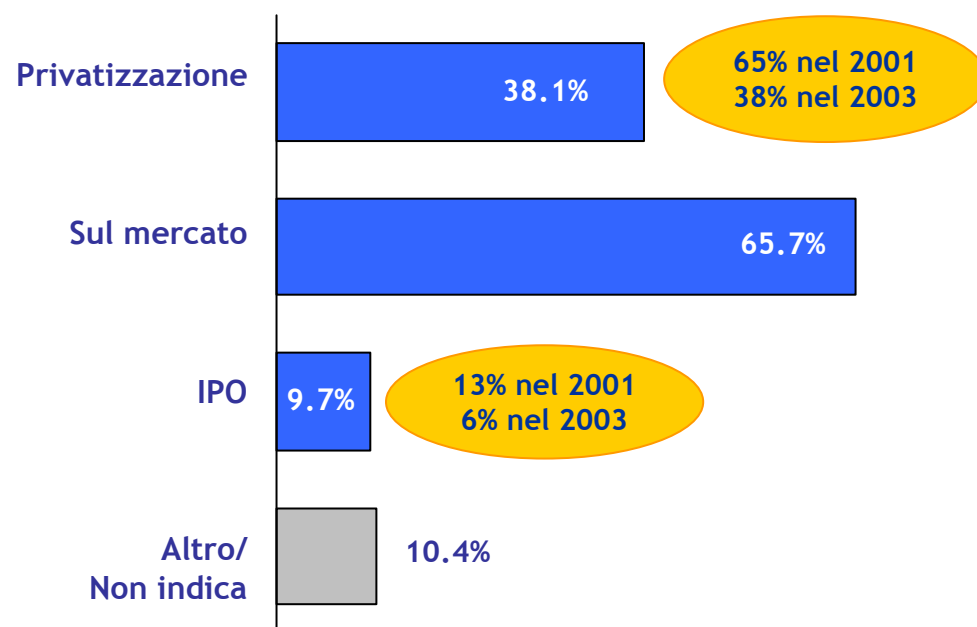
## L'anzianità di esperienza dell'investimento in azioni

### QUANDO HA INIZIATO A INVESTIRE IN AZIONI?



### MOMENTO DI ACQUISTO DELLE AZIONI

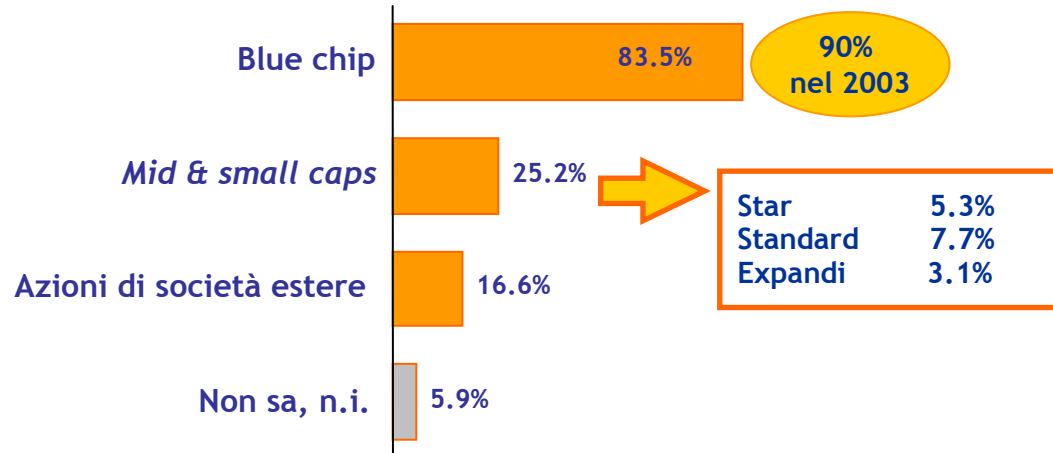
(Ammessa risposta multipla)



## Composizione del portafoglio azionario attuale

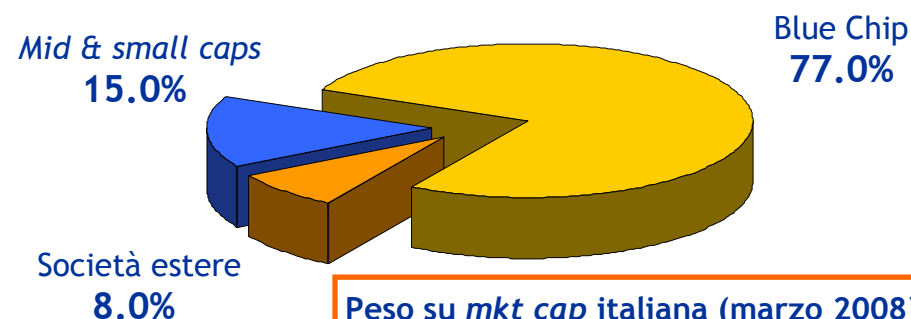
### ATTUALMENTE DETIENE (% INTERVISTATI)

(Ammessa risposta multipla)



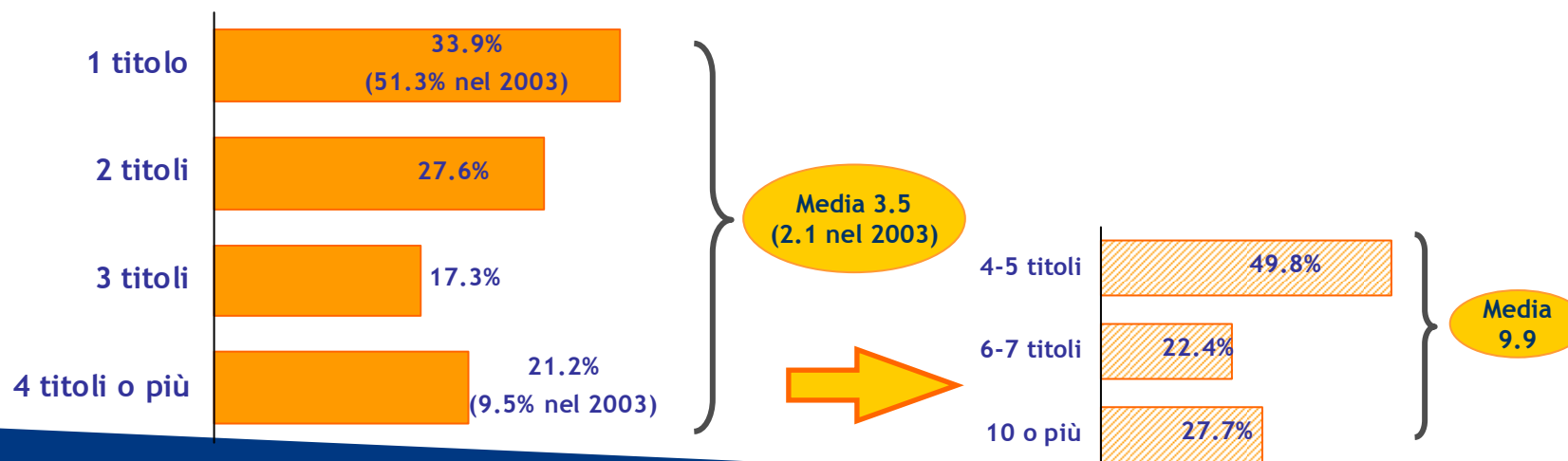
### COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO, PESO MEDIO

Fatto 100 chi indica la tipologia (n=311)



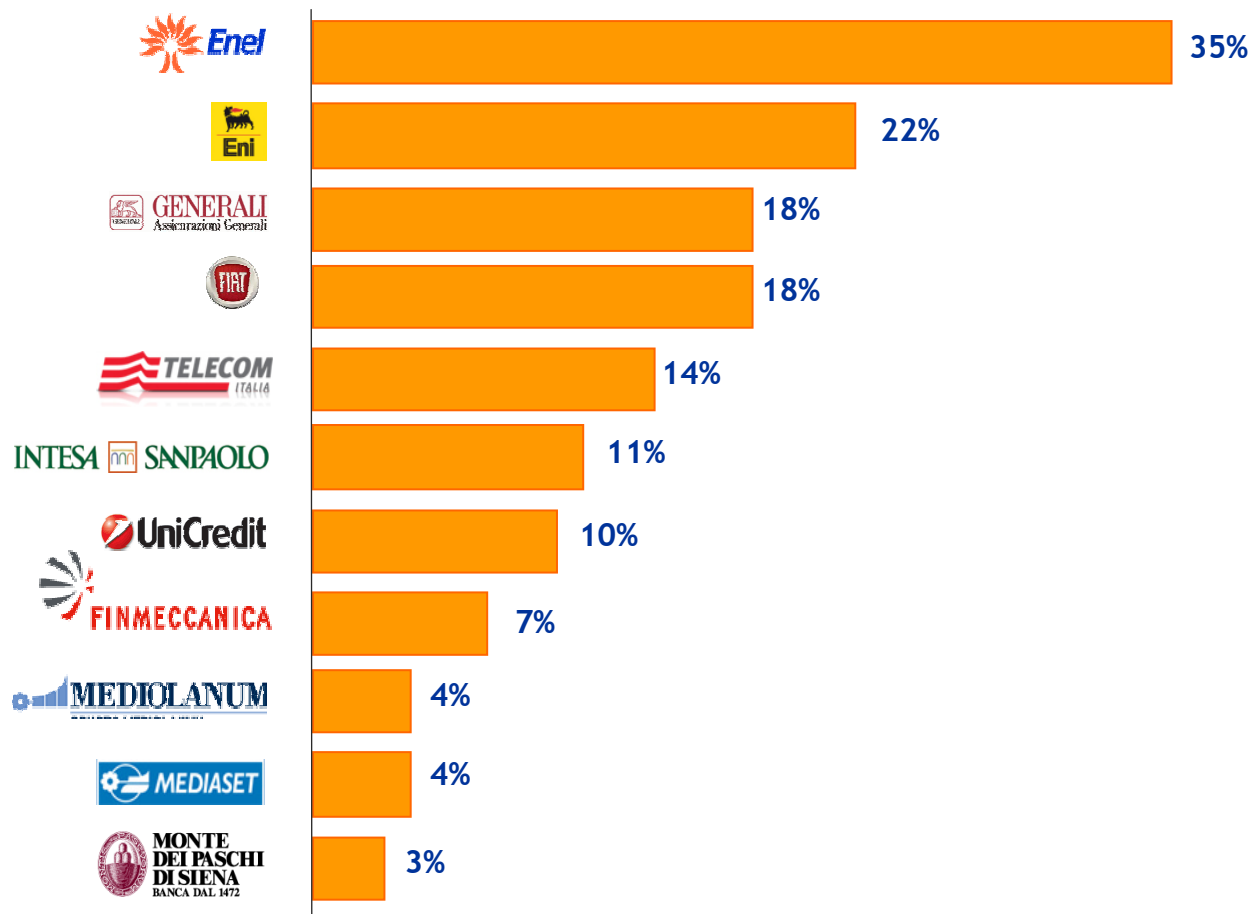
Peso su *mkt cap* italiana (marzo 2008):  
Blue Chip 91.4%  
Mid & small caps 8.4%

### LIVELLO DI CONCENTRAZIONE DEI PORTAFOGLI



# I principali titoli posseduti oggi

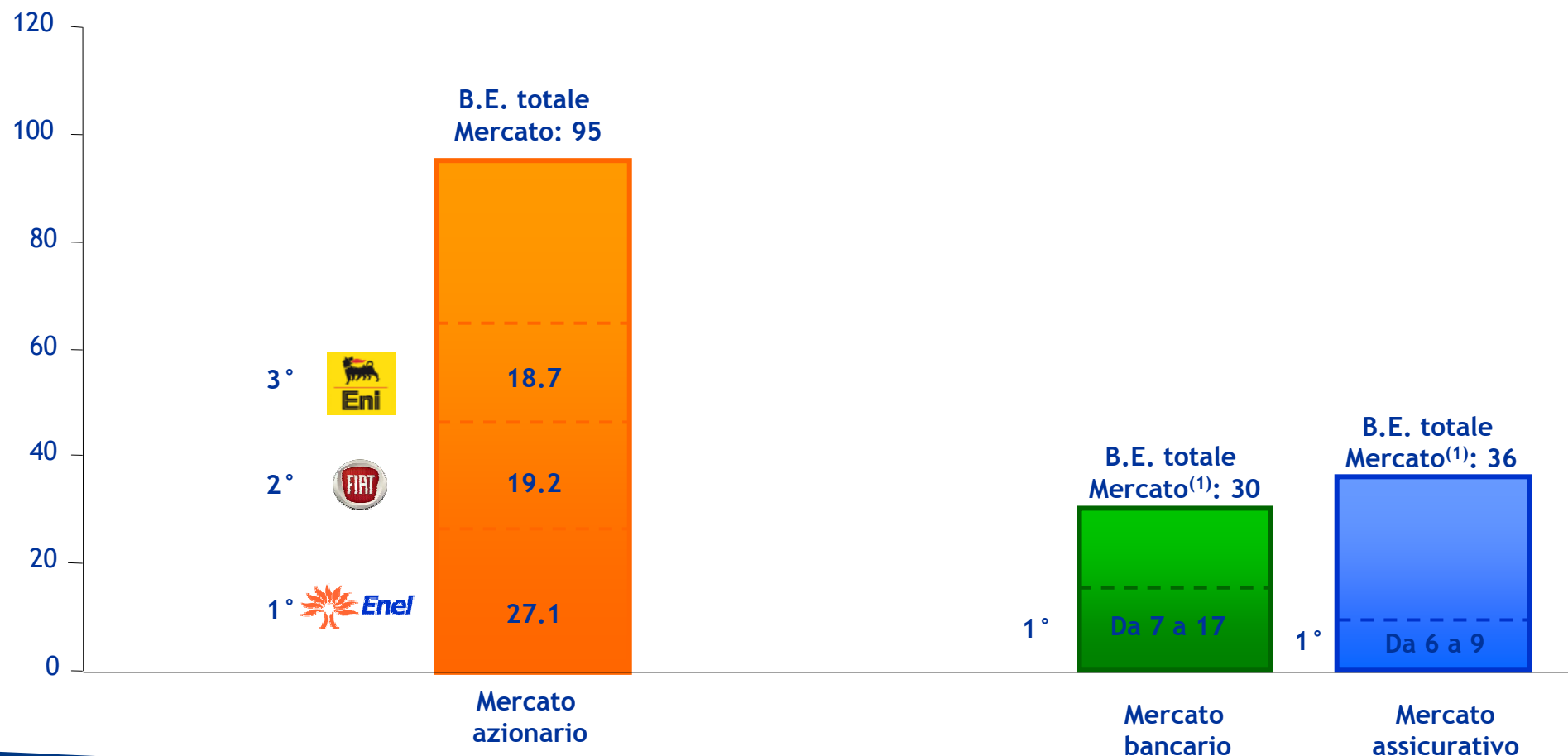
Potrebbe dirmi i nomi delle società di cui possiede titoli azionari?



Market cap (MDE) <sup>(1)</sup>	Flottante <sup>(2)</sup>
41.5	67.8%
86.2	62.2%
40.1	85.9%
17.8	69.6%
23.8	76.4%
56.7	75.9%
56.4	100%
9.1	67.6%
2.8	30.0%
6.9	63.6%
6.9	51.0%

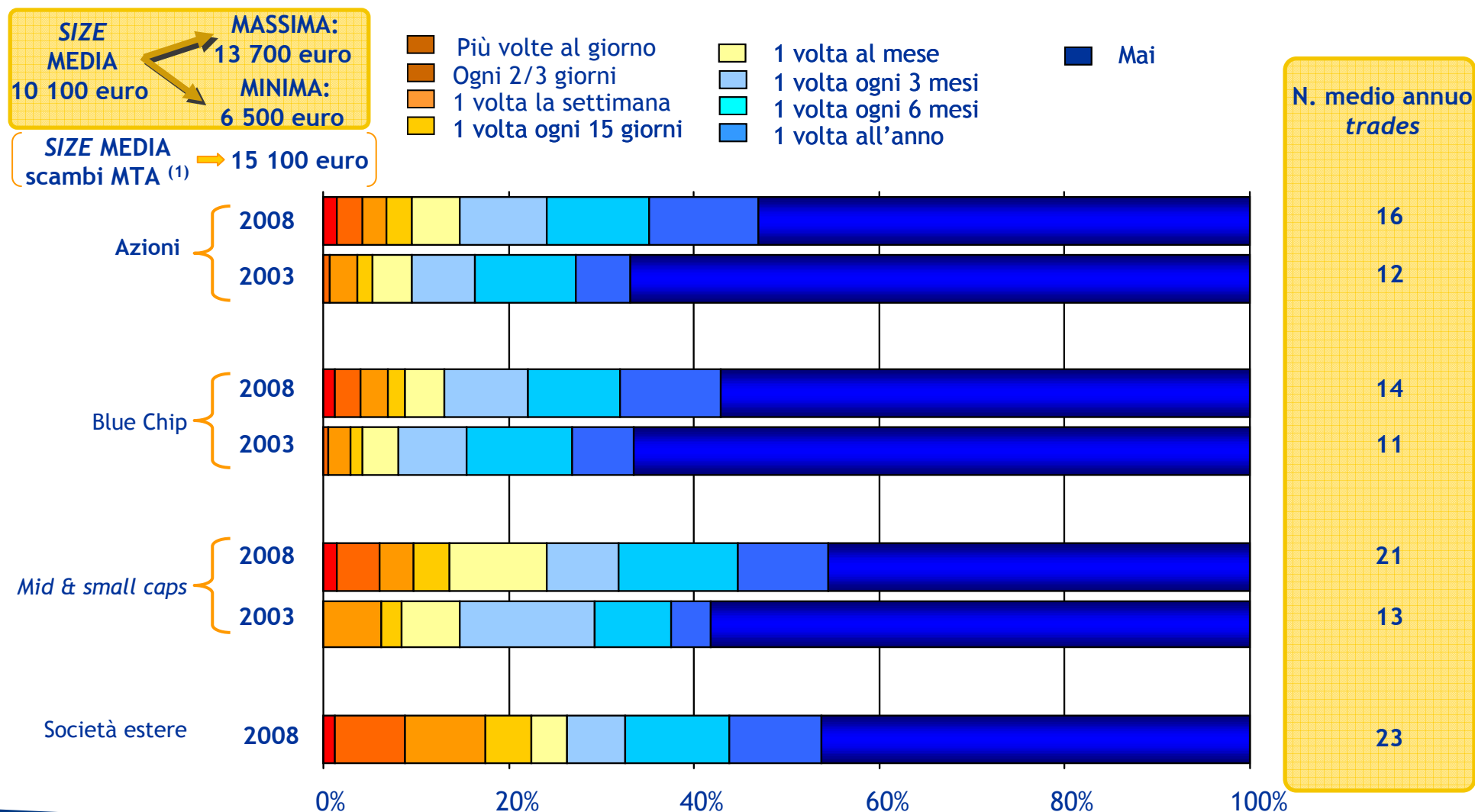
## La *Brand equity* del mercato azionario italiano

L'indice di Brand Equity GfK Eurisko consente di misurare la forza del mercato azionario come somma degli indici di *Brand Equity* dei singoli *brand* che lo compongono valutati sotto il profilo della visibilità presso il *target* di riferimento, dell'immagine e della propensione all'investimento.



