



L'attività di Intermediazione su strumenti finanziari

Nel settore degli intermediari italiani che svolgono servizi di negoziazione sui mercati regolamentati è proseguito il processo di consolidamento già osservato in passato. A fine 2000 le Sim autorizzate all'attività di negoziazione per conto terzi erano 60 contro le 65 di fine 1999 e le 72 di fine 1998; quelle autorizzate all'attività di negoziazione in conto proprio - in larga parte coincidenti con l'aggregato precedente - erano 55 contro le 60 di fine 1999 (69 a fine 1998). Le banche autorizzate all'attività di negoziazione per conto terzi sono passate da 547 a fine 1998 a 544 a fine 1999 e a 532 a fine 2000, mentre quelle autorizzate alla negoziazione in conto proprio sono passate da 569 nel 1998 a 607 a fine 1999 e a 587 a fine 2000.

Il consolidamento numerico è stato particolarmente rilevante per le Sim di negoziazione: se si considera l'aggregato delle Sim autorizzate alla negoziazione in conto terzi, il calo, nel corso del biennio in esame, è stato pari al 17%, mentre il numero complessivo di Sim operative è diminuito, nello stesso periodo, del 10%. Di proporzioni ancora superiori (-20%) è stata la contrazione del numero di Sim autorizzate alla negoziazione in conto proprio. Il processo di contrazione ha riguardato le banche in misura sensibilmente inferiore: il numero di banche autorizzate alla negoziazione per conto terzi è diminuito, nello stesso periodo, solo del 3%, in proporzione esattamente corrispondente al decremento del numero complessivo di banche autorizzate allo svolgimento di servizi di investimento.

L'evoluzione in termini numerici delle Sim è il risultato di 12 iscrizioni e di 20 cancellazioni dall'Albo nel corso del 1999 e di 15 iscrizioni e di 27 cancellazioni nel corso del 2000.

Focalizzando l'attenzione sugli intermediari operanti sui mercati di Borsa Italiana, si nota invece una leggera crescita: gli operatori attivi sono infatti passati da 178 a 182. Il trend di crescita diventa più significativo escludendo gli intermediari collegati unicamente al Mif (36 a fine 1999 e 31 a fine 2000) e concentrando l'attenzione sui mercati a matrice azionaria. In questo caso il numero complessivo sale da 142 a 151; la crescita è guidata dalle banche italiane (passate da 45 a 50) e dai *remote members* (saliti da 12 a 15), mentre non hanno evidenziato variazioni significative le Sim nazionali (stabili a quota 59) e gli agenti di cambio (scesi di un'unità da 28 a 27).

Il processo di consolidamento in atto nella securities industry italiana è stato compensato dalla crescita del numero di banche e remote members, che ha portato a un innalzamento del numero di intermediari attivi sui mercati di Borsa Italiana

L'OPERATIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI SUI MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA

L'attività di negoziazione sui mercati gestiti da Borsa Italiana è sensibilmente aumentata nel 1999 e nel 2000. L'analisi dell'evoluzione delle quote di mercato dei principali operatori e della concentrazione dell'attività di negoziazione è in grado di aggiungere interessanti elementi sulla struttura della *securities industry*.

Nella tavola 10 sono riportate, con distinzione per anno e tipologia di strumenti finanziari, le quote rivestite dai primi 3, 5, 10 e 20 intermediari in ciascun comparto e in ciascun periodo, nonché un indice di concentrazione che può variare tra 0% (equidistribuzione su un numero elevato di soggetti) e 100% (presenza di un solo intermediario monopolista). Le elaborazioni sono effettuate con riferimento al controvalore per gli strumenti *cash* e ai contratti standard per quelli derivati; risultati simili si sarebbero ottenuti comunque anche riferendosi al numero di contratti negoziati.

