

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). Gli intermediari possono essere distinti in funzione della loro natura giuridica, del tipo di attività svolta sul mercato e della localizzazione geografica del punto di accesso al mercato (Italia o estero). Con specifico riferimento a quest'ultimo punto, gli intermediari esteri possono appartenere a Paesi dell'Unione Europea o essere extracomunitari; inoltre, possono o meno prestare servizi di investimento nei confronti della clientela italiana. Dal punto di vista della natura giuridica, possono richiedere l'ammissione ai mercati di Borsa Italiana:

- agenti di cambio (solo per l'operatività in conto terzi);
- banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie;
- imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie;
- intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo Unico Bancario (solo per la negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari derivati),
- *locals* aventi sede legale in uno Stato dell'Unione Europea (solo per l'operatività in conto proprio),
- Poste Italiane Spa (con Dpr n. 144/2001, la società 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).

L'ammissione e la permanenza sui mercati di Borsa Italiana sono subordinate al rispetto, su base oggettiva e non discriminante, di requisiti professionali, organizzativi e tecnologici

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

Nel corso degli ultimi anni si sta assistendo a un trend discendente del numero totale di intermediari aderenti ai mercati: se dal 1998 al 2001 il numero di operatori aderenti ai mercati è salito da 138 a 157, nel 2002 è sceso a 141, per poi attestarsi su un livello di 128 a fine 2003 (tavola 17). Il calo è stato guidato da due principali fattori:

- la progressiva riduzione degli agenti di cambio, il cui numero è destinato a esaurirsi in quanto dal 1991, in accordo alla legge 1/1991 che ha avviato un processo di profondo cambiamento dell'attività di intermediari e mercati, è venuta meno la possibilità di nuova assunzione della qualifica;
- il processo di razionalizzazione della *sell side* del mercato che ha portato, da una parte, alla costituzione di gruppi societari, con la conseguente riduzione del numero di aderenti bancari (principalmente nel 2002) e imprese di investimento (principalmente nel 2003) e, dall'altra, alla riorganizzazione da parte degli intermediari internazionali dell'attività di *trading* concentrando in un'unica sede il punto di accesso al mercato.

La scomposizione degli intermediari per tipologia conferma il trend che caratterizza i mercati dal 1998. 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 2003 la loro incidenza ha superato la metà del totale, raggiungendo una percentuale del 50,8% (46,8% nel 2002). Le imprese di investimento rappresentano il 44,5% degli intermediari (45,4% nel 2002). Alla categoria dei *locals* aderenti ai mercati appartiene un solo intermediario (2 nel 2002) e gli agenti di cambio sono passati da 9 a 5.

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 18). Per il duplice effetto della riduzione del numero totale degli operatori e di un atteggiamento più selettivo da parte degli intermediari stessi per l'adesione ai mercati in cui sono effettivamente operativi, nel corso del 2003 si è ridotto il numero totale di operatori aderenti ai singoli mercati. L'EuroMOT ha mostrato un andamento in controtendenza e il numero totale di aderenti è salito da 33 a 36 (dal 23% al 28% sul totale).

A fine 2003, su un totale di 128 intermediari aderenti ai mercati di Borsa Italiana, 5 erano agenti di cambio, 65 banche, 57 imprese di investimento e 1 era un local

TAVOLA 17 - EVOLUZIONE DEL NUMERO DEGLI INTERMEDIARI AMMESSI AI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	fine 1999		fine 2000		fine 2001		fine 2002		fine 2003	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Agenti di cambio	28	19.7%	27	17.8%	18	11.5%	9	6.4%	5	3.9%
Banche	47	33.1%	57	37.5%	70	44.6%	66	46.8%	65	50.8%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	3	2.1%	7	4.6%	12	7.6%	14	9.9%	17	13.3%
Imprese di investimento	67	47.2%	67	44.1%	67	42.7%	64	45.4%	57	44.5%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	9	6.3%	8	5.3%	9	5.7%	14	9.9%	17	13.3%
Locals⁽²⁾	-	-	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%	1	0.8%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	-	-	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%	1	0.8%
Totali	142	100.0%	152	100.0%	157	100.0%	141	100.0%	128	100.0%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	12	8.5%	16	9.9%	23	13.4%	30	19.9%	35	26.6%

(1) Per operatori internazionali si intendono intermediari esteri aderenti ai mercati italiani e operativi direttamente dal Paese estero.