## Il trading

% di intervistati che hanno movimentato lo strumento finanziario indicato, per frequenza di negoziazione



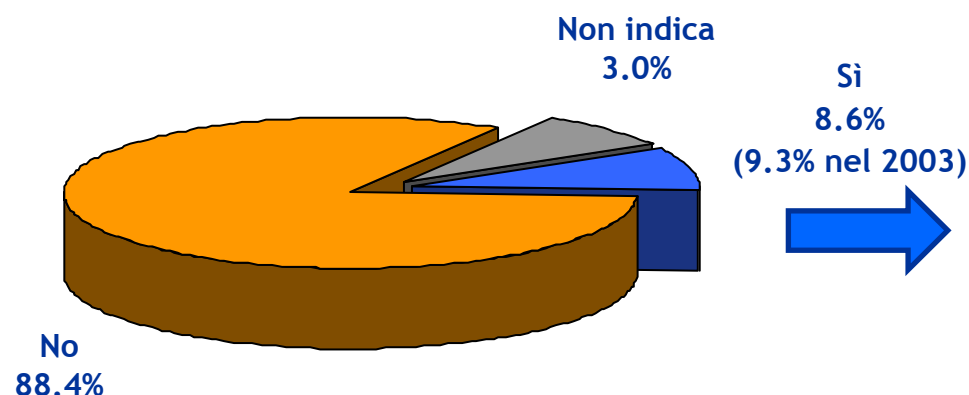
(1) Size media negoziazioni mercato MTA a fine marzo 2008. Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

Base: Per ogni strumento, coloro che lo hanno negoziato negli ultimi 12 mesi

## Mercati di operatività

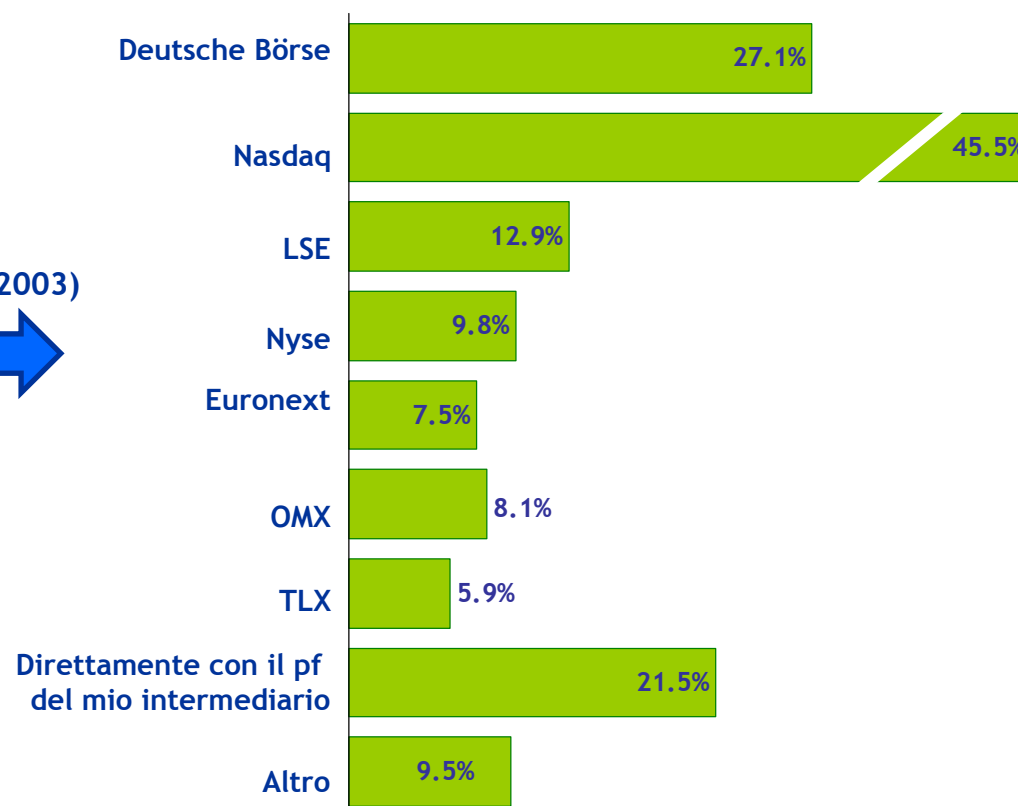
### HA NEGOZIATO PRODOTTI FINANZIARI SU MERCATI DIVERSI DA BORSA ITALIANA?

Base: Totale intervistati (n=700)

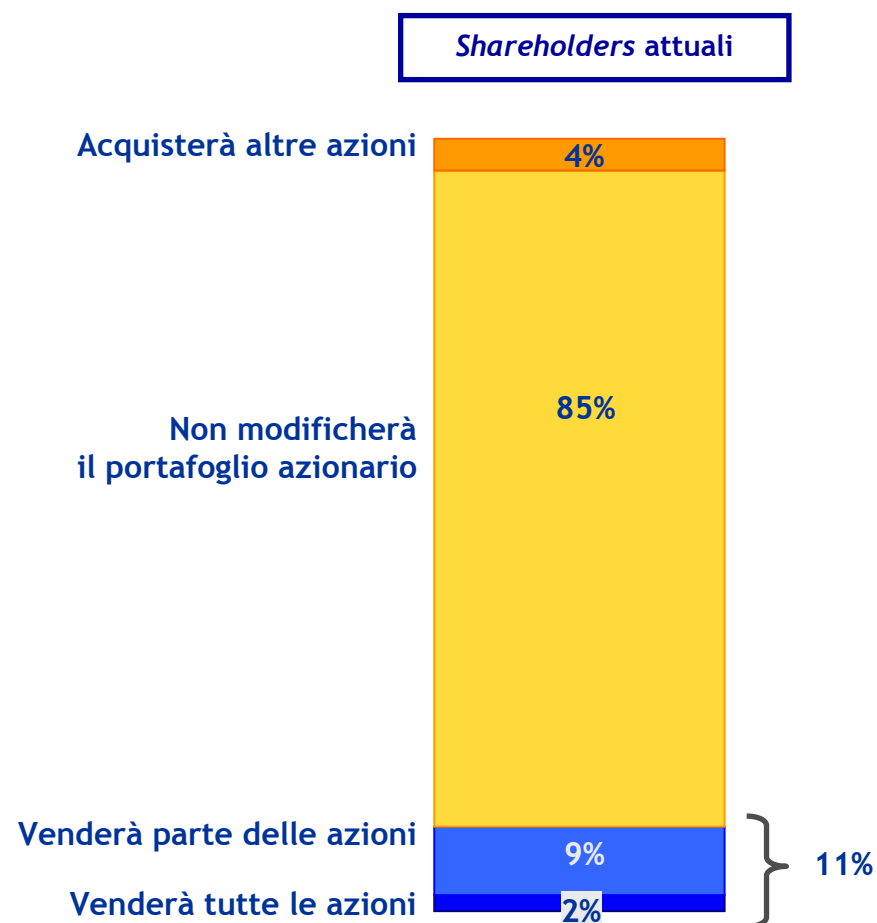


### SU QUALI MERCATI?

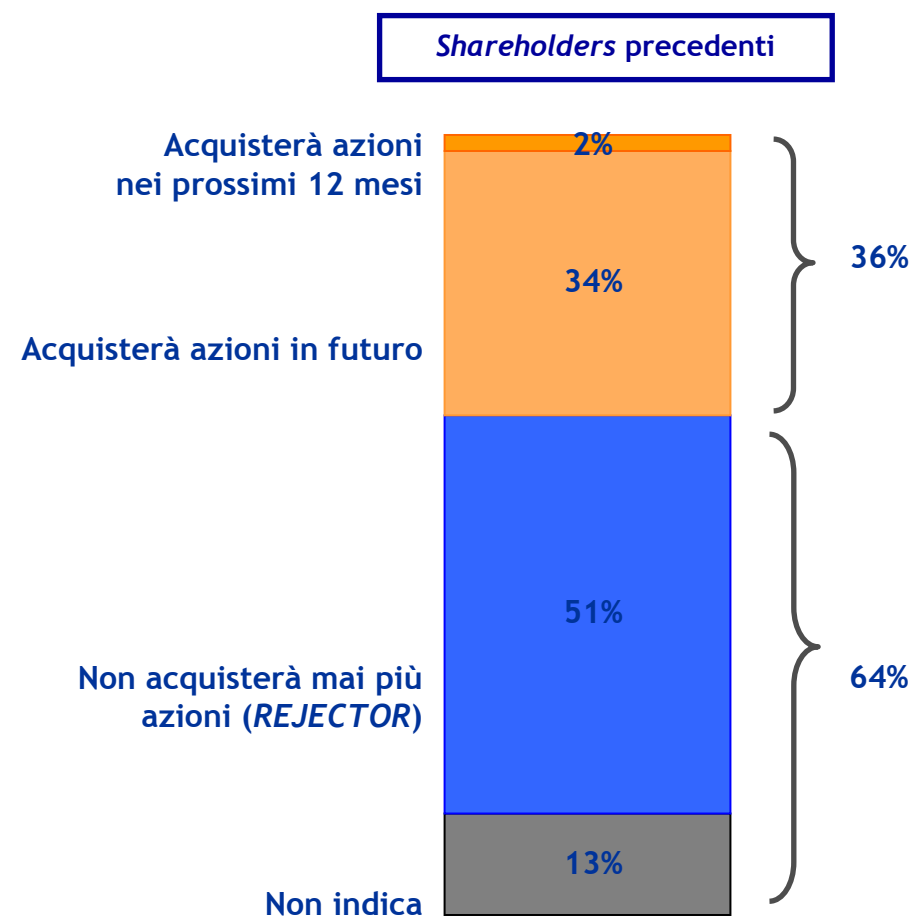
Base: Chi ha dichiarato di aver negoziato azioni su mercati diversi da Borsa Italiana nei tre anni precedenti l'intervista al netto dei non indica (n=59).



## Intenzioni future nei confronti dell'investimento azionario

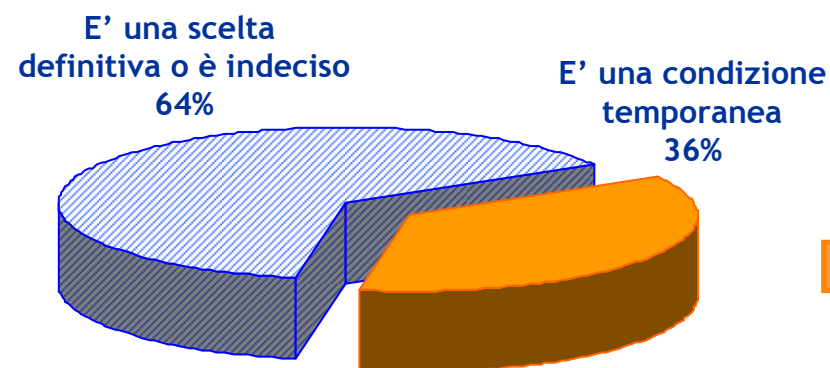


Base: Shareholders attuali (n=330)



Base: Shareholders precedenti ma non oggi (n=370)

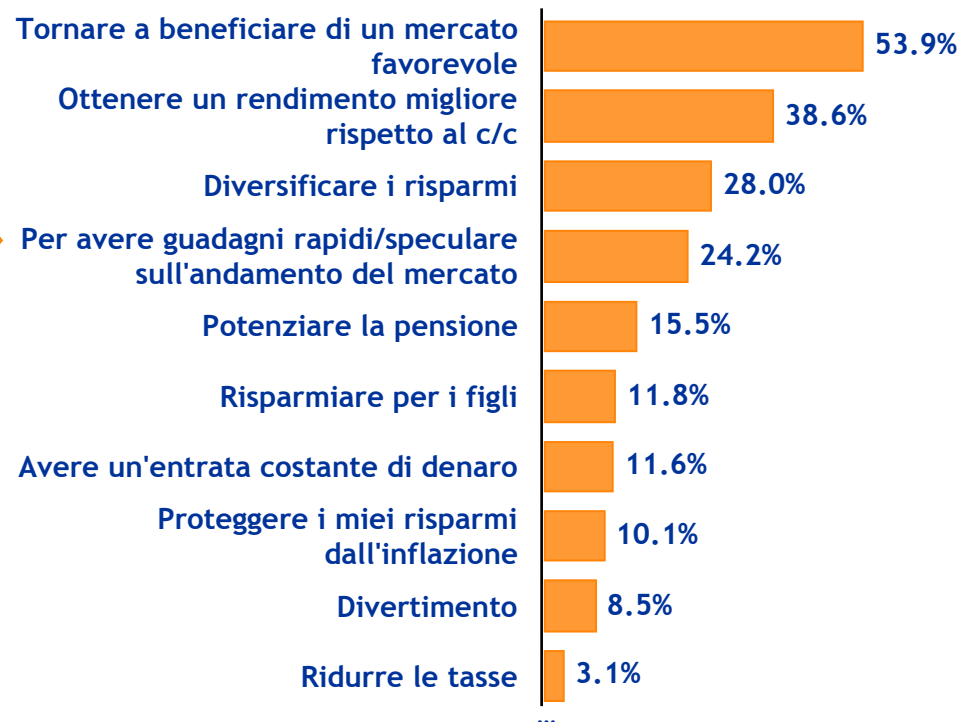
## Le motivazioni di uscita dal mercato azionario (1/2)



Base: Shareholders precedenti ma non oggi (n=370)

### TORNERÀ AD INVESTIRE IN AZIONI PER ...

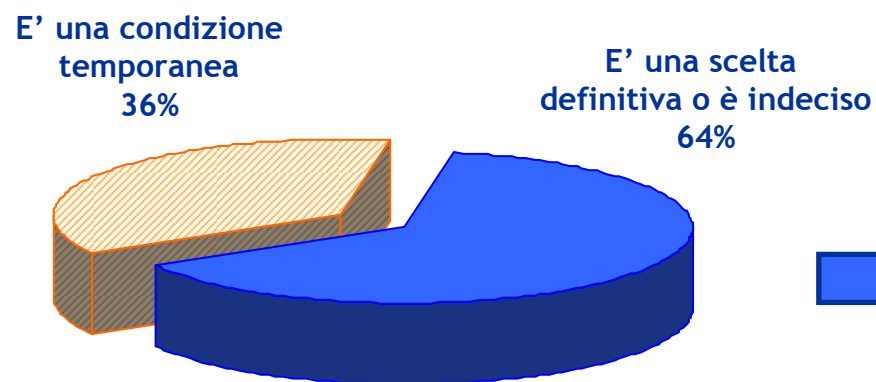
(Ammissa risposta multipla)



Base: Chi ha dichiarato l'uscita temporanea (n=131)



## Le motivazioni di uscita dal mercato azionario (2/2)



Base: *Shareholders* precedenti ma non oggi (n=370)

### HA ABBANDONATO DEFINITIVAMENTE LE AZIONI PERCHE'...

(Ammessa risposta multipla)



Base: Chi ha dichiarato l'uscita definitiva o è indeciso (n=239)

## Sintesi (1/3)

- L'investimento in strumenti finanziari in generale e in azioni in particolare è legato in primo luogo alla ricerca di rendimenti più elevati rispetto ai prodotti privi di rischio come il conto corrente (rispettivamente 48% e 43%). Si osserva, tuttavia, un significativo aumento del peso delle finalità di carattere previdenziale e/o legate al risparmio intergenerazionale.
- Gli *shareholders* hanno un'esperienza di lunga data. Il 55% degli intervistati si è avvicinato al mercato azionario prima del 2000 e solo l'1% ha iniziato a investire nel corso dell'ultimo anno.
- Le azioni quotate detenute direttamente sono prevalentemente Blue Chip (84% degli intervistati), seguite dalle azioni di società *mid&small caps* (25%). Il 17% infine detiene azioni di società quotate estere. Tali proporzioni trovano conferma nella composizione media del portafoglio azionario.
- I portafogli azionari presentano un grado di concentrazione piuttosto elevato: il 34% degli intervistati possiede un solo titolo azionario e il 62% non più di due. Tuttavia, è rilevante osservare come il 21% detenga più di quattro titoli (10% nel 2003).
- Tra i principali titoli azionari posseduti, primeggiano Enel e Eni (menzionati rispettivamente dal 35% e dal 22% degli *shareholders* attuali); diffusi anche titoli azionari di emittente assicurativo (18%), Fiat (18%) e Telecom (14%).
- L'indice globale di *Brand Equity* del mercato azionario italiano considerato nel suo complesso risulta elevato, in special modo se posto a confronto con quelli di altri mercati come quello bancario e assicurativo.

