

# L'attività di Intermediazione su strumenti finanziari

**G**li intermediari ammessi ai mercati di Borsa Italiana possono essere distinti in funzione della loro natura giuridica, della localizzazione geografica del punto di accesso al mercato (Italia o estero) e del tipo di attività svolta sul mercato. Nei mercati di Borsa Italiana, che si caratterizzano per una microstruttura *order driven*, gli intermediari ammessi possono partecipare attivamente al processo di formazione dei prezzi tanto con ordini di proprietà (operatività in conto proprio) quanto con ordini della propria clientela (operatività in conto terzi).

In accordo ai regolamenti di Borsa Italiana - e nel rispetto dei requisiti del Testo Unico della Finanza (Dlgs 58/1998) per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di negoziazione e per il riconoscimento degli intermediari esteri - possono richiedere l'ammissione alle negoziazioni:

- gli agenti di cambio (solo operatività per conto terzi); le banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie; le imprese di investimento nazionali (Sim), comunitarie ed extracomunitarie; gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico Bancario (Dlgs 385/1993) autorizzati alla prestazione di servizi di investimento;
- i *locals* aventi sede legale in uno Stato dell'Unione Europea autorizzati a negoziare su un mercato dei Paesi della stessa, qualora siano soggetti - nello Stato di origine - a vigilanza da parte di un'Autorità pubblica o riconosciuta da un'Autorità pubblica con la quale Consob abbia stabilito apposite intese finalizzate all'esercizio della vigilanza sull'attività da essi svolta sui mercati italiani e siano sottoposti - sempre nello Stato di origine - a requisiti di capitale, nonché di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale equivalenti a quelli previsti dalla disciplina comunitaria per gli intermediari su strumenti finanziari e tali da assicurare un'analoga affidabilità operativa;
- le banche e le imprese di investimento extracomunitarie autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi, limitatamente ai mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana o ai singoli comparti per i quali Consob abbia concesso il nulla osta e sia intervenuto il riconoscimento da parte delle Autorità dello Stato extracomunitario ai sensi del Testo Unico della Finanza.

## L'EVOLUZIONE DEL NUMERO DI INTERMEDIARI

Alla fine del 2001, gli intermediari ammessi alle negoziazioni risultavano 157, distinti in 18 agenti di cambio, 70 banche, 67 imprese di investimento e 2 *locals*. Il numero totale degli intermediari ammessi alle negoziazioni mostra un trend crescente dal 1998, anno di avvio dell'operatività di Borsa Italiana e della sua strategia di sviluppo dei mercati. Dai 138 interme-

diari di fine 1998, la *sell side* del mercato si è estesa ai 142 del 1999, ai 152 del 2000, fino ai 157 del 2001. La crescita è guidata in primo luogo dalle banche, mentre sostanzialmente stabile è risultato il numero delle imprese di investimento. Gli agenti di cambio si configurano come una categoria in via di esaurimento in quanto dal 1991, in accordo alla legge 1/1991 che ha avviato il processo di profondo cambiamento dell'attività di intermediari e mercati che ha caratterizzato gli anni Novanta, è venuta meno la possibilità di assunzione della qualifica. Rispetto alla fine del 1998, il numero degli agenti di cambio si è ridotto di 12 unità (da 30 a 18), gli intermediari bancari sono cresciuti di 25 (da 45 a 70) e le imprese di investimento sono passate da 63 a 67 (tavola 13).