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

I mercati in cui si rileva la maggiore presenza di intermediari sono: Borsa-MTA e Mercato Expandi (104, pari all'81% del totale degli operatori ammessi); Nuovo Mercato (99, 77%); IDEM (82, 64%) e SeDeX (75, 59%). La partecipazione al Mercato *After Hours* si è mantenuta intensa: l'80,8% degli operatori MTA e l'82,3% di quelli SeDeX partecipa anche al TAH (81,7% e 85,4% rispettivamente nel 2002), mentre il 79,8% degli aderenti al Nuovo Mercato opera anche sul comparto serale TAHnm (79,5% nel 2002).

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 internazionali, che accedono direttamente dall'estero, dove hanno sede operativa.

Il numero di operatori internazionali ammessi, che rappresenta un indicatore rappresentativo 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 operatori internazionali si limitava a 6 (2 banche e 4 imprese di investimento), a fine 2003 il loro numero si è più che quintuplicato raggiungendo quota 35 (17 banche, 17 imprese di investimento e 1 *local*). 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.

I mercati più esposti verso l'estero in termini di operatori internazionali sono il Mercato Telematico Azionario, con 24 aderenti dall'estero (23% del totale di intermediari sul MTA) e l'IDEM, con una *membership* estera che rappresenta quasi un quarto del totale (20 operatori su un totale di 82).

TAVOLA 18 - NUMERO DI INTERMEDIARI AMMESSI PER SINGOLO MERCATO

	fine 1999		fine 2000		fine 2001		fine 2002		fine 2003	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Totale operatori ammessi	142		152		157		141		128	
Borsa										
MTA	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%	104	81.3%
SeDeX ⁽¹⁾	-	-	107	70.4%	109	69.4%	96	68.1%	75	58.6%
TAH ⁽²⁾	-	-	100	65.8%	109	69.4%	98	69.5%	84	65.6%
MOT	92	64.8%	98	64.5%	94	59.9%	77	54.6%	64	50.0%
EuroMOT ⁽³⁾	-	-	30	19.7%	34	21.7%	33	23.4%	36	28.1%
Nuovo Mercato										
Nuovo Mercato	103	72.5%	119	78.3%	126	80.3%	117	83.0%	99	77.3%
TAHnm ⁽²⁾	-	-	96	63.2%	103	65.6%	93	66.0%	79	61.7%
Mercato Expandi										
	118	83.1%	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%	104	81.3%
IDEM										
	88	62.0%	98	64.5%	100	63.7%	93	66.0%	82	64.1%

(1) SeDeX, *Securitised Derivatives Exchange*, è il nuovo nome con cui il Mercato dei Covered Warrant (MCW) viene identificato dal secondo trimestre 2004. La negoziazione di *securitised derivatives* (covered warrant e certificates) ha acquisito un contesto regolamentare autonomo dal 28 febbraio 2000. In precedenza il riferimento regolamentare era quello del MTA.

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

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

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 regolamenti dei mercati. In particolare, è richiesta la presenza di operatori specialisti per i titoli del Nuovo Mercato, del segmento STAR, del segmento MTF, del Mercato Expandi (su base volontaria), dell'EuroMOT e di SeDeX. Sono inoltre previsti *market makers* per i contratti derivati negoziati sull'IDEM, in particolare per il minifutures su indice, le opzioni su indice, i futures su azioni e le opzioni su azioni. I *market makers* sono previsti anche per i nuovi contratti derivati costruiti sull'indice S&P/MIB.

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. La progressiva *expertise* acquisita da alcuni operatori ha portato a una specializzazione nello svolgimento di questa funzione, con una conseguente maggiore concentrazione in capo ai soli intermediari che hanno inteso completare la propria offerta di prodotti con questo servizio.

Il rapporto tra emittente e specialista è comunque diverso a seconda della tipologia di strumento finanziario. In particolare, mentre per le azioni lo specialista non deve avere rapporti di natura societaria con l'emittente, per altri strumenti, quali in primo luogo *securitised derivatives* e gli *Exchange Traded Funds*, emittente e specialista devono coincidere, o essere strettamente collegati, al fine di avere a disposizione tutte le informazioni necessarie per il corretto *pricing* dello strumento.