## Sintesi (2/3)

- Questo implica che le società quotate sui mercati di Borsa Italiana, complessivamente considerate, godono di una spiccata riconoscibilità, intesa come sintesi degli indicatori di visibilità, immagine e propensione all'investimento tra gli *shareholders*.
- Tuttavia, l'indicatore globale di *Brand Equity* del mercato azionario italiano sconta una forte concentrazione su alcuni *brand* (Enel, Eni e Fiat) che complessivamente contribuiscono per oltre i due terzi alla determinazione dell'indice globale del mercato.
- Anche singolarmente considerati, i *leader* di *Brand Equity* del mercato azionario italiano beneficiano di un indicatore BE che risulta particolarmente elevato nel confronto con i *leader* di *Brand equity* di altri settori di attività, come il settore bancario e quello assicurativo.
- La metà degli investitori non ha movimentato il proprio portafoglio azionario nel corso degli ultimi dodici mesi, confermando un orizzonte temporale dell'investimento in azioni di medio/lungo termine. L'incidenza di tali soggetti è in calo rispetto al 2003.
- Il numero medio di negoziazioni di azioni annue risulta in aumento rispetto al 2003 e pari a 16: le più movimentate sono le estere (23 *trades* medi annui), seguite dalle società a piccola e media capitalizzazione (21), e dalle Blue Chip (14).
- Solo l'8.6% degli intervistati ha negoziato strumenti finanziari su mercati diversi da quelli gestiti da Borsa Italiana (a fronte del 9.3% del 2003). Tra questi il più citato è il Nasdaq (46%), seguito da Deutsche Bourse (27%) e da LSE (13%).

## Sintesi (3/3)

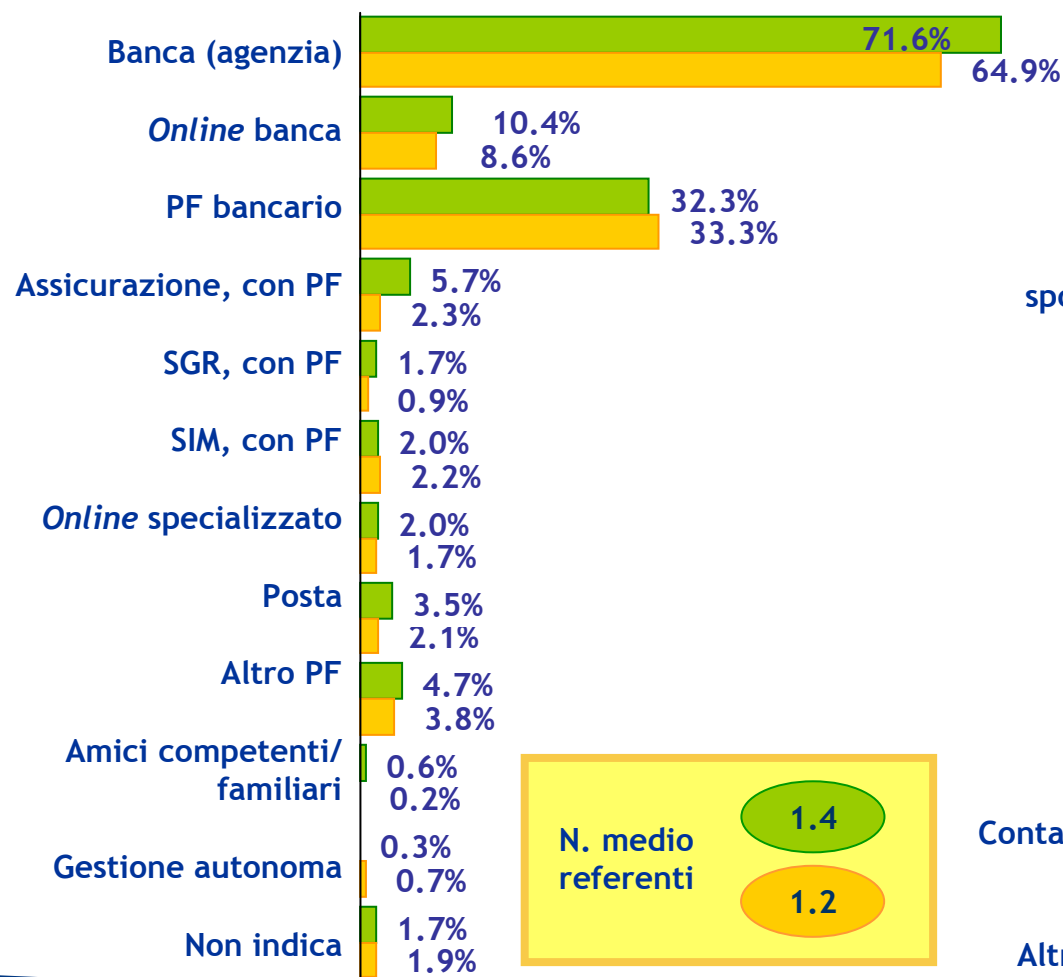
- Le intenzioni future degli *shareholders* attuali (47% del campione) nei confronti delle investimenti azionari appaiono stabili: l'85% non intende modificare il proprio portafoglio azionario attuale, il 4% acquisterà ulteriori azioni rispetto a quelle già presenti in portafoglio e solo il restante 11% è intenzionato a vendere tutto (2%) o parte (9%) del portafoglio azionario.
- Coloro che nel corso degli ultimi tre anni hanno venduto le azioni possedute (53% degli intervistati) possono essere distinti in due gruppi in funzione dell'atteggiamento prospettico che mostrano nei confronti dell'investimento azionario:
  - il 36% (19% dell'intero campione) ritiene l'attuale assenza di azioni in portafoglio una condizione transitoria. Tali soggetti si dichiarano intenzionati a tornare sul mercato azionario principalmente per finalità di guadagno (beneficiare dell'andamento favorevole del mercato, ottenere rendimenti superiori al c/c menzionati rispettivamente dal 54% e dal 39% degli intervistati) e di diversificazione del portafoglio (28%);
  - il restante 51% (27% dell'intero campione) ritiene invece la propria uscita dal mercato azionario una decisione definitiva, mentre il 13% è ancora incerto. Sono in primo luogo le perdite subite (47%), seguite dalla delusione di non ottenere i risultati sperati (39%) e dalla sfiducia maturata nei confronti della Borsa (38%) a determinare il carattere definitivo di tale scelta.

### 3. Intermediari e fonti informative

# Modalità e intermediari usati per gli investimenti

■ Investimenti in generale  
 ■ Investimento azionario

## INTERMEDIARI UTILIZZATI

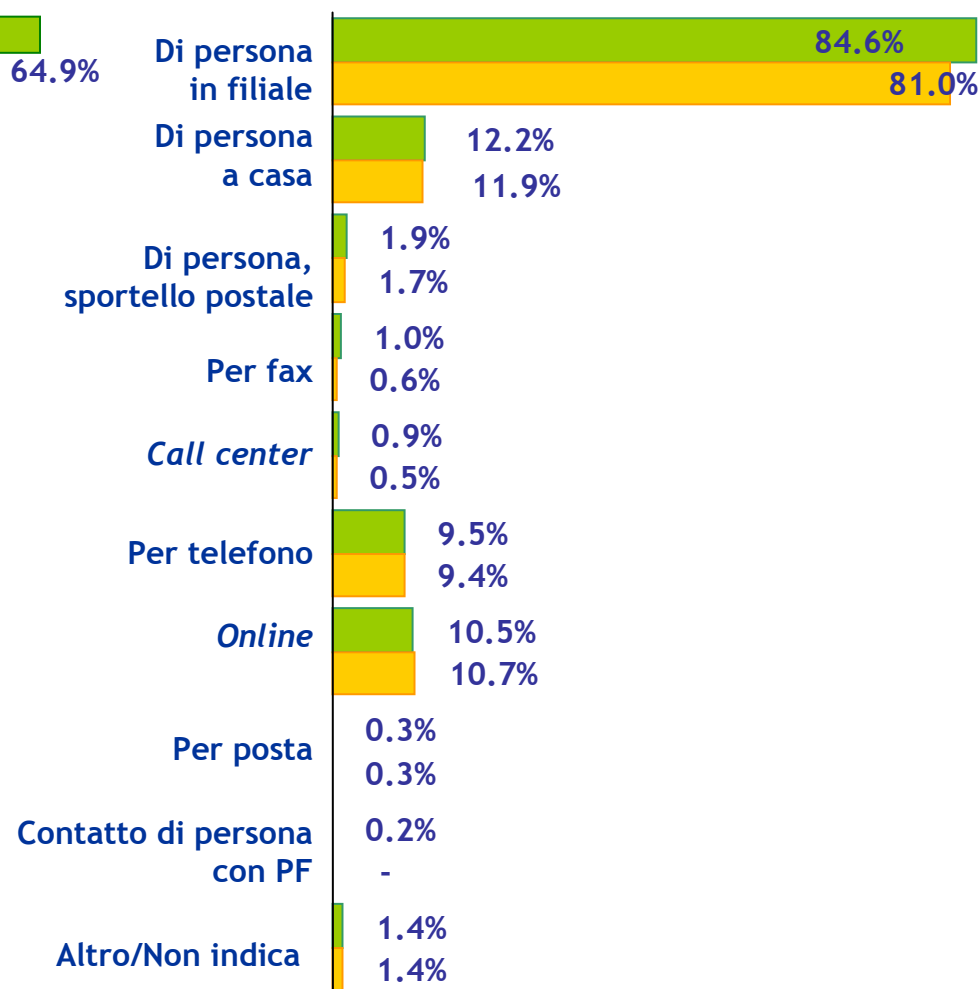


N. medio  
referenti

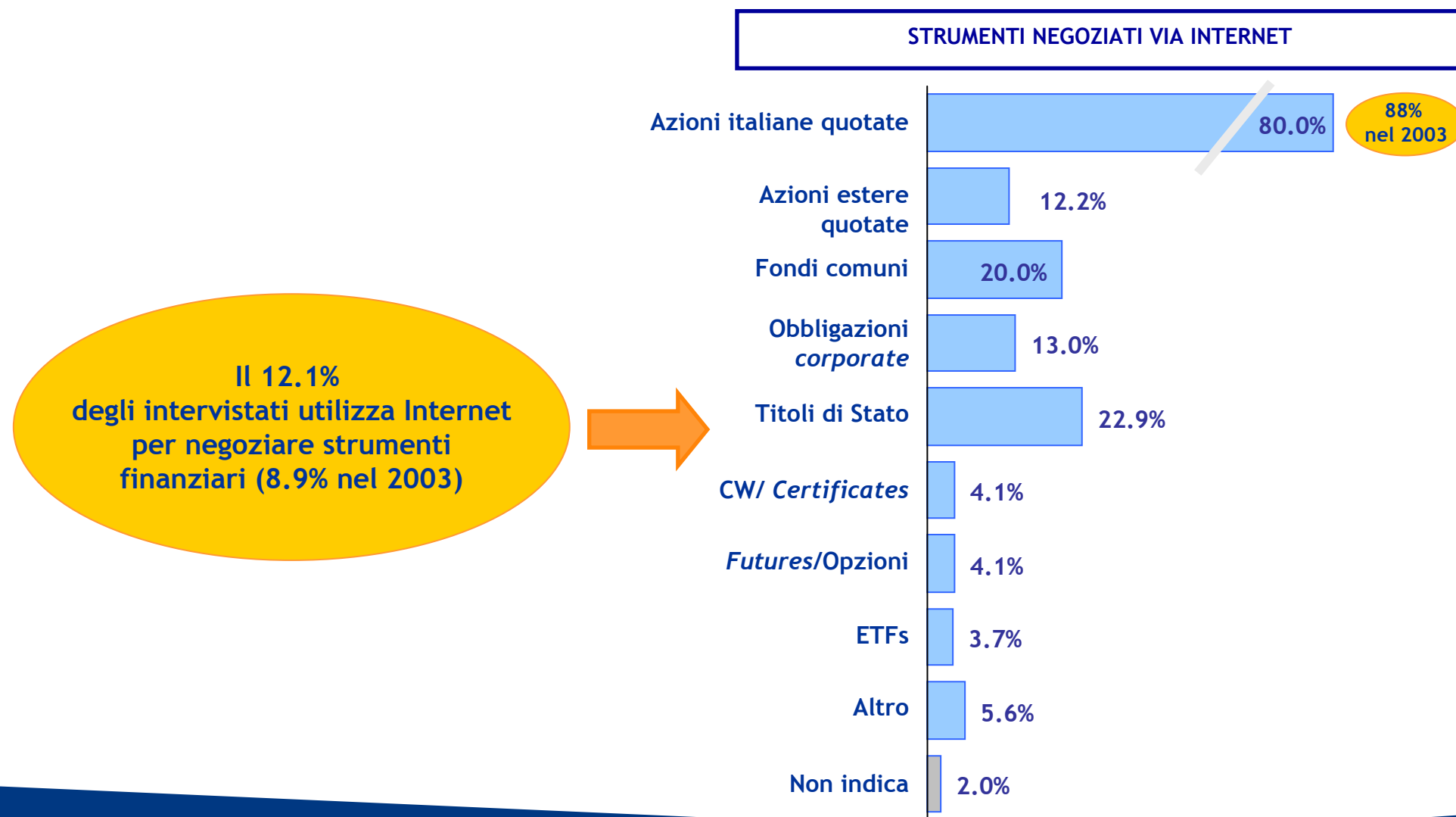
1.4

1.2

## MODALITA' DI NEGOZIAZIONE



## L'impiego di Internet per le negoziazioni finanziarie (1/2)

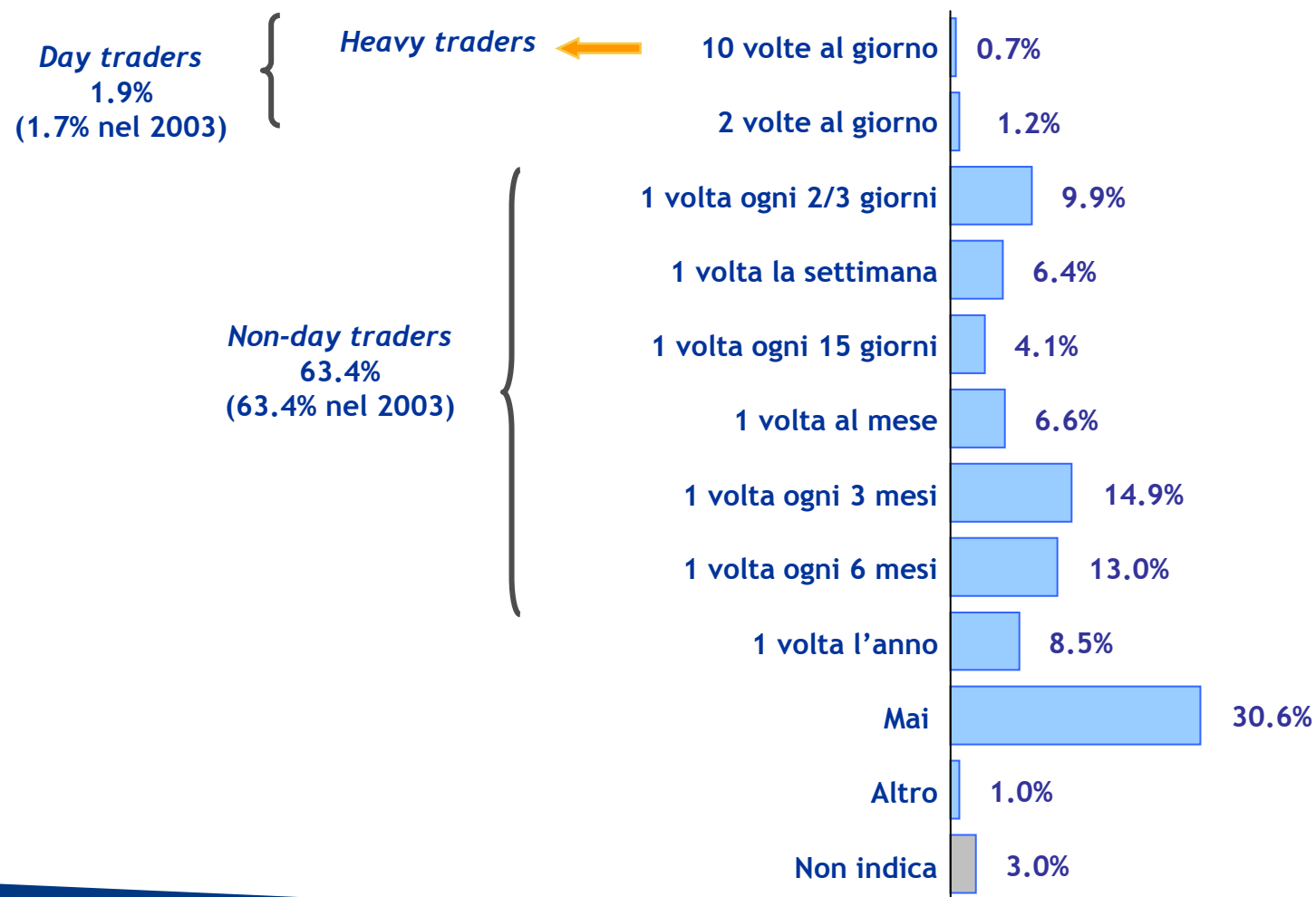


Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

Base: Chi utilizza Internet per investimenti in generale e/o per l'investimento azionario (n=85)