*A fine 2001, per un totale di 157 intermediari operativi sui mercati di Borsa Italiana, il 44,6% era rappresentato da banche, il 42,7% da imprese di investimento, l'11,5% da agenti di cambio e l'1,3% da locals*

Grazie alla flessibilità del quadro regolamentare di Borsa Italiana, gli intermediari possono richiedere l'ammissione ai singoli mercati in cui sono interessati a negoziare. I mercati in cui si rileva la maggiore presenza di intermediari sono Borsa - Mercato Telematico Azionario e Mercato Ristretto (130, 83% del totale degli operatori ammessi); il Nuovo Mercato (126, 80%); il Mercato dei Covered Warrant (109, 69%) e l>IDEM (100, 64%). Anche la partecipazione al Mercato *After Hours* (comparti TAH e TAHnm) è molto intensa, con più dell'80% degli operatori ammessi ai corrispondenti mercati diurni (MTA, MCW e Nuovo Mercato) che partecipano anche alla sessione serale (tavola 14).

Con riferimento alla localizzazione geografica del punto di accesso al mercato, il Testo Unico della Finanza, in accordo alla Direttiva Servizi di Investimento (Direttiva CE 93/22), riconosce la possibilità di ammettere ai mercati nazionali operatori in remoto, vale a dire intermediari che accedono direttamente dal Paese estero in cui hanno sede operativa. Il numero di *remote members* ammessi, che rappresenta un indicatore del livello di internazionalizzazione del mercato, è cresciuto da 6 (2 banche e 4 imprese di investimento) nel 1998 a 23 (12 banche, 9 imprese di investimento e 2 *locals*) nel 2001 (tavola 13).

**TAVOLA 13 - EVOLUZIONE DEL NUMERO DEGLI INTERMEDIARI AMMESSI AI MERCATI DI BORSA ITALIANA**

	fine 1998		fine 1999		fine 2000		fine 2001	
	Numero	% su tot	Numero	% su tot	Numero	% su tot	Numero	% su tot
<b>Agenti di cambio</b>	30	21.7%	28	19.7%	27	17.8%	18	11.5%
<b>Banche</b>	45	32.6%	47	33.1%	57	37.5%	70	44.6%
di cui remote members	2	1.4%	3	2.1%	7	4.6%	12	7.6%
<b>Imprese di investimento</b>	63	45.7%	67	47.2%	67	44.1%	67	42.7%
di cui remote members	4	2.9%	9	6.3%	8	5.3%	9	5.7%
<b>Locals<sup>(1)</sup></b>	-	-	-	-	1	0.7%	2	1.3%
di cui remote members	-	-	-	-	1	0.7%	2	1.3%
<b>Totali</b>	<b>138</b>	<b>100.0%</b>	<b>142</b>	<b>100.0%</b>	<b>152</b>	<b>100.0%</b>	<b>157</b>	<b>100.0%</b>
di cui remote members	6	4.3%	12	8.5%	16	9.9%	23	13.4%

(1) La possibilità per i *locals* di essere ammessi ai mercati di Borsa Italiana è stata introdotta nel 2000.

Nota: i dati non includono gli intermediari ammessi al solo mercato dei derivati su tassi di interesse (MIF).

## LE ATTIVITÀ DI SOSTEGNO DELLA LIQUIDITÀ

In alcuni mercati e per alcuni strumenti finanziari Borsa Italiana prevede la presenza di intermediari che si impegnano a svolgere una funzione di sostegno alla liquidità tramite l'esposizione sul mercato di proposte di negoziazione nel rispetto degli obblighi previsti dai regolamenti dei mercati. In particolare, è richiesta la presenza di operatori specialisti per i titoli del Nuovo Mercato, del segmento STAR e dell'EuroMOT e di operatori *market makers* per i covered warrant, il miniFIB, le opzioni sul Mib30 e le opzioni su singole azioni. Nel corso degli anni, con l'evoluzione del numero di strumenti finanziari quotati e delle opportunità offerte dallo svolgimento di questa funzione, il numero di intermediari interessati a operare come specialista o *market maker* è aumentato. Gli specialisti sul Nuovo Mercato sono passati dai 5 del 1999 (su 6 società quotate), ai 16 del 2000 (40 società) e ai 17 nel 2001 (45 società). Per le 37 società del segmento STAR, operativo dal 2 aprile 2001, a fine anno erano presenti 14 specialisti. Sull'EuroMOT, i 4 specialisti operativi nel 2000 e nel 2001 hanno aumentato il numero di emissioni obbligazionarie portando il numero di strumenti quotati da 13 a 21. Il Mercato dei Covered Warrant, insieme all'aumento del numero di strumenti quotati, ha conosciuto il maggior tasso di crescita di operatori *market makers*: dai 3 di fine 1998 ai 23 del 2001 (8 nel 1999 e 15 nel 2000). Per gli strumenti derivati la figura dell'operatore *market maker* conoscerà importanti cambiamenti con l'introduzione della nuova piattaforma di negoziazione prevista per i primi mesi del 2002. Per l'opzione sul Mib30, il numero di *market makers* è passato da 10 nel 1999, a 11 nel 2000 fino a 13 nel 2001, mentre per le opzioni su azioni, il loro nume-

