

L'attività di Intermediazione su strumenti finanziari

L'adesione ai mercati di Borsa Italiana è riservata agli intermediari che rispettano i requisiti di ammissione e permanenza alle negoziazioni stabiliti nei Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana e le previsioni del Testo Unico della Finanza (Dlgs 58/98) per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di negoziazione e per il riconoscimento degli intermediari esteri. In particolare, possono richiedere l'ammissione alle negoziazioni:

- se autorizzati alla prestazione dei servizi di negoziazione ai sensi del Testo Unico della Finanza (Tuf): gli agenti di cambio (solo per l'operatività in 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 (solo per la negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari derivati);
- i *locals* (solo per l'operatività in conto proprio) 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 dei servizi 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.
- Poste Italiane Spa che, con Dpr n. 144/2001, è stata autorizzata a prestare servizi di negoziazione per conto terzi, nonché a operare nei mercati regolamentati italiani in accordo all'articolo 25 del Tuf.

Gli intermediari che acquisiscono l'autorizzazione a operare sui mercati di Borsa Italiana partecipano attivamente al processo di formazione dei prezzi con ordini di proprietà (operatività in conto proprio) e/o con ordini della propria clientela (operatività in conto terzi). L'equità di trattamento sul mercato è garantita dalla presenza di mercati *order driven* nei quali vigono precise regole di priorità di esecuzione degli ordini, primaria di prezzo e secondaria di tempo.

L'EVOLUZIONE DEL NUMERO DI INTERMEDIARI

Il numero totale degli intermediari ammessi alle negoziazioni (tavola 11) ha mostrato un trend crescente dal 1999 al 2001: dai 138 intermediari del 1998, si è passati ai 142 del 1999, ai 152 del 2000 ai 157 del 2001. Nel 2002 si è invece osservata una flessione del numero che, a fine anno, si è attestato su un livello di 141 intermediari aderenti ai mercati. Il calo è stato principalmente guidato dagli agenti di cambio, il cui numero è tendenzialmente destinato a esaurirsi in quanto dal 1991, in accordo alla legge 1/1991 che ha avviato il processo di profondo cambiamento dell'attività di intermediari e mercati, è venuta meno la possibilità di nuova assunzione della qualifica. La riduzione del numero di banche e di imprese di investimento tra il 2001 e il 2000 (da 70 a 64 le banche, da 67 a 64 le imprese di investimento) è da ricondursi principalmente al processo di razionalizzazione che in quest'ultimo anno ha caratterizzato la *sell side* italiana. Estendendo il confronto temporale con gli anni precedenti al 2001 si osserva comunque come l'adesione diretta ai mercati da parte di queste categorie di operatori è crescente.

A fine 2002, su un totale di 141 intermediari operativi sui mercati di Borsa Italiana, 9 erano agenti di cambio, 66 banche, 64 imprese di investimento e 2 locals

La scomposizione degli intermediari per tipologia conferma il trend che caratterizza i mercati dal 1998. Nonostante la diminuzione in termini assoluti, le banche si confermano la categoria più rappresentata: nel 2001, con un peso relativo del 44,6% hanno superato per la prima volta le imprese di investimento (42,7%) e nel 2002 la loro incidenza è cresciuta al 46,8%. Nello stesso tempo, anche le imprese di investimento hanno aumentato la loro presenza rispetto al 2001 (dal 42,7% al 45,4%) avvicinandosi alle banche. Il numero di *locals* aderenti ai mercati si è invece mantenuto stabile sui livelli del 2001.