L'analisi evidenzia che:

- tra il 1999 e il 2000 non vi sono state significative variazioni nel grado di concentrazione;
- il grado di concentrazione delle quote di mercato è relativamente più elevato per il mercato dei *covered warrants*, il mercato *after hours* e il Mot, mentre assume valori più contenuti per gli scambi di strumenti azionari e derivati;
- i primi tre operatori di ogni comparto (non necessariamente coincidenti) ricoprono una quota di mercato che oscilla tra un minimo di poco inferiore al 20% (azioni) ad un massimo del 40% (*covered warrants*);
- i venti maggiori soggetti per ogni comparto ricoprono una quota che varia da un minimo di due terzi del mercato complessivo (azioni) a un massimo del 90% (opzioni su azioni).

TAVOLA 10 - CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE SUI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	azioni Borsa e Ristretto		azioni Nuovo Mercato		covered warrants		TAH	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	2000	
primi 3	19.7%	19.1%	20.3%	20.0%	57.9%	39.7%	38.9%	
primi 5	28.4%	28.5%	29.5%	30.5%	65.3%	51.8%	50.5%	
primi 10	44.3%	44.0%	49.2%	47.0%	77.6%	67.4%	64.8%	
primi 20	67.0%	67.0%	74.1%	69.1%	90.1%	83.2%	81.9%	
concentrazione	3.1%	3.0%	3.6%	3.2%	13.2%	7.8%	7.0%	

	futures su indice		opzioni su indice		opzioni su azioni		totale Idem	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
primi 3	34.7%	28.9%	29.2%	25.5%	29.4%	31.8%	22.8%	22.6%
primi 5	44.5%	38.2%	43.1%	40.8%	45.5%	48.2%	32.2%	33.1%
primi 10	60.9%	55.6%	61.2%	61.8%	69.9%	72.9%	53.8%	53.1%
primi 20	78.5%	76.9%	79.8%	80.1%	88.7%	90.3%	76.7%	76.1%
concentrazione	5.8%	5.6%	5.6%	6.7%	5.5%	6.6%	5.7%	4.7%

	obbligazioni Mot		titoli di Stato Mot		totale Mot		TOT. MERCATI Bit	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
primi 3	32.0%	30.4%	29.2%	34.4%	28.9%	34.0%	19.7%	19.3%
primi 5	44.9%	44.2%	42.7%	45.0%	41.9%	44.5%	27.6%	30.0%
primi 10	66.1%	64.6%	62.9%	63.9%	62.6%	64.5%	44.1%	46.4%
primi 20	85.1%	84.5%	83.8%	85.3%	85.4%	88.0%	66.5%	66.1%
concentrazione	5.8%	5.6%	5.6%	6.7%	5.5%	6.6%	3.1%	3.1%

Confronti con analoghe analisi effettuate in passato evidenziano come la forte crescita dei volumi che ha interessato gli ultimi anni sia stata accompagnata da una relativa diminuzione del grado di concentrazione per il mercato azionario e per l'Idem, mentre per il Mot la sostanziale stabilità nel medio termine dei volumi è coincisa con una crescita del ruolo dei principali intermediari.

Sui medesimi dati è stata anche calcolata la correlazione di rango tra le posizioni rivestite in classifica dagli intermediari in due anni consecutivi e in mercati diversi. Ne è risultato che tra il 1999 e il 2000 il *ranking* degli intermediari per quota di mercato si è modificato in misura apprezzabile (indice di correlazione di rango pari a 0,63 per le azioni del Mta, a 0,64 per il Mot e a 0,61 per l'Idem). Nel 2000, il confronto tra i diversi mercati ha evidenziato una tendenziale omogeneità delle graduatorie per gli scambi di azioni di Mta e Tah (correlazione di rango pari a 0,77), mentre è risultata più limitata la correlazione tra Mta e Mot (0,35) e Mta e Idem (0,31).