- Su SeDeX il numero di specialisti si è attestato su un livello di 16 operatori a fine 2003, in corrispondenza di 2.594 emissioni facenti capo a 17 emittenti. Nel dicembre dell'anno precedente, erano operativi 18 specialisti su un totale di 3.571 emissioni e 19 emittenti (23 specialisti, 5.866 emissioni e 24 emittenti a fine 2001).
- Con riferimento ai titoli 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 occasione della revisione degli obblighi di mercato di marzo 2003 (44 società), per poi attestarsi a 11 in marzo 2004 (43 società). Dal marzo del 2003 al marzo del 2004, gli specialisti del segmento STAR sono invece cresciuti da 12 a 15, in corrispondenza di un numero di società salito da 40 a 42 (14 operatori su 37 società nel 2001). Per il Mercato Expandi, non si sono ancora verificati casi di società supportate dall'attività di uno specialista.
- Dal 2001, l'EuroMOT non ha conosciuto variazioni né di numero né di identità (Banca IMI, Banca Caboto, Mediobanca e UBM) dei 4 operatori specialisti.
- Sul Mercato Telematico dei Fondi, concentrando l'attenzione sulla componente ETF, gli specialisti sono passati da 3 nel 2002 (su 8 strumenti) a 4 nel 2003 (su 13 strumenti).
- Per gli strumenti derivati azionari, gli operatori *market makers* si distinguono 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 futures su azioni 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. A fine dicembre 2003, il numero complessivo di operatori *market makers* per i diversi contratti derivati è rimasto invariato rispetto al 2002: 14 (12 MM e 2 PMM) per le opzioni su singole azioni, 13 per l'opzione sul Mib30 (distinti tra 2 MM e 11 PMM) e 3 per il miniFIB. Sui futures su azioni, inclusi nel *range* dei prodotti derivati dal 22 luglio 2002, i 2 operatori presenti nel 2002 (Banca Nazionale del Lavoro e Banca Caboto) si sono confermati anche nel 2003, coprendo tutti i sottostanti (Banca Caboto non opera sul futures che ha come sottostante Banca Intesa, in quanto facente parte del medesimo gruppo bancario).

Considerando in modo particolare le opzioni su azioni, gli intermediari che seguono il maggior numero di contratti sono: Banca Caboto (21), Timber Hill (20), Société Générale (17), BNP Paribas Arbitrage (15), UBS Limited (12) e, a pari merito, Oddo Options e Tradinglab (10). Le opzioni con il più elevato numero di *market makers* sono quelle su Eni (11), Tim (10), Telecom Italia (9), Generali (9), Enel (8) e Olivetti (8).

L'OPERATIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI

L'analisi dell'evoluzione delle quote di mercato e del livello di concentrazione dei diversi mercati è in grado di fornire interessanti elementi sulla struttura della *securities industry* italiana e sul crescente grado di internazionalizzazione del mercato borsistico.

La tavola 19 riporta, distinti per anno, mercati e tipologia di strumento finanziario, le quote dei primi tre, cinque, dieci e venti intermediari per controvalore negoziato, 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). La parallela analisi focalizzata sul numero di contratti negoziati porta - con limitate eccezioni relative ai titoli di Stato e alle opzioni dell'IDEM - a un quadro analogo.

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

- nel 2003 la concentrazione sui principali operatori è cresciuta leggermente, in controtendenza con la flessione che aveva caratterizzato il periodo 1999-2001: con riferimento al controvalore negoziato sul totale dei mercati di Borsa Italiana, le quote dei primi 3, 5, 10 e 20 intermediari arrivano al 18%, 27%, 45% e 67% 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 *securitised derivatives*, obbligazioni EuroMOT, miniFIB e opzioni su indice e su azioni (strumenti in cui è rilevante il ruolo dei *market makers*); fa parzialmente eccezione a questa logica il comportamento dei titoli di Stato del MOT, interessati di recente da una netta crescita del livello di concentrazione;
- ai primi tre operatori per controvalore di ogni comparto (non sempre coincidenti) spetta una quota di mercato che varia tra il 16% (azioni Borsa) e il 56% (miniFIB); il quadro è sostanzialmente analogo focalizzando l'analisi sulla distribuzione del numero di transazioni, dove i dati variano tra il 18% e il 56%;

- i venti maggiori operatori per controvalore di ogni comparto ricoprono una quota che oscilla tra il 67% (azioni Borsa, stesso livello per il numero di transazioni) e il 96% (miniFIB e futures su azioni, stesso livelli 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 la sola eccezione delle obbligazioni dell'EuroMOT, risulta in crescita rispetto agli anni precedenti.