Grazie alla flessibilità del quadro regolamentare di Borsa Italiana, gli intermediari possono richiedere l'ammissione ai singoli mercati in cui sono interessati a negoziare (tavola 12). I mercati in cui si rileva la maggiore presenza di intermediari sono: Borsa-MTA e Mercato Ristretto (120, 85% del totale degli operatori ammessi); Nuovo Mercato (117, 83%); MCW (96, 68%)

TAVOLA 11 - EVOLUZIONE DEL NUMERO DEGLI INTERMEDIARI AMMESSI AI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	fine 1998		fine 1999		fine 2000		fine 2001		fine 2002	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Agenti di cambio	30	21.7%	28	19.7%	27	17.8%	18	11.5%	9	6.4%
Banche	45	32.6%	47	33.1%	57	37.5%	70	44.6%	66	46.8%
<i>di cui remote members</i>	2	1.4%	3	2.1%	7	4.6%	12	7.6%	14	9.9%
Imprese di investimento	63	45.7%	67	47.2%	67	44.1%	67	42.7%	64	45.4%
<i>di cui remote members</i>	4	2.9%	9	6.3%	8	5.3%	9	5.7%	14	9.9%
Locals⁽¹⁾	-	-	-	-	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%
<i>di cui remote members</i>	-	-	-	-	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%
Totali	138	100.0%	142	100.0%	152	100.0%	157	100.0%	141	100.0%
<i>di cui remote members</i>	6	4.3%	12	8.5%	16	9.9%	23	13.4%	30	19.9%

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

e IDEM (93, 66%). Sebbene in leggera flessione rispetto al 2001, anche la partecipazione al Mercato *After Hours* è molto intensa: l'81,7% degli operatori MTA e l'85,4% di quelli MCW partecipa anche al TAH (83,8% e 88,1 rispettivamente nel 2001), mentre il 79,5% degli aderenti al Nuovo Mercato opera anche sul comparto serale TAHnm (81,7% nel 2001).

Con riferimento alla localizzazione geografica del punto di accesso al mercato (tavola 11), il Testo Unico della Finanza, in accordo alla Direttiva Servizi di Investimento (Direttiva CE 93/22), riconosce la possibilità di ammettere ai mercati nazionali *remote members*, che accedono direttamente dall'estero, dove hanno sede operativa. Il numero di *remote members* ammessi, che rappresenta un indicatore del livello di internazionalizzazione del mercato, è in continua crescita dal 1998, anno in cui si è aperta questa possibilità per i mercati italiani. Infatti, se a fine 1998 il numero di *remote members* di limitava a 6 (2 banche e 4 imprese di investimento), a fine 2002 il loro numero si è quintuplicato raggiungendo quota 30 (14 banche, 14 imprese di investimento e 2 *locals*). Questa evoluzione conferma lo *standing* internazionale dei mercati di Borsa Italiana e il forte interesse da parte di intermediari e investitori esteri per gli strumenti finanziari italiani.

Nel 2002, nonostante la congiuntura non favorevole, è proseguita l'affermazione dell'*on-line trading*, con una crescente specializzazione dell'offerta da parte dei *brokers* italiani che hanno reso disponibili agli investitori *retail* evoluti servizi di accesso ai mercati sempre più sofisticati ed efficienti.

LE ATTIVITÀ DI SOSTEGNO ALLA 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 regola-

TAVOLA 12 - NUMERO DI INTERMEDIARI AMMESSI PER SINGOLO MERCATO

	fine 1998		fine 1999		fine 2000		fine 2001		fine 2002	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Totale operatori ammessi	138		142		152		157		141	
Borsa										
MTA	106	76.8%	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%
MCW ⁽¹⁾	-	-	-	-	107	70.4%	109	69.4%	96	68.1%
TAH ⁽²⁾	-	-	-	-	100	65.8%	109	69.4%	98	69.5%
MOT	94	68.1%	92	64.8%	98	64.5%	94	59.9%	77	54.6%
EuroMOT ⁽³⁾	-	-	-	-	30	19.7%	34	21.7%	33	23.4%
Nuovo Mercato										
Nuovo Mercato	-	-	103	72.5%	119	78.3%	126	80.3%	117	83.0%
TAHnm ⁽²⁾	-	-	-	-	96	63.2%	103	65.6%	93	66.0%
Mercato Ristretto										
	106	76.8%	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%
IDEM										
	90	65.2%	88	62.0%	98	64.5%	100	63.7%	93	66.0%

(1) MCW è stato costituito il 28 febbraio 2000 e, fino a tale data, i covered warrant sono rientrati nel contesto regolamentare del MTA.