TAVOLA 14 - NUMERO DI INTERMEDIARI AMMESSI PER SINGOLO MERCATO

	fine 1998		fine 1999		fine 2000		fine 2001	
	Numero	% su tot	Numero	% su tot	Numero	% su tot	Numero	% su tot
Totale operatori ammessi <sup>(1)</sup>	138		142		152		157	
<b>Borsa</b>								
MTA	106	76.8%	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%
MCW <sup>(2)</sup>	-	-	-	-	107	70.4%	109	69.4%
TAH <sup>(3)</sup>	-	-	-	-	100	65.8%	109	69.4%
MOT	94	68.1%	92	64.8%	98	64.5%	94	59.9%
EuroMOT <sup>(4)</sup>	-	-	-	-	30	19.7%	34	21.7%
<b>Nuovo Mercato</b>								
Nuovo Mercato	-	-	103	72.5%	119	78.3%	126	80.3%
TAHnm <sup>(3)</sup>	-	-	-	-	96	63.2%	103	65.6%
<b>Mercato Ristretto</b>	106	76.8%	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%
<b>IDEM</b>	90	65.2%	88	62.0%	98	64.5%	100	63.7%

(1) I dati non includono gli intermediari ammessi al solo mercato dei derivati su tassi di interesse (MIF).

(2) Il Mercato dei Covered Warrant (MCW) è stato costituito il 28 febbraio 2000. Fino a tale data, i covered warrant sono rientrati nel contesto regolamentare del MTA.

(3) Il Mercato *After Hours*, nelle sue due componenti *Trading After Hours* (TAH) e *Trading After Hours Nuovo Mercato* (TAHnm), è operativo dal 15 maggio 2000.

(4) L'EuroMOT è operativo dal 17 gennaio 2000.

Nota: il quadro degli intermediari ammessi ai mercati di Borsa Italiana si completa con il Mercato dei Premi (MPR), che a fine 2001 presentava 72 intermediari ammessi: 10 agenti di cambio, 24 banche e 38 imprese di investimento.

ro è rimasto stabile a 13. I *market makers* operativi sul miniFIB sono 3 dalla data di avvio - il 3 luglio 2000 - di questo contratto futures sul Mib30.

## L'OPERATIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI

L'analisi dell'evoluzione delle quote del mercato e del livello di concentrazione dei diversi mercati è in grado di fornire interessanti elementi sulla struttura della *securities industry* italiana. La tavola 15 riporta, con distinzione per anno, mercati e tipologia di strumenti finanziari, le quote dei primi tre, cinque, dieci e venti intermediari, insieme a un indice di concentrazione che può variare tra gli estremi di 0% (equidistribuzione su un numero molto elevato di soggetti) e 100% (presenza di un unico monopolista). Le elaborazioni sono riferite al controvalore degli scambi; l'analisi sui contratti scambiati porta - con limitate eccezioni relative prevalentemente al comparto delle opzioni dell'IDEM - a un quadro analogo.