## L'impiego di Internet per le negoziazioni finanziarie (2/2)

DISTRIBUZIONE PER FREQUENZA DI TRADING VIA INTERNET NEGLI ULTIMI 12 MESI

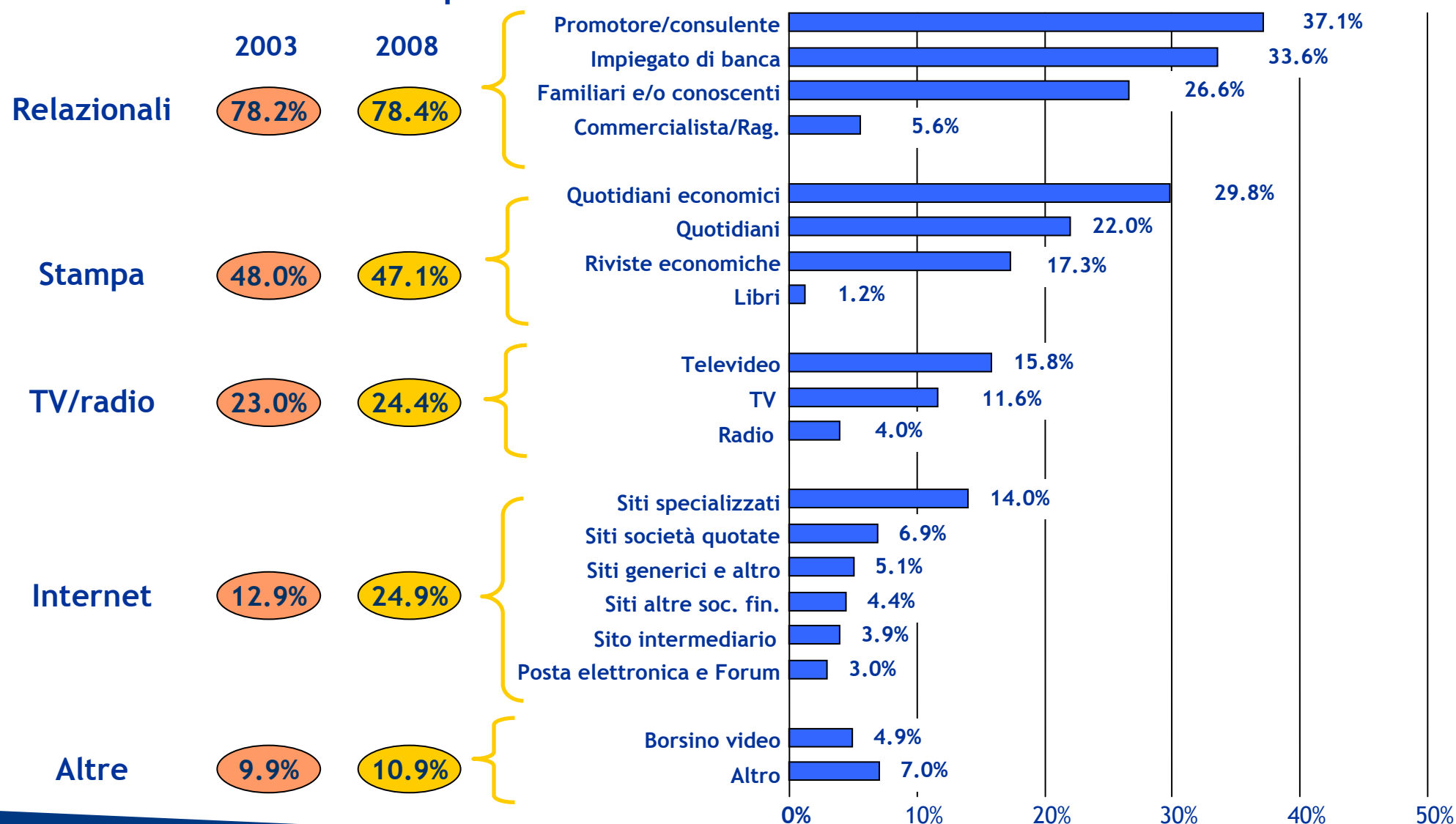


Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

Base: Chi utilizza Internet per investimenti in generale e/o per l'investimento azionario (n=85)



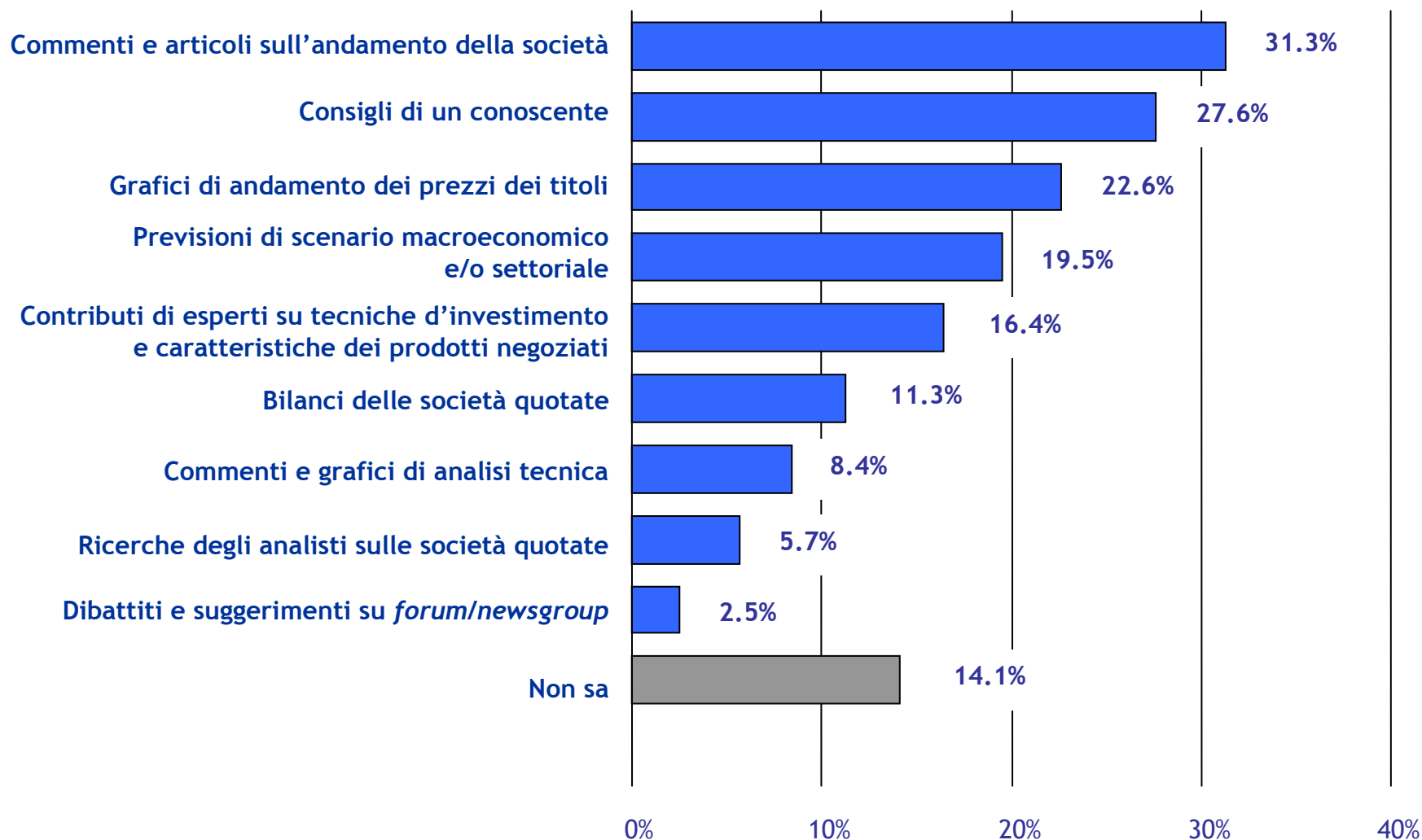
# I canali informativi per l'investimento azionario



Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

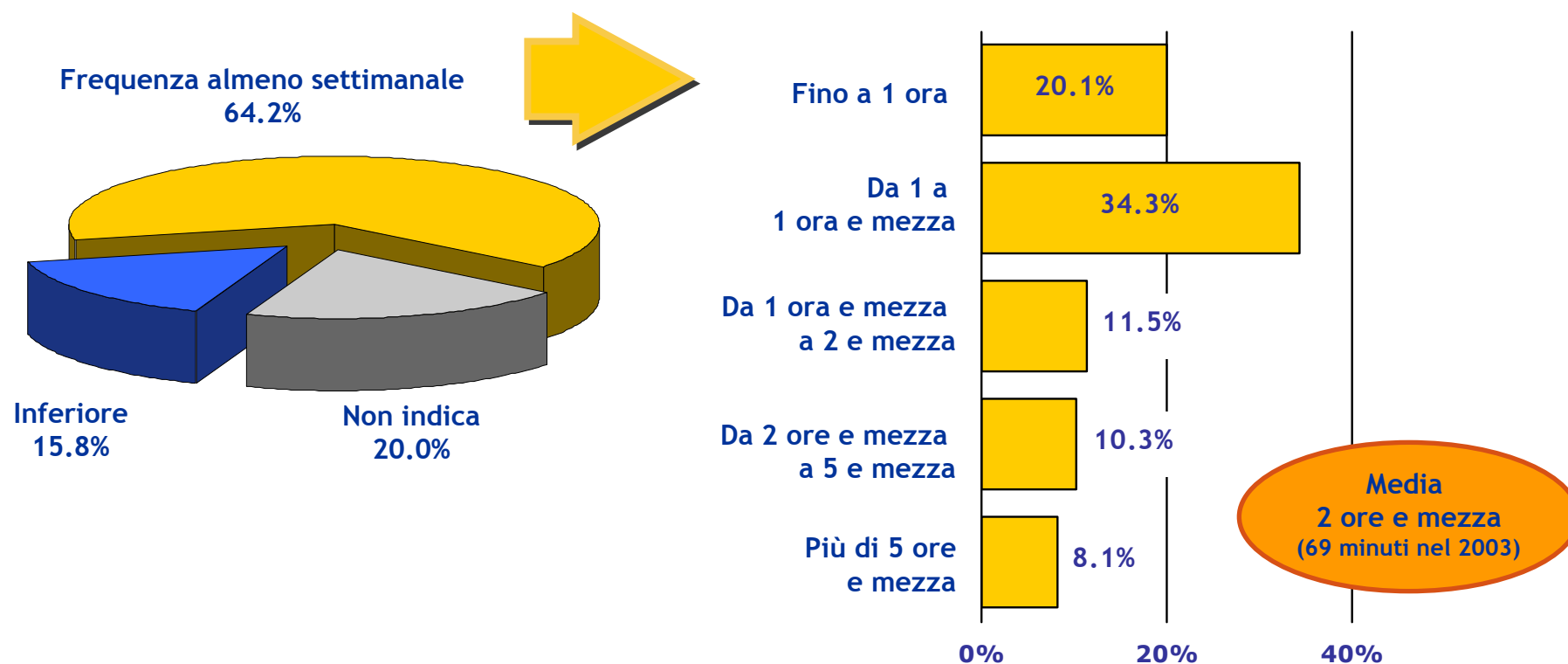
Base: Totale intervistati (n=700). Ammessa risposta multipla.

## La tipologia di informazione ricercata



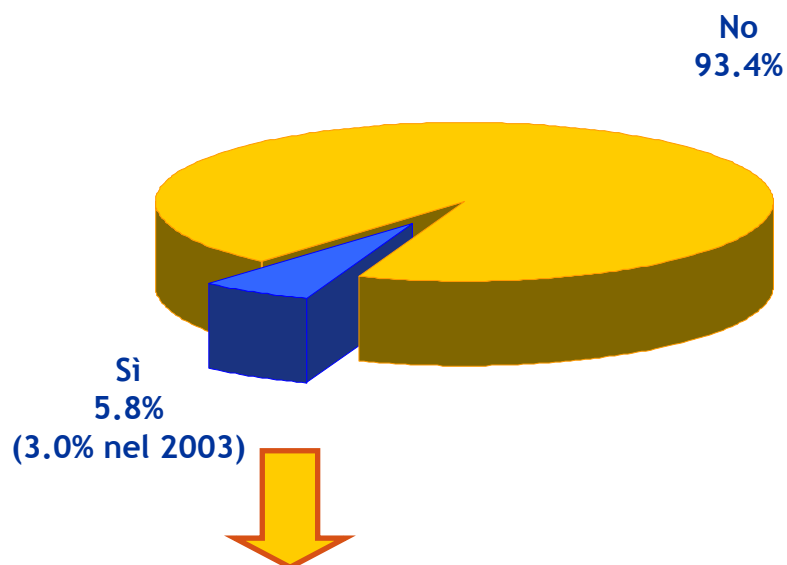
## Tempo dedicato ad attività connesse agli investimenti

### TEMPO SETTIMANALE DEDICATO AGLI INVESTIMENTI



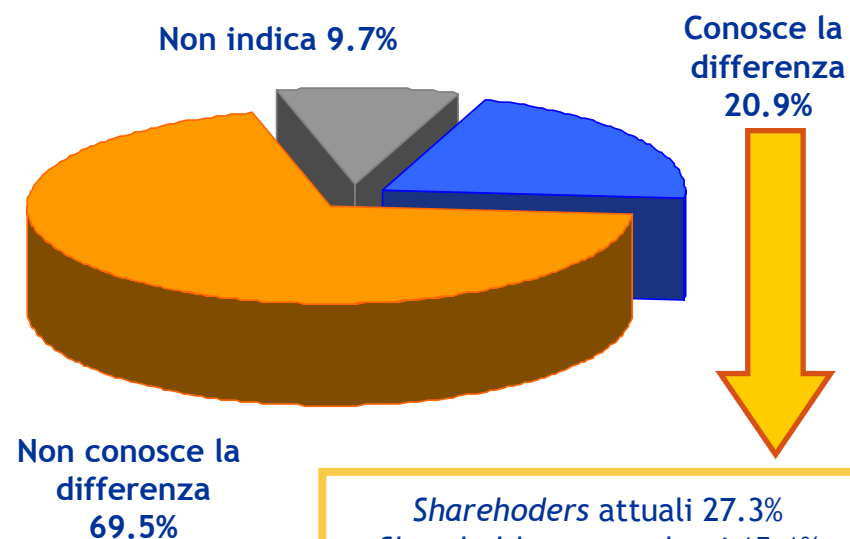
## Il livello di educazione finanziaria (1/2)

### FREQUENZA DI UN CORSO DI FORMAZIONE



Universitario	42.5%
Di intermediario	25.0%
Aziendale	22.5%

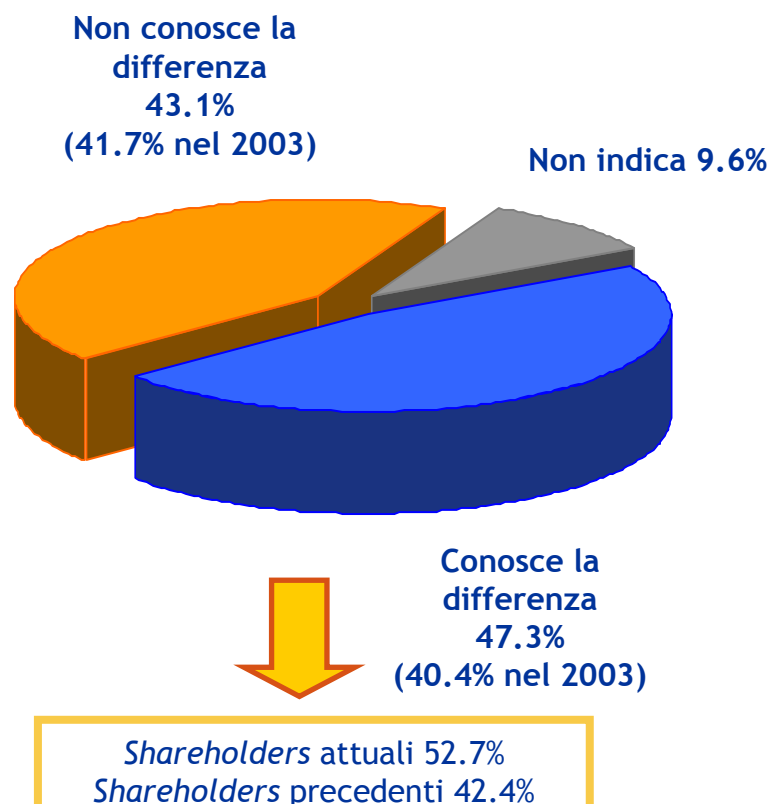
### LEI CONOSCE LA DIFFERENZA TRA NEGOZIARE SUI MERCATI REGOLAMENTATI E NON?