Il grado di concentrazione dell'attività di negoziazione è contenuto ed emerge una tendenza alla specializzazione per segmento di mercato da parte degli intermediari

In sintesi quindi, nel periodo più recente le quote di mercato sono state interessate da una certa mobilità - a testimonianza delle evoluzioni che hanno interessato la *securities industry* - ed è emersa una tendenza alla specializzazione sui diversi segmenti del mercato. Il grado di concentrazione dell'attività di negoziazione tende a essere più elevato nei comparti che prevedono la presenza di operatori tenuti a sostenere la liquidità e ad agevolare la *price discovery* degli strumenti finanziari (*covered warrants*, opzioni su azioni) o in quelli più specificamente focalizzati verso un determinato segmento di clientela (mercato *after hours*). In entrambi i casi si tratta di attività realizzate dagli intermediari in accordo a precise strategie di sviluppo e focalizzazione del proprio *business*. La tendenza alla specializzazione per segmenti di mercato emerge anche dalla circostanza che la concentrazione registrata sull'insieme di tutti i mercati di Borsa Italiana (*cash* e derivati) è relativamente contenuta (il valore dell'indicatore calcolato è risultato pari al 3,08% nel 1999 e a 3,07% nel 2000) e risulta più bassa di quella registrata in ognuno dei singoli comparti.

L'ATTIVITÀ DELLE SIM DI NEGOZIAZIONE

I risultati reddituali delle Sim di negoziazione (analisi condotta su un campione di 44 soggetti) nel 1999 e nel primo semestre del 2000 sono stati soddisfacenti. Nel 1999, il Roe delle Sim in utile è stato pari al 45,1% (46,0% nel 1998); considerando anche le Sim in perdita, la media si attesta sul 32,7%. Sono risultate in generale maggiormente redditizie le Sim di maggiori dimensioni, quelle facenti parte di gruppi bancari e quelle maggiormente specializzate nella negoziazione per conto terzi. I maggiori problemi di redditività sono stati invece evidenziati da intermediari di dimensioni ridotte nonché da quelli di nuova costituzione, in particolare nel caso di soggetti focalizzati sul servizio di *trading on-line*, con riferimento al quale la fase di *start-up* è particolarmente onerosa, a causa degli investimenti effettuati in tecnologia e in iniziative promozionali (pubblicità, compressione dei prezzi praticati ecc.).

Per le Sim di negoziazione esaminate la fonte di reddito prevalente è stata, come in anni recenti, la negoziazione per conto terzi, che ha visto crescere il proprio peso nel periodo in

esame grazie all'espansione del volume degli scambi, mentre un contributo inferiore rispetto al passato, anche se ancora significativo, è derivato dai proventi dalla negoziazione in proprio nonché dal servizio di gestione.

I buoni risultati osservati sui bilanci 1999 sono stati confermati dall'esame di un campione di relazioni semestrali riferite al primo semestre 2000: la redditività (misurata come rapporto fra la differenza fra ricavi e costi totali del periodo e totale dei mezzi propri) è risultata in miglioramento rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente e si è attestata al 19,5% su base semestrale. L'andamento della redditività osservato non è stato comunque proporzionale all'aumento dell'attività di negoziazione sul mercato azionario: a fronte di un livello di attività quasi doppio rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, l'aumento del totale delle commissioni nette di negoziazione per conto terzi è stato, sul campione osservato, pari a poco più del 60%. Tale risultato è chiaro indice di come il livello di concorrenza presente nel settore della negoziazione per conto terzi sia in costante aumento. Ciò è confermato anche dal fatto che il fenomeno è risultato presente anche in periodi caratterizzati da mercato al rialzo e volumi di scambio consistenti, nei quali la concorrenza di prezzo tra i diversi intermediari tende ad attenuarsi, a causa del sostegno esercitato dalla domanda.