**TAVOLA 15 - CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE SUI MERCATI DI BORSA ITALIANA**

	<b>AZIONI BORSA</b>			<b>AZIONI NM</b>			<b>COV WARRANT</b>			<b>TAH</b>	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	2000	2001
primi 3	19.7%	19.1%	16.2%	20.3%	20.0%	20.3%	57.9%	39.7%	38.5%	38.9%	26.9%
primi 5	28.4%	28.5%	24.8%	29.5%	30.5%	30.3%	65.3%	51.8%	53.0%	50.5%	36.5%
primi 10	44.3%	44.0%	41.4%	49.2%	47.0%	47.8%	77.6%	67.4%	71.9%	64.8%	56.1%
primi 20	67.0%	67.0%	66.8%	74.1%	69.1%	67.4%	90.1%	83.2%	86.9%	81.9%	76.8%
concentrazione	3.1%	3.0%	2.7%	3.6%	3.2%	3.2%	13.2%	7.8%	7.3%	7.0%	4.6%

  

	<b>TITOLI DI STATO</b>			<b>OBBLIGAZIONI</b>			<b>TOTALE MOT</b>		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
primi 3	29.2%	34.4%	41.1%	32.0%	30.4%	29.5%	28.9%	34.0%	39.3%
primi 5	42.7%	45.0%	49.3%	44.9%	44.2%	40.6%	41.9%	44.5%	47.9%
primi 10	62.9%	63.9%	64.8%	66.1%	64.6%	60.6%	62.6%	64.5%	63.4%
primi 20	83.8%	85.3%	83.1%	85.1%	84.5%	82.1%	85.4%	88.0%	82.6%
concentrazione	5.6%	6.7%	8.3%	5.8%	5.6%	5.4%	5.5%	6.6%	7.6%

  

	<b>MIB30 FUTURES</b>			<b>miniFIB</b>		<b>OPZIONI MIB30</b>			<b>OPZIONI SU AZIONI</b>		
	1999	2000	2001	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
primi 3	34.7%	28.9%	29.0%	....	58.6%	29.2%	25.5%	30.2%	29.4%	31.8%	31.0%
primi 5	44.5%	38.2%	38.6%	....	67.3%	43.1%	40.8%	41.2%	45.5%	48.2%	47.2%
primi 10	60.9%	55.6%	52.4%	....	79.8%	61.2%	61.8%	61.0%	69.9%	72.9%	69.8%
primi 20	78.5%	76.9%	71.1%	....	91.9%	79.8%	80.1%	80.8%	88.7%	90.3%	87.9%
concentrazione	5.8%	5.6%	4.4%	....	13.3%	5.6%	6.7%	5.1%	5.5%	6.6%	6.1%

  

	<b>TOTALE IDEM</b>			<b>TOTALE MERCATI Bit</b>		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
primi 3	22.8%	22.6%	25.2%	19.7%	19.3%	18.8%
primi 5	32.2%	33.1%	34.4%	27.6%	30.0%	26.6%
primi 10	53.8%	53.1%	50.3%	44.1%	46.4%	42.5%
primi 20	76.7%	76.1%	70.2%	66.5%	66.1%	60.2%
concentrazione	5.7%	4.7%	3.8%	3.1%	3.1%	2.7%

L'analisi della distribuzione delle quote di mercato evidenzia che:

- nel 2001 la concentrazione sui principali operatori si è ridotta: con riferimento al totale dei mercati di Borsa Italiana, le quote dei primi 3, 5, 10 e 20 intermediari arrivano al 19%, 27%, 43% e 60% del totale;
- il grado di concentrazione è più contenuto per gli scambi di strumenti finanziari “tradizionali” quali azioni e futures Mib30, mentre risulta più elevato per covered warrant, *after hours*, MOT, miniFIB e opzioni;
- ai primi tre operatori di ogni comparto (non sempre coincidenti) spetta una quota di mercato che varia tra il 16% (azioni Borsa) e il 59% (miniFIB); focalizzando l'analisi sulla distribuzione del numero di transazioni, i dati variano tra il 18% e il 57%;
- i venti maggiori operatori per ogni comparto ricoprono una quota che oscilla tra il 67% (azioni Borsa, 64% osservando il numero di transazioni) e il 92% (miniFIB, 91% osservando il numero di transazioni);
- le situazioni in cui è prevista una partecipazione degli operatori al sostegno della liquidità con funzioni di specialisti o *market makers* evidenziano una concentrazione superiore che (con l'eccezione delle opzioni su indice) è però in calo rispetto agli anni precedenti.