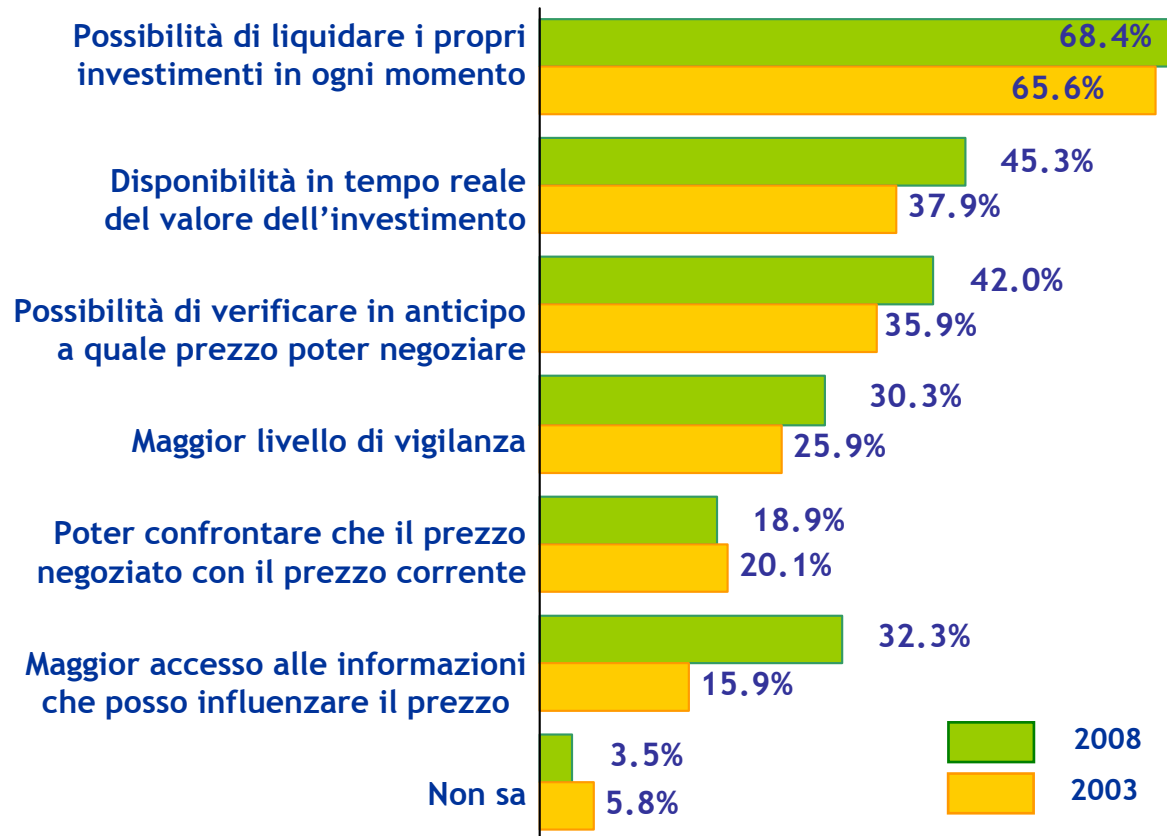
Shareholders attuali 27.3%  
Shareholders precedenti 15.1%

## Il livello di educazione finanziaria (2/2)

LEI CONOSCE LA DIFFERENZA TRA STRUMENTI  
QUOTATI E NON QUOTATI?



CARATTERISTICHE RILEVANTI PER LE ESIGENZE  
DEGLI INVESTITORI <sup>(1)</sup>



## Sintesi (1/2)

- Tra le figure di riferimento nella gestione dei propri investimenti, la banca tradizionale è di gran lunga l'operatore utilizzato con maggiore frequenza (72% per gli investimenti in generale e 65% per l'investimento azionario). Rilevante anche il ruolo dei promotori finanziari di matrice bancaria (in entrambi i casi intorno al 30%) e il canale bancario *online* (10% e 9%). Gli altri canali, di natura non strettamente bancaria, contano un numero contenuto di citazioni.
- Appare ridotto il ricorso alla multicanalità, dato che l'intermediario utilizzato sia nel caso dell'investimento azionario sia degli investimenti in generale è unico per la maggior parte degli intervistati.
- La modalità di negoziazione prevalente (indipendentemente dallo strumento finanziario negoziato) è recarsi di persona presso la filiale della propria banca (menzionata da oltre l'80% degli intervistati). Seguono, sebbene con ampia distanza, il ricevere a casa o in ufficio un rappresentante del proprio intermediario, il canale *online* e quello telefonico.
- Nello specifico del canale *online*, il 12% degli investitori in azioni ricorre a Internet per la realizzazione delle proprie negoziazioni di strumenti finanziari in generale e/o di azioni in particolare. Tale percentuale è in aumento rispetto all'indagine del 2003 in cui era pari al 9%.
- Nell'80% dei casi la negoziazione *online* ha ad oggetto la compravendita di azioni italiane quotate, nel 23% i titoli di Stato e nel 20% i fondi comuni.
- Come nel 2003, il canale informativo maggiormente accreditato dagli *shareholders* è quello di tipo relazionale (citato dal 78% degli intervistati in linea con i risultati del 2003). Segue la carta stampata con il 47% di citazioni. Rispetto al 2003 emerge un più intenso utilizzo di Internet (dal 13% al 25%).

## Sintesi (2/2)

- Tra le varie tipologie di informazioni ricercate, gli *shareholders* si orientano principalmente verso i commenti e articoli relativi all'andamento della società (31%), i consigli di un conoscente (28%) e i grafici sull'andamento del prezzo del titolo azionario (23%).
- Il tempo dedicato settimanalmente a informarsi e a seguire i propri investimenti è piuttosto vario, e oscilla da meno di un'ora a settimana (20% degli intervistati) a più di cinque ore e mezza (8%).
- Oltre al tempo autonomamente dedicato all'informazione, soltanto il 6% degli intervistati ha frequentato un corso di formazione dedicato a temi economici e finanziari (3% nel 2003).
- Emerge la necessità di un ulteriore sforzo di *education* nei confronti di questo specifico segmento di investitori:
  - soltanto il 21% degli intervistati dichiara di conoscere la differenza tra la negoziazione sui mercati regolamentati e non;
  - sebbene gli intervistati si mostrino in generale alla ricerca di forme di investimento con le caratteristiche tipiche degli strumenti quotati quali in primo luogo la possibilità di liquidare i propri investimenti in ogni momento (69%) o la possibilità di conoscere in tempo reale il valore del proprio investimento (45%), soltanto il 50% circa degli intervistati ritiene di conoscere la differenza tra strumenti finanziari quotati e non quotati. Lo scenario presentato non si discosta in maniera significativa da quello al 2003.

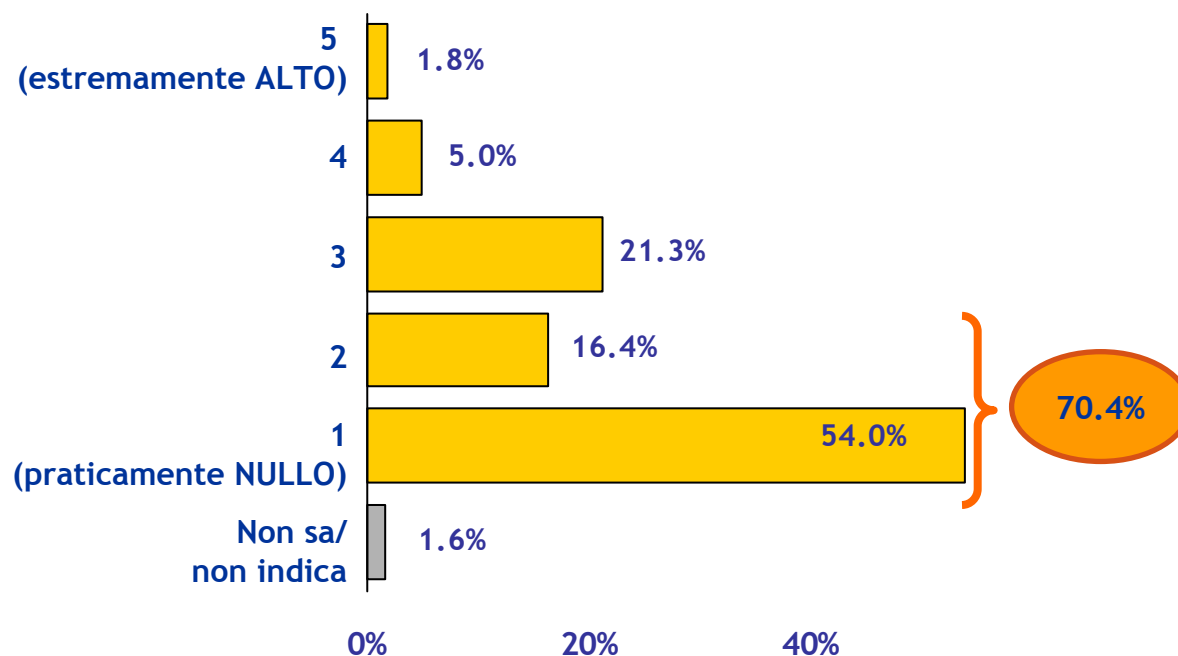


## 4. Partecipazione degli *shareholders* alla vita societaria e *corporate governance*



## Partecipazione degli *shareholders* alla vita societaria

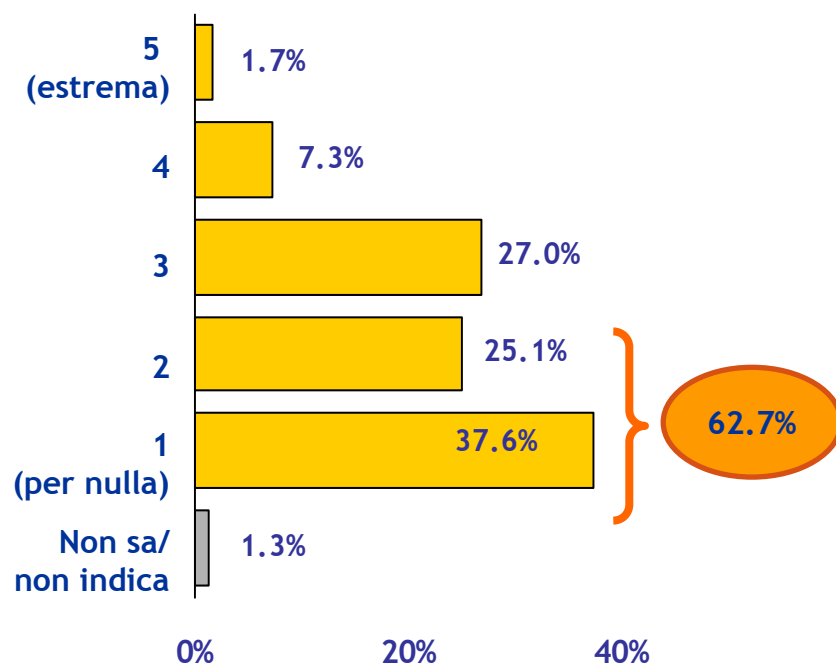
GRADO DI PARTECIPAZIONE ALLE ATTIVITA' (OBBLIGATORIE E NON)  
PROMOSSE DALLE SOCIETA' QUOTATE DI CUI E' O E' STATO INVESTITORE



## I diritti riservati ai piccoli azionisti

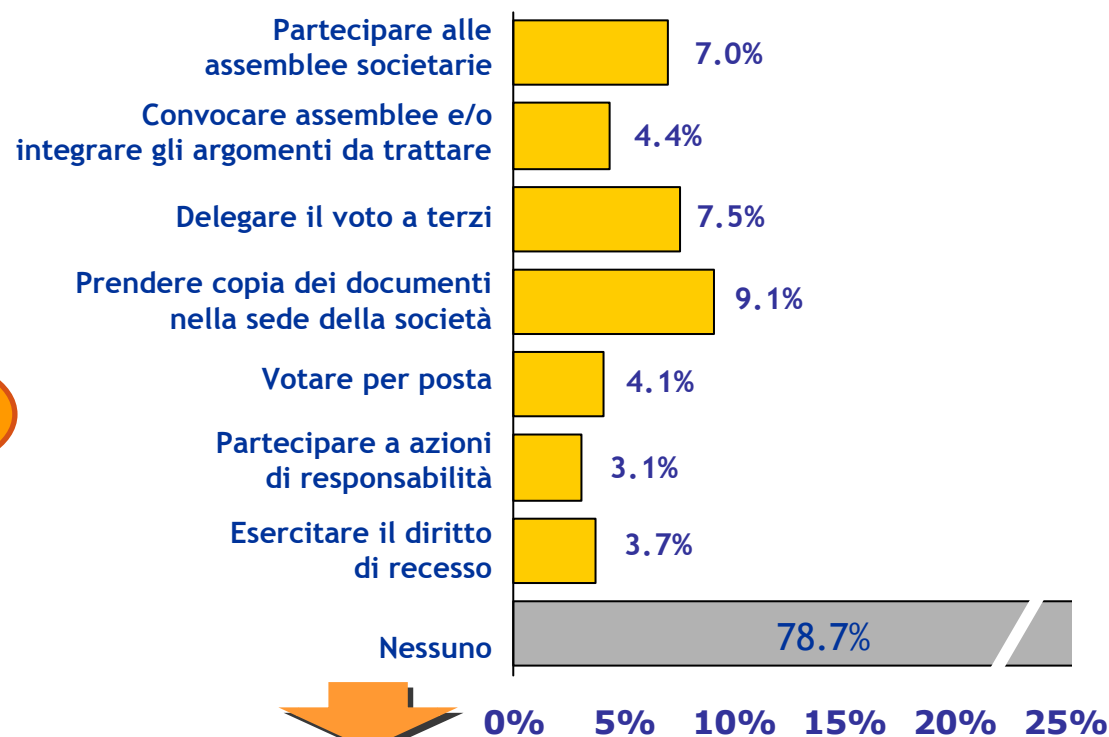
### GRADO DI CONOSCENZA

(scala da 1 a 5)



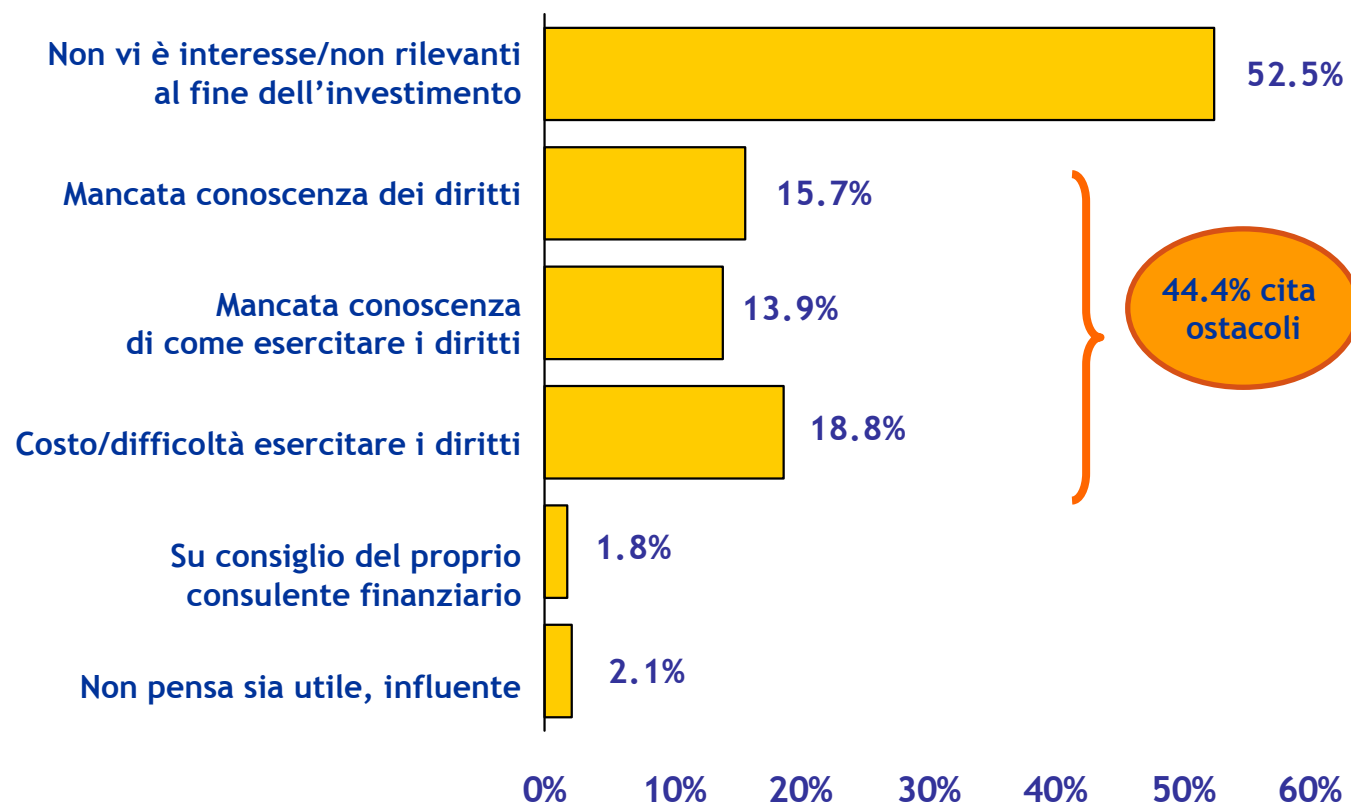
### ESERCIZIO EFFETTIVO DEI DIRITTI

(frequenza di esercizio)