Le commissioni unitarie di negoziazione (tavola 11), calcolate su un campione di 42 Sim sulla base delle segnalazioni operate dagli intermediari ai fini della contribuzione al Fondo Nazionale di Garanzia, sono risultate in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente. La commissione media su azioni è stata nel 1999 pari all'1,20 per mille (1,52 per mille nel 1998 e 1,60 nel 1997, su campioni diversi) con media ponderata 0,64 per mille e mediana 0,81 per mille; quella su obbligazioni allo 0,76 per mille (0,69 per mille nel 1998 e 0,70 nel 1997, su campioni diversi) con mediana 0,50 e media ponderata 0,47; quella su titoli di Stato allo 0,30 per mille (0,37 nel 1998 e 0,45 nel 1997, su campioni diversi) con media ponderata pari a 0,16 per mille e mediana pari a 0,22 per mille. Il livello delle commissioni è risultato quindi in ulteriore flessione. Tale circostanza si inserisce in un trend ormai consolidato, reso possibile dai guadagni di efficienza connessi con l'utilizzo dell'*information technology*, ma che è stato probabilmente accelerato nel periodo più recente dall'accentuarsi della concorrenza verificatesi in concomitanza con la diffusione del *trading on-line*. Né la crescita del volume degli scambi né la maggiore partecipazione al mercato degli investitori *retail* hanno avuto, contrariamente a quanto ci si poteva attendere, l'effetto di sostenere il livello delle commissioni.

TAVOLA 11 - COMMISSIONI SUI DIVERSI STRUMENTI FINANZIARI

1998	azioni (per mille)	titoli di Stato (per mille)	obbligazioni (per mille)
media	1,42	0,35	0,71
mediana	1,13	0,26	0,68
media ponderata	0,92	0,28	0,68
1999			
media	1,20	0,30	0,76
mediana	0,81	0,22	0,50
media ponderata	0,64	0,16	0,47

LE PROSPETTIVE

Le prospettive di evoluzione degli intermediari negozianti saranno caratterizzate, nel prevedibile futuro, da diversi elementi.

Il processo di consolidamento in atto ormai da qualche anno è destinato a proseguire. Benché infatti il mercato sia stato interessato negli anni recenti da una riduzione del numero di soggetti, due fenomeni continuano ad agire nella direzione di un maggior consolidamento:

- le aggregazioni tuttora in atto nel sistema bancario e gli effetti che queste avranno in termini di riorganizzazione delle strutture produttive interne ai gruppi bancari;
- la razionalizzazione della capacità produttiva in eccesso, presumibilmente costruita nel corso del 2000 a seguito del moltiplicarsi dei canali di contatto con il pubblico e dell'elevato volume degli scambi che ha caratterizzato la prima parte dell'anno.

Aumenteranno le pressioni concorrenziali provenienti dagli intermediari esteri, soprattutto a seguito della diffusione dell'uso dell'euro, nonché le minacce di disintermediazione esercitate sugli operatori tradizionali da parte di soggetti che utilizzano tecnologie di nuova introduzione.

Si può ritenere che per gli intermediari italiani il ruolo di fornitori di semplice accesso al mercato nazionale sia in via di progressivo, inevitabile indebolimento. Le strategie che gli operatori stanno adottando per rispondere al nuovo contesto competitivo sono:

- lo sviluppo di nuove fonti di ricavo (in particolare nel campo dei servizi ad alto valore aggiunto) mediante l'offerta di nuovi prodotti o dell'accesso a nuovi mercati;
- una maggiore attenzione alla gestione del rapporto con la clientela;
- un importante sforzo di razionalizzazione produttiva e di contenimento dei costi;
- l'aumento della scala di produzione, richiesto dagli investimenti necessari per sviluppare servizi a elevato valore aggiunto, per consolidare canali distributivi alternativi e per conseguire l'indispensabile livello di riconoscimento del *brand*.

In tale processo di sviluppo gli intermediari italiani sono agevolati dall'assetto dei mercati gestiti da Borsa Italiana che presenta, con riferimento ai punti sopra menzionati, interessanti vantaggi competitivi:

- un significativo livello di efficienza in ambito internazionale;
- un elevato tasso di innovazione di prodotto (realizzazione di nuovi mercati e segmenti, disegno di nuovi strumenti e sviluppo di nuove piattaforme di negoziazione).

I due elementi citati pongono gli intermediari italiani nella condizione di trasferire alla loro clientela i guadagni di efficienza in termini di minori costi e di offrire alla stessa nuove occasioni di sviluppo delle strategie, delle tecniche e degli strumenti di negoziazione.