Il confronto con i dati degli anni precedenti e con analoghe analisi effettuate in passato evidenziano come la riduzione del grado di concentrazione che aveva caratterizzato la crescita dei volumi di negoziazione sia proseguita anche nel 2001, in presenza di un diverso andamento nel livello degli scambi complessivi. Più nel dettaglio, la concentrazione è in calo per azioni, covered warrant e derivati, mentre prosegue la crescita per i titoli a reddito fisso.

L'analisi delle diverse graduatorie permette di elaborare la correlazione di rango tra le posizioni rivestite dagli intermediari con riferimento a mercati o strumenti diversi. Ne risulta una notevole omogeneità tra il *ranking* per gli scambi di azioni tra Borsa e Nuovo Mercato (indice di correlazione di rango pari a 0,92), ancora significativa tra azioni Borsa e covered warrant (0,80), mentre risulta meno forte con riferimento ad azioni Borsa e MOT(0,65), azioni Borsa e IDEM (0,65) e MOT e IDEM (0,66).

Il peso relativo dei *remote members* in termini di controvalore è del 12% (che scende al 6% se si focalizza l'analisi sul numero delle transazioni). La loro operatività varia sensibilmente a seconda di mercati e strumenti finanziari, passando da livelli intorno al 30% per gli scambi di opzioni a situazioni di incidenza bassissima come il Nuovo Mercato e il MOT. Facendo riferimento al più ampio aggregato degli intermediari di matrice estera (includendo quindi anche le *branches* operative italiane) si può osservare come la loro incidenza sia pari al 31% (20% con riferimento al numero delle transazioni), con oscillazioni sensibili a seconda di mercati e strumenti. Le situazioni dove gli intermediari esteri sono più attivi sono le opzioni su indice (52%), le opzioni su azioni (44%), le azioni della Borsa (37%), i futures sul Mib30 (27%) e i covered warrant (24%); quelle in cui sono meno presenti le obbligazioni (2%), i titoli di Stato (3%) e il miniFIB (3%). Analizzati secondo un'ottica complementare, questi dati indicano come gli intermediari di matrice estera operino prevalentemente per conto di una clientela professionale, e come pertanto il forte sviluppo del *retail* sia per il momento ascrivibile quasi completamente all'attività degli intermediari domestici, agevolati dalla prossimità dei canali di contatto con la clientela.



---

Nel periodo più recente le quote di mercato sono state interessate da un apprezzabile grado di mobilità che riflette i mutamenti in atto nella *securities industry* italiana. La generale tendenza verso una minore concentrazione è stata accompagnata da chiari segnali verso una tendenza alla specializzazione - che emerge anche dalla constatazione di come l'indicatore di concentrazione sull'insieme dei mercati sia contenuto (2,7%) e più basso di quello dei singoli comparti - tanto verso i diversi segmenti di mercato quanto verso la prestazione di servizi a favore di categorie differenziate di investitori finali. Il grado di concentrazione tende infatti a essere più elevato nelle situazioni in cui sono previste specifiche funzioni di sostegno alla liquidità e dove è prevalente la partecipazione di investitori *retail* (Mercato *After Hours*, miniFIB). Nel MOT sembra inoltre delinearci una chiara tendenza alla specializzazione settoriale da parte di alcuni intermediari.

---

---