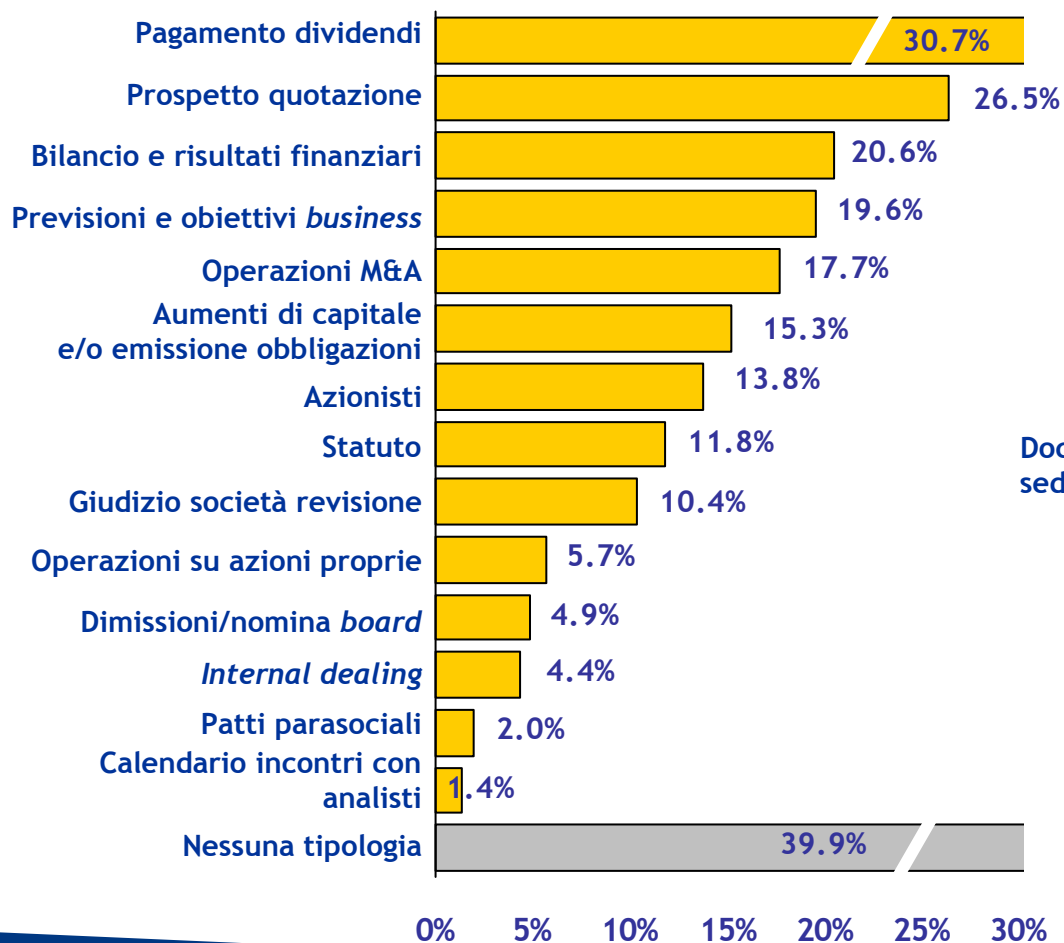
Shareholders attuali 73.5%  
Shareholders precedenti 83.3%

## I motivi del non esercizio dei diritti dei piccoli azionisti

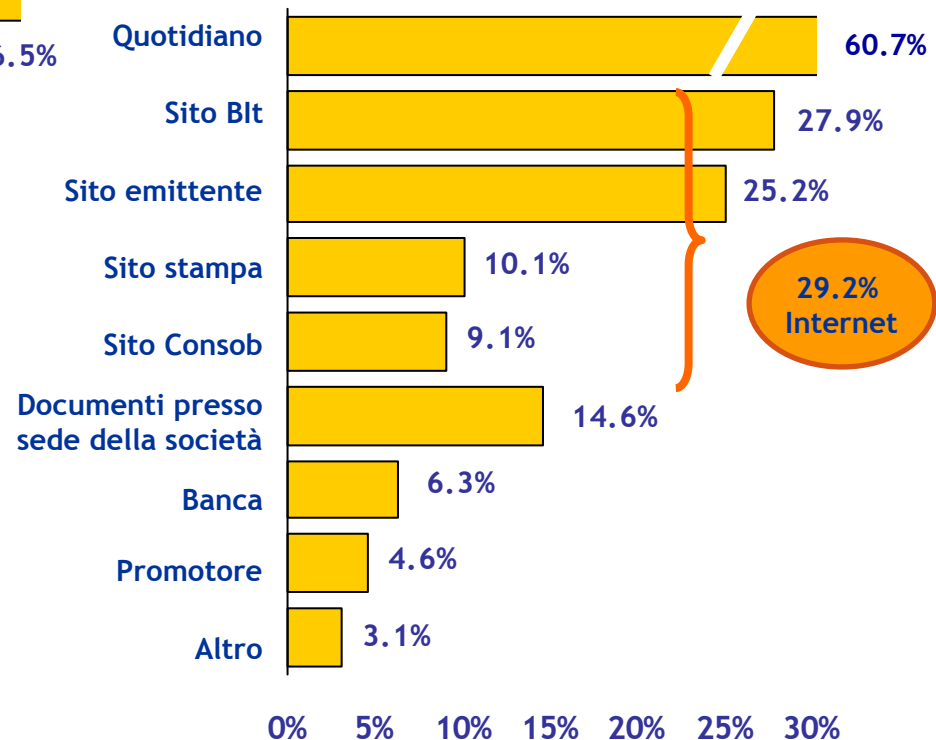


## L'informativa societaria destinata ai piccoli azionisti

**TIPOLOGIA DI INFORMAZIONI CONSULTATE**  
(frequenza percentuale, n=700)



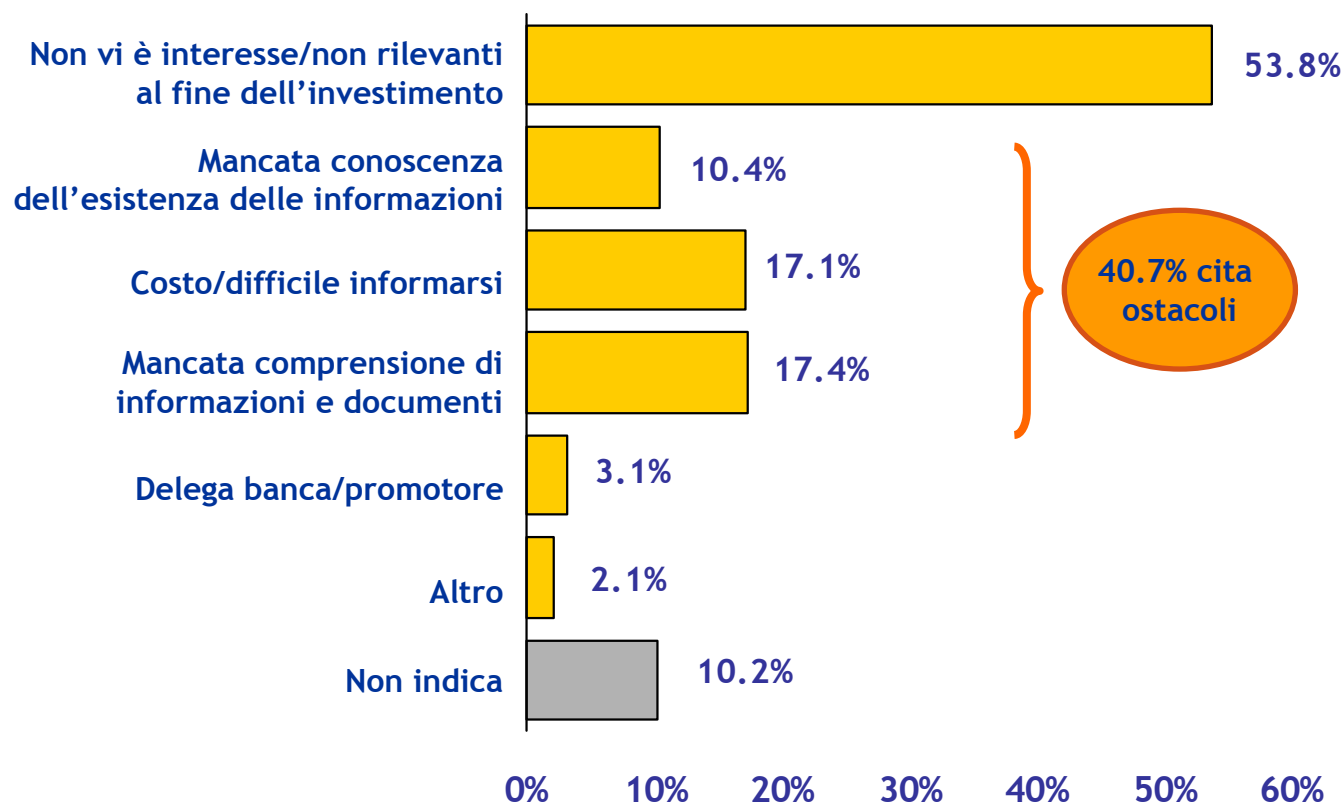
**CANALI DI CONSULTAZIONE**  
(frequenza percentuale, n=421)



Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

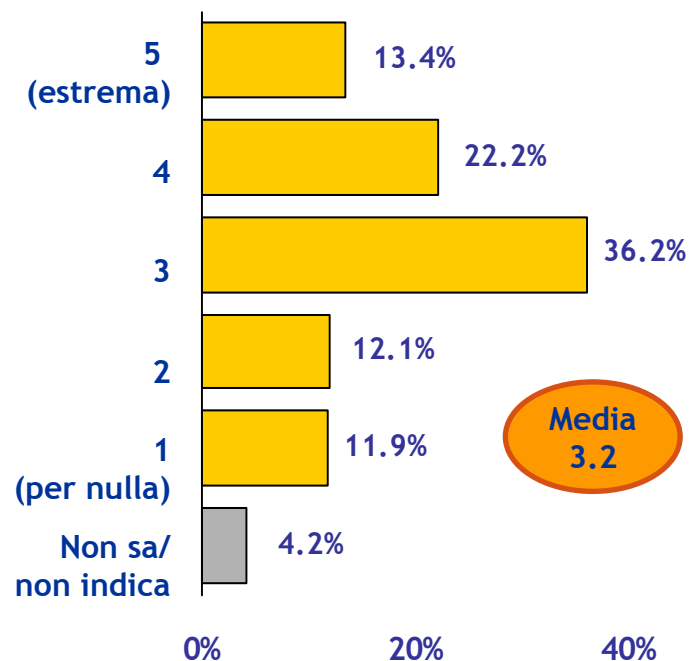
Base: Totale intervistati (n=700) e chi ha letto/cercato informazioni (n=421)

## I motivi della mancata consultazione dell'informativa societaria

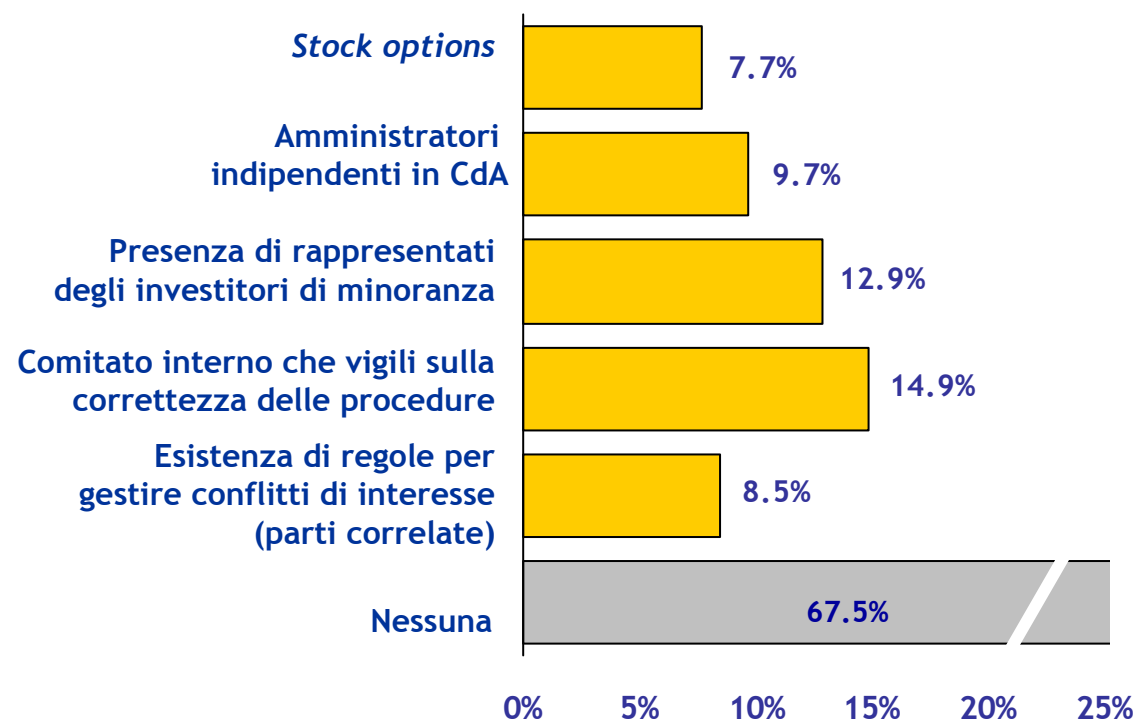


## La corporate governance delle società quotate

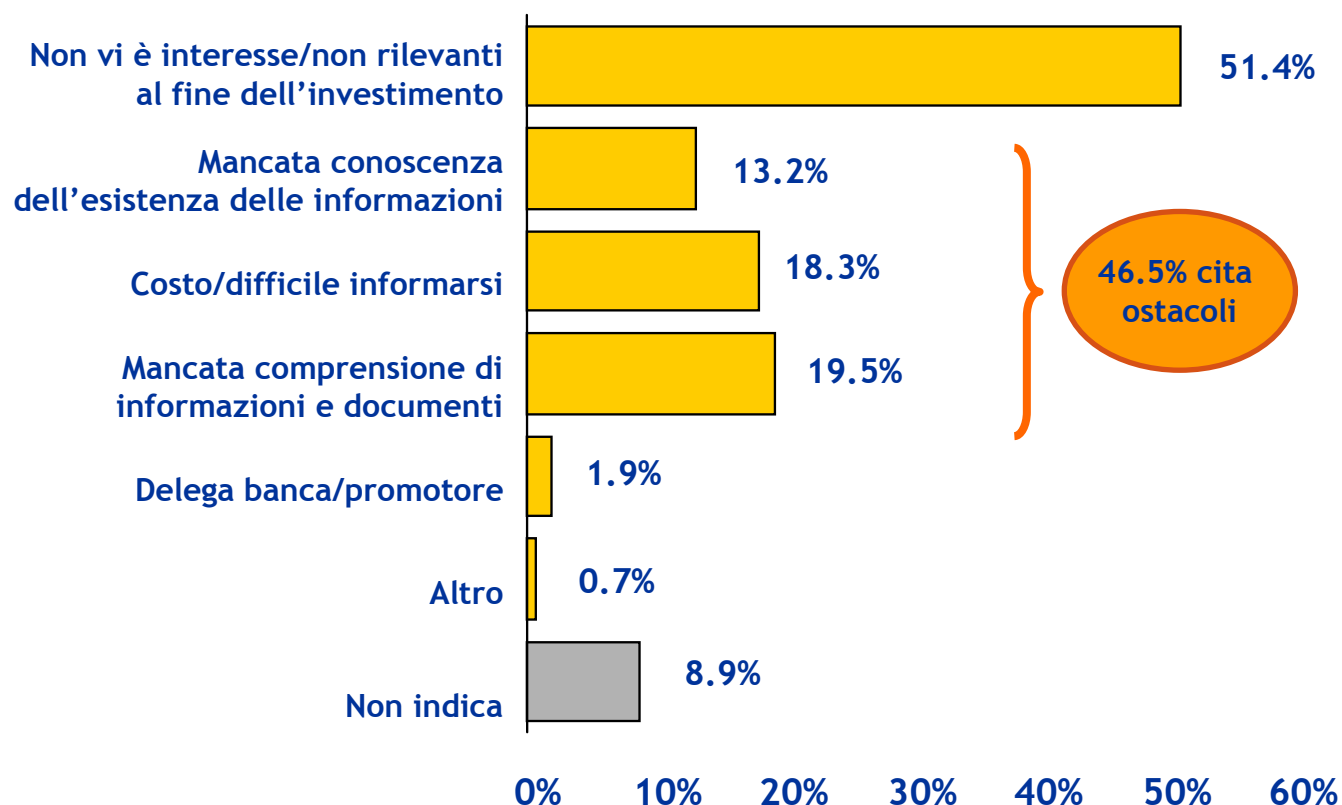
### GRADO DI IMPORTANZA AI FINI DELL'INVESTIMENTO (scala da 1 a 5)