(2) Il Mercato *After Hours* è operativo dal 15 maggio 2000.

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

menti 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, l'opzione sul Mib30, le opzioni su azioni e i *single stock futures*.

Nel corso degli anni molti intermediari hanno diversificato il proprio business aprendosi alle opportunità offerte dallo svolgimento della funzione di sostegno alla liquidità degli strumenti finanziari. I dati aggiornati a marzo 2003 mostrano come la progressiva *expertise* acquisita da parte degli intermediari abbia portato a una specializzazione nello svolgimento di questa funzione in capo a un numero più ridotto di intermediari rispetto al 2001. La flessione ha interessato in modo particolare i *market makers* sui covered warrant, per i quali le considerazioni relative alla razionalizzazione operativa hanno riguardato non solo il tipo di attività di *trading*, ma anche l'opportunità di emettere nuove serie di covered warrant. A fronte di 23 operatori *market makers* a fine 2001, 16 *market makers* erano presenti in marzo 2003, un numero comunque superiore a quelli degli anni precedenti (3 nel 1998, 8 nel 1999 e 15 nel 2000).

Con riferimento agli strumenti azionari, è il Nuovo Mercato ad aver assistito alla maggiore concentrazione della funzione di supporto alla liquidità: gli specialisti sono passati da 17 a fine 2001 (45 società) a 12 in marzo 2003 (44 società). Per i titoli STAR, a fronte di un aumento di società da 37 a fine 2001 a 40, l'attività di specialista si è concentrata su 12 intermediari (14 a fine 2001).

Dal 2001, l'EuroMOT non ha conosciuto variazioni né di numero (4) né di identità (Banca IMI, Caboto IntesaBCI, Mediobanca e UBM) degli operatori specialisti.

Per gli strumenti derivati azionari, la migrazione alla nuova piattaforma di negoziazione il 22 aprile 2002 ha permesso di diversificare gli operatori *market makers* tra *Primary Market Makers* (PMM), che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti inserendo ordini in via continuativa nel corso della seduta di negoziazione, e *Market Makers* (MM), che si impegnano a fornire liquidità incrementale al mercato rispondendo a richieste di quotazione provenienti da altri operatori (*request for quote*). Mentre per il miniFIB e i *single stock futures* è prevista la sola presenza di PMM, per l'opzione sul Mib30 e le opzioni su singole azioni possono essere presenti entrambe le figure di operatori. Sempre con aggiornamento marzo 2003, il numero complessivo di operatori *market makers* per i diversi contratti derivati è rimasto sostanzialmente invariato: per le opzioni su singole azioni, il numero è salito da 13 a fine 2001 a 14 (11 MM e 3 PMM), mentre per l'opzione sul Mib30 (13, distinti tra 2 MM e 11 PMM) e il miniFIB (3) è rimasto inalterato. Sui *single stock futures*, presenti nel *range* dei prodotti derivati dal 22 luglio 2002, sono presenti 2 operatori (Banca Nazionale del Lavoro e Caboto IntesaBCI) che coprono tutti i sottostanti (Caboto IntesaBCI non opera sul *futures* che ha come sottostante Banca Intesa, in quanto facente parte del medesimo gruppo bancario).

Considerando in modo particolare le *stock options*, gli intermediari che seguono il maggior numero di contratti sono: Caboto IntesaBCI (22), Timber Hill (21), Oddo Options (20), Société Generale (18), Goldman Sachs International (17) e BNP Paribas Arbitrage (16). Dal lato opposto, le *stock options* con il più elevato numero di *market makers* sono Eni (11), Tim (10), Telecom Italia (9), Generali (9), Enel (8) e Olivetti (8).