### INFORMAZIONI EFFETTIVAMENTE CONSULTATE (frequenza percentuale)



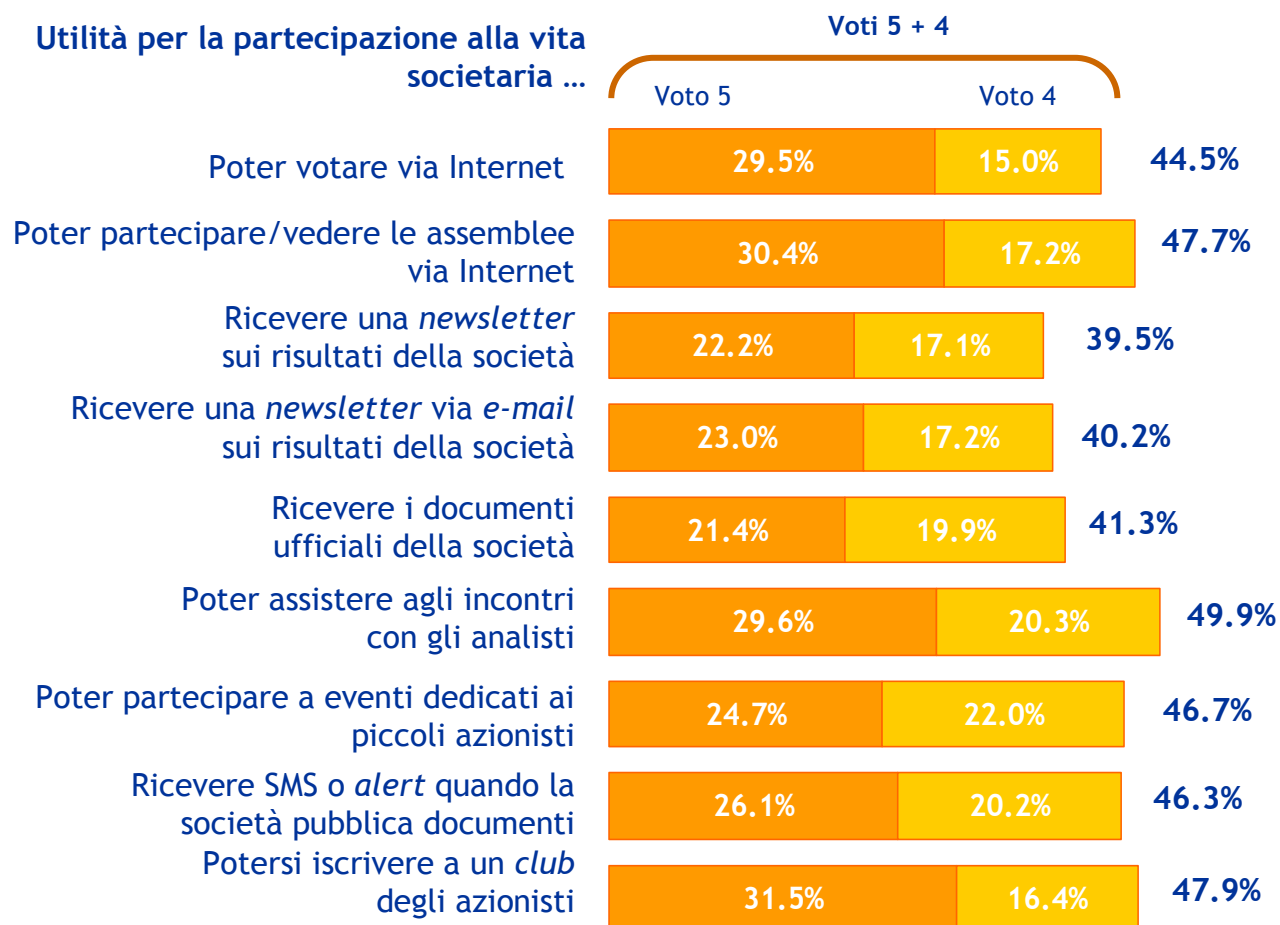
## I motivi della mancata consultazione/considerazione degli aspetti di *corporate governance* per gli investimenti



Fonte: Borsa Italiana R&D - Indagine presso gli *shareholders*.

Base: Intervistati che non citano alcun diritto (n=698)

# Attività che potrebbero migliorare la partecipazione alla vita aziendale

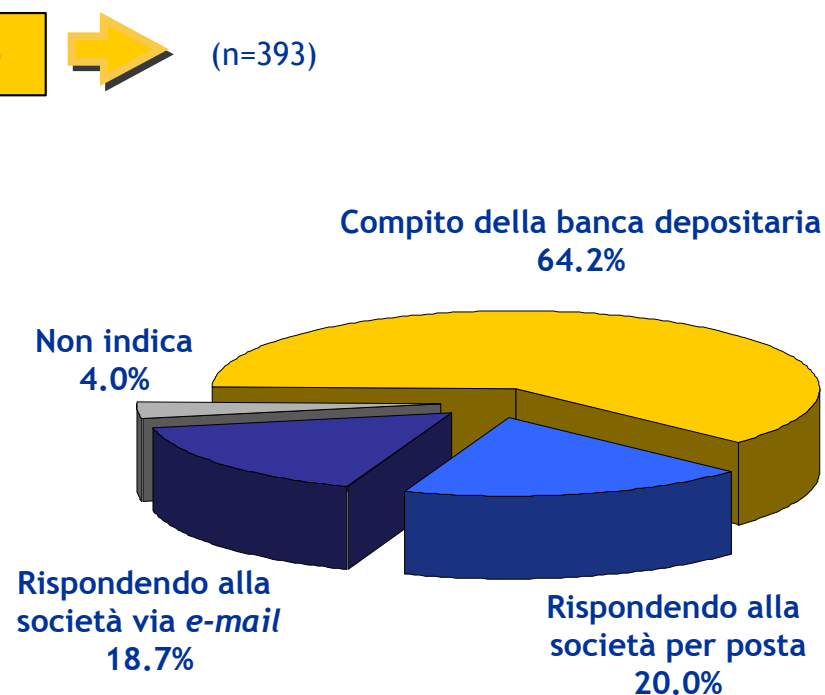
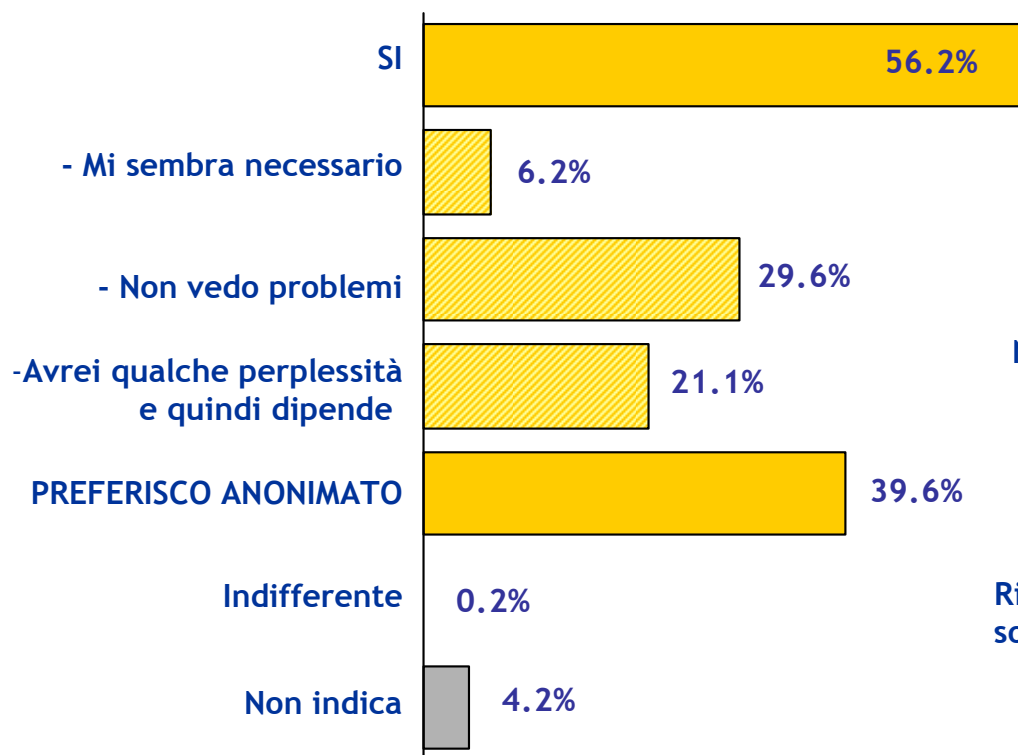




## La shareholder identification

DISPONIBILITA' A FAR SAPER ALLA SOCIETA'  
CHE LEI E' UN SUO AZIONISTA

CHI DOVREBBE COMUNICARE L'IDENTITA'



## Sintesi (1/3)

- Il grado complessivo di partecipazione degli *shareholders* alla vita delle società quotate di cui sono o sono stati investitori risulta piuttosto contenuto: praticamente nullo o quasi nel 70% dei casi, medio nel 21% e alto/estremamente alto nel 7%.
- Soltanto il 9% degli intervistati dichiara di avere una conoscenza approfondita dei diritti riservati ai piccoli azionisti e delle modalità del loro esercizio. Circa un terzo dichiara di avere un livello di conoscenza medio, mentre il 63% conosce poco o per nulla l'argomento.
- Nel 79% dei casi gli *shareholders* non esercitano alcuno dei diritti loro attribuiti in virtù del proprio *status* di azionisti; tale percentuale si riduce leggermente nel caso degli *shareholders* attuali (74%) mentre raggiunge l'83% nel caso degli *shareholders* precedenti.
  - Tra i diritti più frequentemente menzionati da coloro che se ne avvalgono (o se ne sono avvalsi in passato) c'è quello di ritirare copia dei documenti societari presso la sede della società emittente (9%), seguito dalla possibilità di delegare il proprio voto a un terzo (8%) e dalla partecipazione alle assemblee societarie (7%). Gli altri diritti quali la possibilità di convocare assemblee degli azionisti, votare per corrispondenza, esercitare il diritto di recesso in caso di dissenso dalle decisioni del *board* della società e la partecipazione ad azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci appaiono di minore rilievo e sono menzionati in media nel 3%-4% dei casi.
- Alla base del non esercizio dei propri diritti esiste in primo luogo il disinteresse/non utilità a essere coinvolti in tali attività, che riguarda il 53% degli intervistati. Il 44% invece sarebbe potenzialmente interessato ma cita degli ostacoli: il 16% non conosce affatto i propri diritti, il 14% li conosce ma non sa come esercitarli, mentre il 19% ritiene l'esercizio dei diritti troppo difficile o costoso.

## Sintesi (2/3)

- Il 60% degli intervistati al momento dell'investimento e successivamente nel corso della propria permanenza nell'azionariato di una società quotata si informa sulla società e sul suo andamento. In particolare, oggetto di interesse sono il calendario dividendi (31%), il prospetto di quotazione (27%), il bilancio (21%), le previsioni e obiettivi di *business* (20%) o eventuali operazioni di M&A (18%).
- I canali più frequentemente utilizzati per il reperimento di tali informazioni sono i quotidiani (61%) e Internet (29%). Solo il 15% degli *shareholders* preferisce la consultazione dei documenti presso la sede della società; il 6% si reca presso la filiale della propria banca.
- Sebbene i temi di *corporate governance* siano ritenuti rilevanti ai fini dell'investimento in una società quotata dal 72% (voto 3+4+5) degli intervistati, soltanto nel 30% circa dei casi tale percezione si traduce in una effettiva attività di documentazione.
  - Nello specifico, informazioni più frequentemente consultate sono quelle legate all'esistenza di un comitato interno che vigili sulla correttezza delle procedure (menzionato nel 15% dei casi), alla presenza di rappresentanti degli azionisti di minoranza (13%) o di amministratori indipendenti (10%), all'esistenza di regole che disciplinano le operazioni con parti correlate (9%) o di piani di *stock options* (8%).
- Sia nel caso dell'informativa societaria, sia in quello della *corporate governance*, la mancata ricerca e consultazione da parte dei piccoli azionisti di questa tipologia di informazioni è legata in oltre il 50% dei casi al mancato interesse/non utilità e al 40% circa a ostacoli di varia natura (ignoranza dell'esistenza dei documenti contenenti tali elementi, difficoltà nel reperirli o incomprensibilità degli stessi).

## Sintesi (3/3)

- A fronte della situazione attuale, tuttavia, vi sono una serie di attività che secondo gli intervistati potrebbero migliorare sensibilmente il grado di partecipazione dei piccoli azionisti alla vita societaria. Tra queste, le fattispecie che raccolgono i maggiori consensi sono:
  - la possibilità di partecipare agli incontri con gli analisti finanziari (50%);
  - potersi iscrivere a un *club* dedicato ai piccoli azionisti (48%) o semplicemente partecipare a eventi a essi dedicati (47%);
  - poter partecipare o anche solo assistere alle assemblee in *streaming* su Internet (48%), ed eventualmente poter votare elettronicamente (45%).
- Alla luce della centralità del tema della *shareholder identification* nell'ambito della recente direttiva comunitaria *Shareholders' rights* (Direttiva 2007/36/CE), è stata sondata la eventuale disponibilità degli intervistati a far sapere alle società quotate di cui possiedono azioni di essere loro azionisti. A tale proposito, mentre il 40% preferisce restare nell'anonimato, il 56% si dichiara favorevole a che la società sia periodicamente informata sull'identità dei propri piccoli azionisti.
- Tra coloro che si dichiarano favorevoli alla *shareholder identification*, tuttavia, si ritiene che tale adempimento dovrebbe in primo luogo gravare su un soggetto terzo (nello specifico la banca depositaria, citata nel 64% dei casi). Minore la percentuale di coloro che sarebbero disposti a occuparsene personalmente, nello specifico attraverso l'invio di una comunicazione alla società per posta (20%) o via *e-mail* (19%).

The image features a solid dark blue background. A light blue, semi-transparent shape is positioned in the center, resembling a stylized 'V' or a corner of a room. The word 'Appendice' is written in white, sans-serif font within the light blue area.

Appendice



## Principali caratteristiche degli investitori in azioni

# Il profilo socio-demografico (1/4)

Valori %

	Shareholders (n=392)	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)	Ex shareholders non investitori (n=77)	Totale bancarizzati (n=2368)
<b>AREA GEOGRAFICA</b>						
Nord Ovest	41	48	35*	37*	36*	29**
Nord Est	24	26	27	23	22	20*
Centro	15	12	15	15	23*	19**
Sud e isole	19	14	23**	25*	20	32**
<b>AMPIEZZA CENTRI</b>						
Fino a 30 mila abitanti	46	42	52**	52*	45	53**
Da 30 a 100 mila abitanti	21	22	20	18	24	21
Oltre 100 mila abitanti	33	36	28**	30	31	26**
<b>SESSO</b>						
Uomo	85	85	80	86	81	80
Donna	15	15	20	14	19	20
<b>ETÀ</b>						
18-34 anni	7	5	11	11	7	15**
35-54 anni	51	54	48	49	48	47**
55-74 anni	42	41	41	40	45	38

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

## Il profilo socio-demografico (2/4)

Valori %

TITOLO DI STUDIO	Shareholders (n=392)	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)	Ex shareholders non investitori (n=77)	Totale bancarizzati (n=2368)
Laurea	24	32	18**	20**	12**	14**
Scuola media superiore	42	43	40	42	39	34**
Scuola media inferiore	26	20	28**	30*	34**	34**
Scuola elementare/nessun titolo	8	5	14**	8	15*	18**
PROFESSIONE						
Imprenditore/libero professionista	17	21	12**	15	11*	10**
Altre autonome	20	15	18	27**	16	15
Dirigente/quadro	10	12	7	10	6	5**
Impiegato	17	19	19	16	17	20
Operaio	6	5	12*	7	9	20**
Pensionato	26	24	27	23	36**	25
Altre posizioni non professionali	3	4	4	2	5	5

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500



## Il profilo socio-demografico (3/4)

Valori %

	Shareholders (n=392)	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)	Ex shareholders non investitori (n=77)	Totale bancarizzati (n=2368)
<b>NUCLEO FAMILIARE</b>						
Un solo componente	20	17	22	25	20	25**
2 componenti	31	34	31	27	30	27**
3 componenti	26	24	21	26	27	26
Più di 3 componenti	24	25	26	22	23	22
<b>PERCETTORI DI REDDITO</b>						
Famiglie monoreddito	41	39	45	42	46	48**
Almeno 2 percettori di reddito	59	61	55	58	54	52**
<b>REDDITO FAMILIARE MENSILE</b>						
Fino a 1050 €	13	12	12	10	21	18*
Da 1051 a 2550 €	44	39	50**	46	50*	55**
Da 2051 a 4000 €	21	21	20	22	19	17
Oltre 4000 €	22	28	18**	22	10**	10**
Reddito medio	2900 €	3200 €	2700 €	2900 €	2300 €	2200 €
<b>PATRIMONIO</b>						
Top (oltre 250 mila€)	18	34	11**	9**	..**	4**
Affluent (50-250 mila€)	35	40	35	46	1**	12**
Middle Market (10-50 mila€)	30	23	47**	41**	28	30**
Main Market (fino a 10 mila€)	17	3	7	4	71**	54**

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

## Il profilo socio-demografico (4/4)

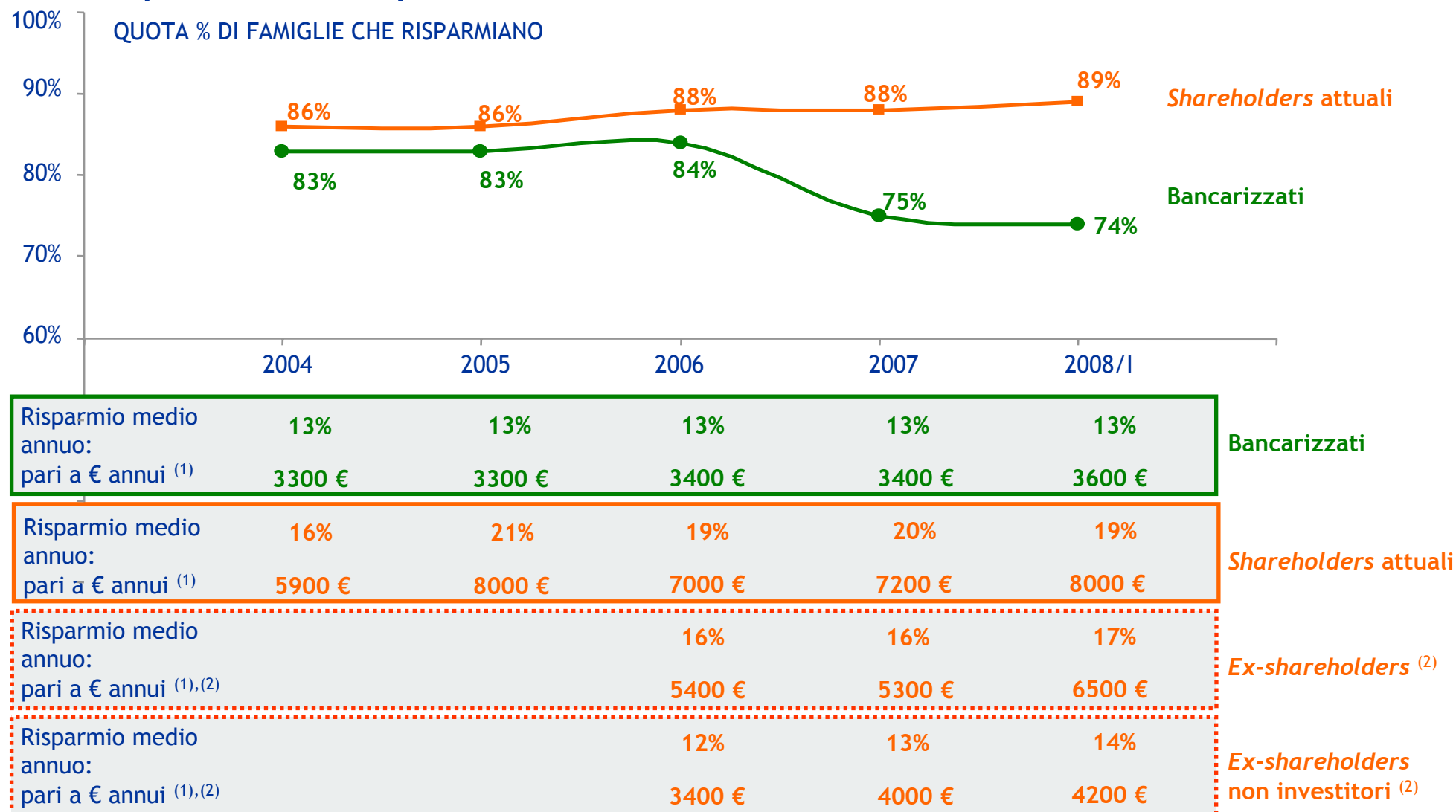
Valori %

	Shareholders (n=392)	Shareholders attuali (n=175)	Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)	Ex shareholders non investitori (n=77)	Totale bancarizzati (n=2368)
<b>STILI FINANZIARI</b>						
Élite	24	31	15**	23**	10**	8**
Accumulatori	27	28	27	30	17*	18**
Facoltosi	12	21	8**	6**	-**	3**
Relazionali	8	7	7	11	3	3
Finanza di base	12	7	11	10	28**	14**
Spensierati	5	3	11	7	7	18**
Previdenti	3	2	3	4	4	2
Distaccati	6	1	13**	7	16**	18**
Nullatenenti	3	-	3	1	11*	11**
Aspiranti	1	-	2	1	4	5
<b>AREE DELLA GRANDE MAPPA</b>						
Élite	45	53	38**	41**	33**	31**
Contesti adulti maschili	24	21	25	29	23	28**
Contesti adulti femminili	5	4	6	4	9	6
Contesti giovanili	14	13	14	16	12	15
Marginalità socioculturale	12	9	17**	10	23**	20**

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

## La capacità di risparmio



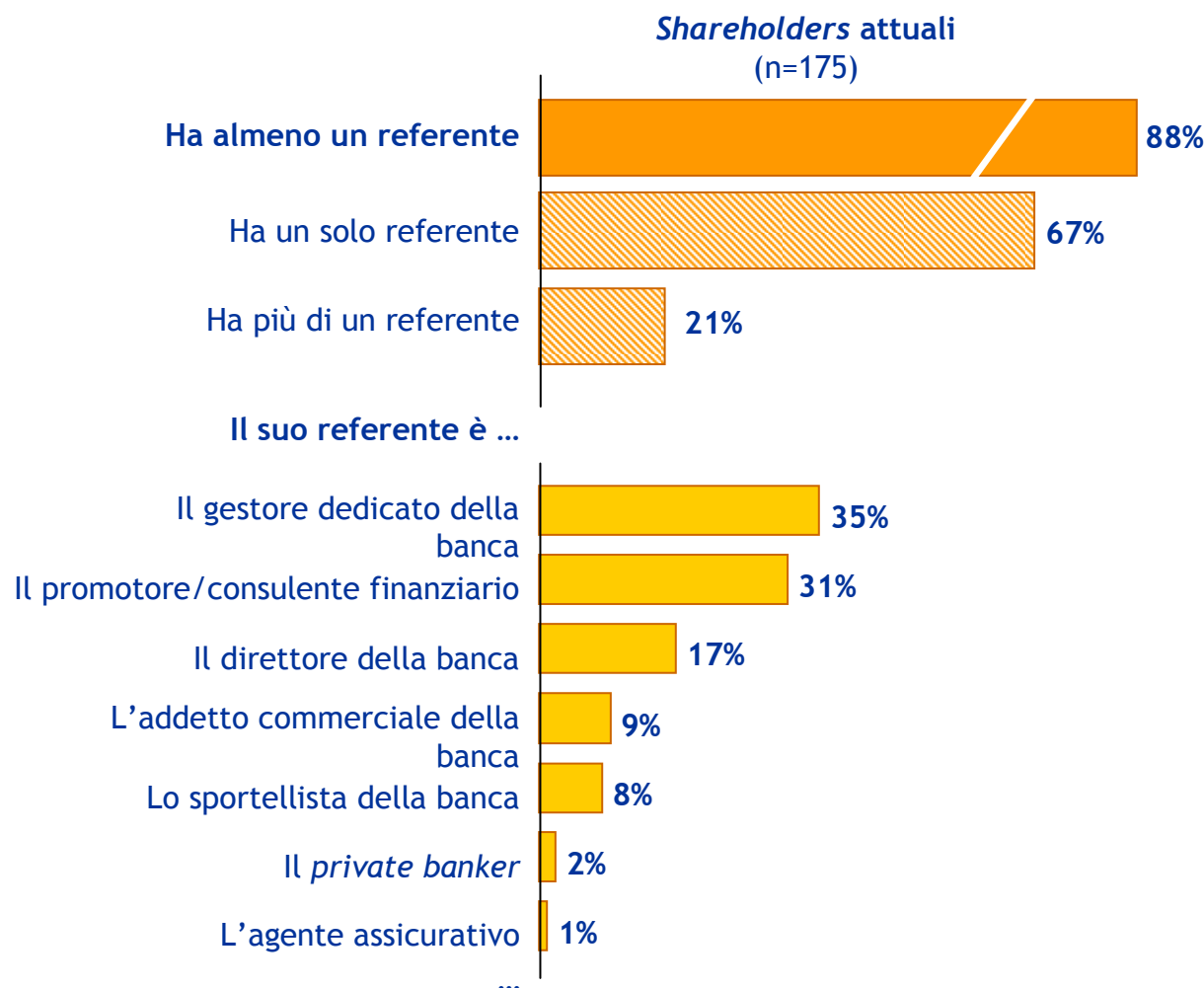
(1) Flussi di risparmio annuo medio calcolato su 13 mensilità. (2) Dato disponibile a partire dall'edizione 2006.  
 Fonte: Multifinanziaria Retail Market

## La modalità di acquisto delle azioni

Le azioni che possiede sono state ...	2004	2005	2006	2007	2008/I
Scelte da Lei personalmente	32%	32%	33%	33%	39%
Consigliate da altri e accettate da Lei	40%	44%	44%	50%	37%
Scelte da Lei ma verificate con la banca/consulente	18%	14%	15%	13%	13%
Scelte dalla banca/consulente	10%	10%	8%	4%	11%

# I referenti per la gestione di risparmi e investimenti

Valori %

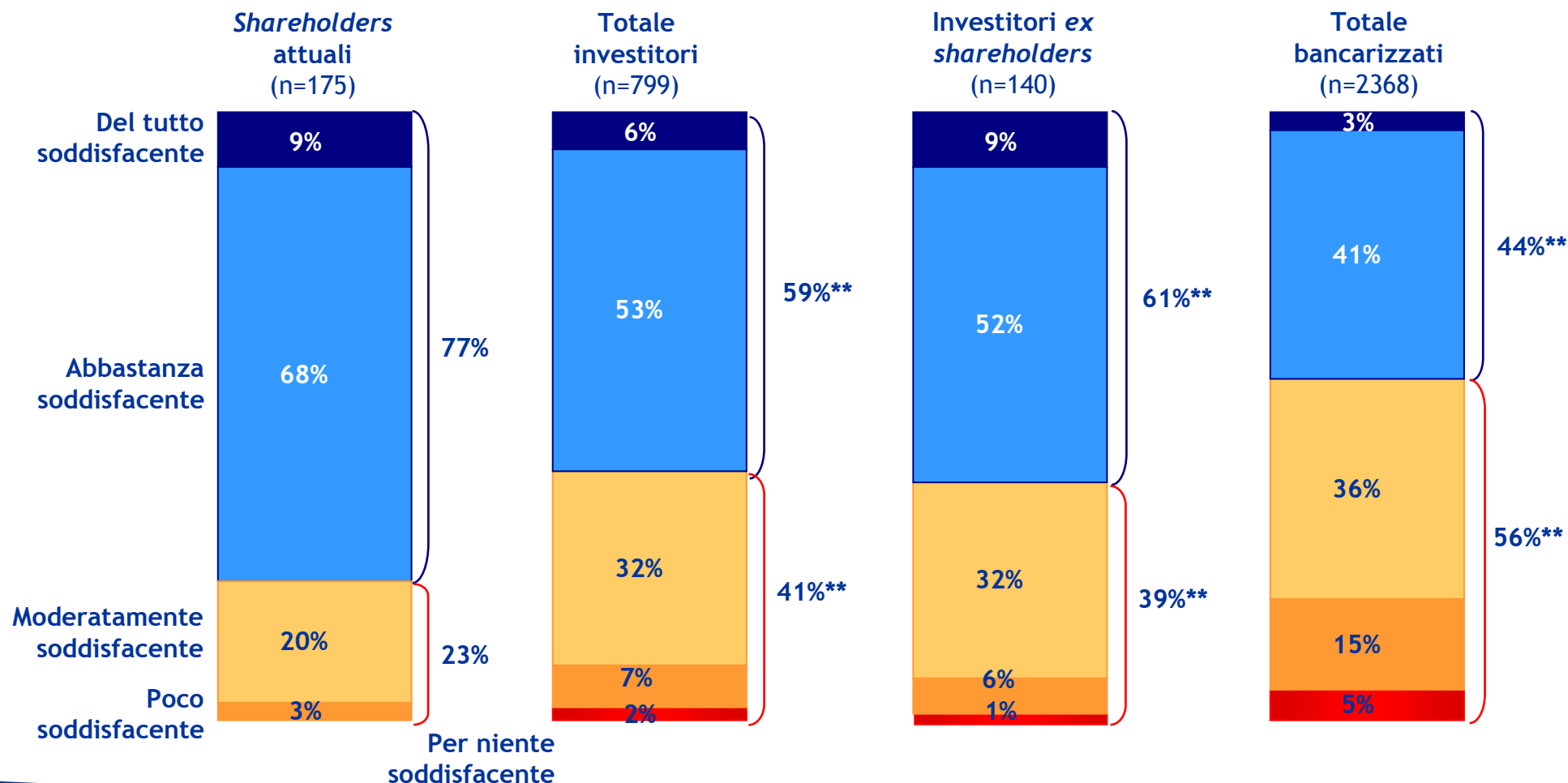


Totale investitori (n=799)	Investitori ex shareholders (n=140)
92	96
74	75
18	21
31	29
18**	24
24*	27*
13	19*
17**	14
1	-
3	1

\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali). Ammessa risposta multipla.

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I

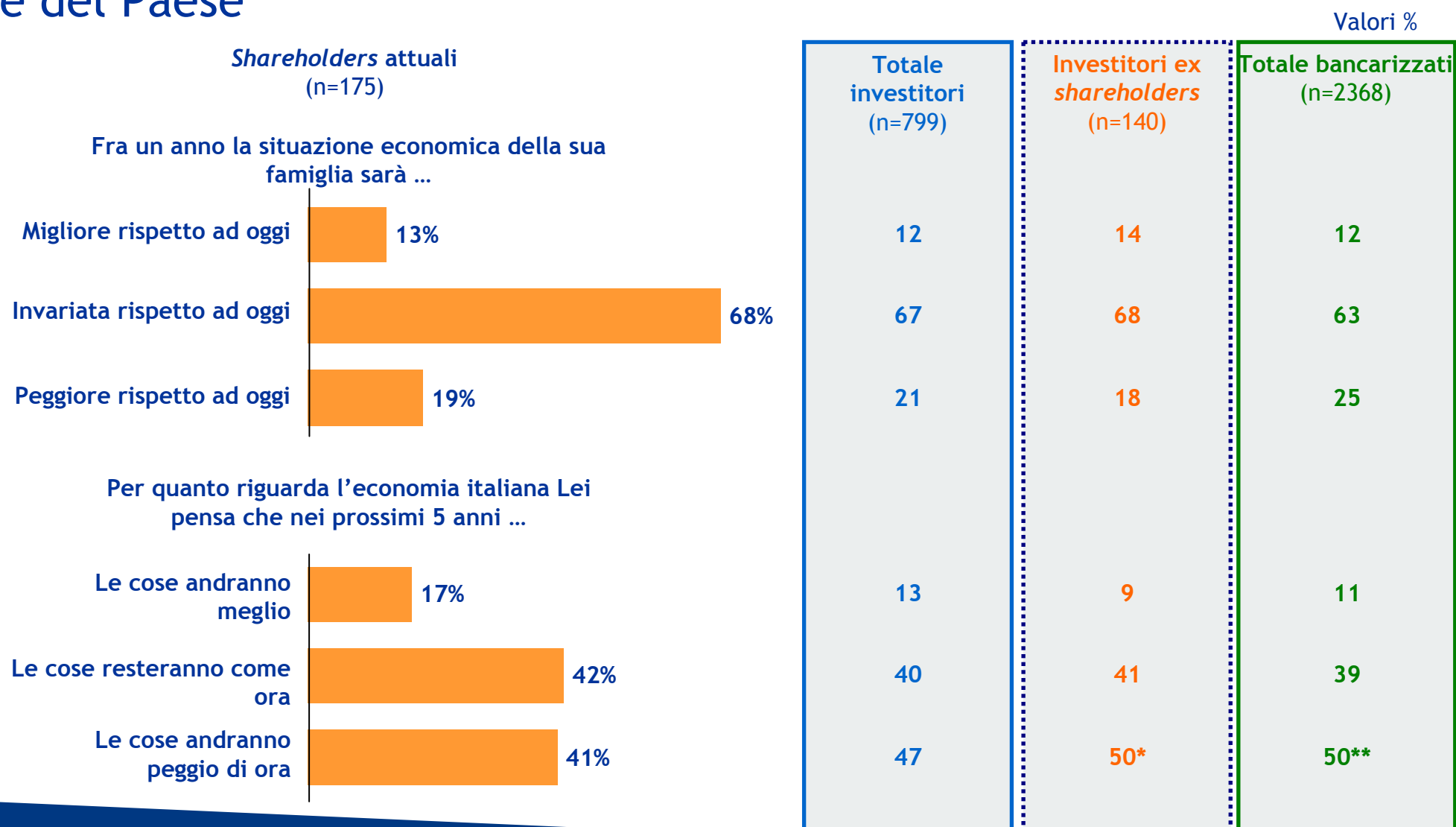
## La percezione della propria situazione economica attuale



\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500

# Il *sentiment* sul futuro della situazione economica propria e del Paese



\*\* significatività al 5%, \* significatività prossima al 5% (confronto rispetto agli *shareholders* attuali).

Fonte: Multifinanziaria Retail Market, 2008/I. Base: Capifamiglia finanziari n=2500