Il confronto con i dati degli anni precedenti e con analoghe analisi effettuate in passato evidenzia come alla riduzione del grado di concentrazione che aveva caratterizzato la crescita dei volumi di negoziazione, proseguita fino al 2001, sia subentrata una fase di consolidamento dei livelli raggiunti o di inversione del trend. Nel dettaglio, la concentrazione è in leggera crescita o stabile per quasi tutti gli strumenti, fatta eccezione per EuroMOT (dove peraltro si situa su livelli ancora elevati) e per i futures su Mib30. Il peso relativo degli operatori internazionali collegati dalle sedi estere appare in decisa crescita, a testimonianza della progressiva internazionalizzazione del mercato borsistico italiano. La loro quota di mercato è inoltre signi-

TAVOLA 19 - CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE SUI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	AZIONI BORSA				AZIONI NM				SECURITISED DERIVATIVES			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
primi 3	19.1%	16.2%	15.6%	16.2%	20.0%	20.3%	21.2%	24.1%	39.7%	38.5%	44.0%	49.9%
primi 5	28.5%	24.8%	23.6%	25.8%	30.5%	30.3%	31.1%	33.9%	51.8%	53.0%	55.2%	60.7%
primi 10	44.0%	41.4%	41.3%	44.0%	47.0%	47.8%	52.4%	54.4%	67.4%	71.9%	72.3%	79.6%
primi 20	67.0%	66.8%	67.3%	67.1%	69.1%	67.4%	75.2%	78.2%	83.2%	86.9%	87.4%	93.3%
concentrazione	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%	7.8%	7.3%	9.3%	10.7%

	TAH				TITOLI DI STATO				OBBLIGAZIONI MOT			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
primi 3	38.9%	26.9%	25.5%	30.8%	34.4%	41.1%	43.2%	43.2%	30.4%	29.5%	32.9%	32.5%
primi 5	50.5%	36.5%	36.9%	41.5%	45.0%	49.3%	52.2%	53.1%	44.2%	40.6%	44.6%	45.3%
primi 10	64.8%	56.1%	58.2%	63.1%	63.9%	64.8%	70.1%	72.3%	64.6%	60.6%	62.3%	64.7%
primi 20	81.9%	76.8%	79.7%	85.5%	85.3%	83.1%	86.4%	89.0%	84.5%	82.1%	80.3%	83.8%
concentrazione	7.0%	4.6%	4.4%	5.6%	6.7%	8.3%	9.1%	9.1%	5.6%	5.4%	5.7%	5.9%

	OBBLIGAZIONI EUROMOT				FUTURES su MIB 30				miniFIB			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
primi 3	47.5%	40.2%	28.9%	29.0%	28.1%	24.9%	....	58.6%	55.9%	55.6%
primi 5	63.7%	58.6%	38.2%	38.6%	38.5%	37.5%	....	67.3%	73.7%	72.4%
primi 10	85.5%	79.6%	55.6%	52.4%	57.9%	59.4%	....	79.8%	87.5%	88.9%
primi 20	97.8%	95.3%	76.9%	71.1%	76.7%	81.5%	....	91.9%	94.4%	95.9%
concentrazione	10.2%	8.6%	5.6%	4.4%	4.6%	4.5%	....	13.3%	13.2%	13.7%

	OPZIONI MIB30				OPZIONI SU AZIONI				TOTALE IDEM			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
primi 3	25.5%	30.2%	29.9%	34.0%	31.8%	31.0%	27.4%	31.4%	22.6%	25.2%	24.3%	20.6%
primi 5	40.8%	41.2%	41.2%	46.2%	48.2%	47.2%	40.8%	45.1%	33.1%	34.4%	33.0%	31.3%
primi 10	61.8%	61.0%	62.5%	68.4%	72.9%	69.8%	67.6%	67.1%	53.1%	50.3%	52.6%	53.2%
primi 20	80.1%	80.8%	82.1%	87.4%	90.3%	87.9%	86.2%	86.2%	76.1%	70.2%	73.5%	80.6%
concentrazione	6.7%	5.1%	5.2%	6.4%	6.6%	6.1%	5.5%	5.8%	4.7%	3.8%	3.8%	3.9%

ficativamente più elevata quando riferita al controvalore, evidenziando un'operatività su *sizes* unitarie superiori alla media, tipica della natura professionale che li caratterizza. La loro operatività varia sensibilmente a seconda di mercati e strumenti finanziari, passando da livelli intorno al 43% per gli scambi di opzioni su indice (40% nel 2002) a situazioni di incidenza pressoché nulla come nel caso del MOT. Più nel dettaglio, gli operatori internazionali hanno raggiunto una quota del 19% degli scambi azionari del mercato principale (15% in termini di contratti, a fronte di dati del 14% e del 10% nel 2002), del 20% per SeDeX (16% in termini di contratti, situazione stabile rispetto all'anno precedente) e del 25% per i derivati dell'Idem (17% in termini di numero di transazioni, a fronte di dati del 21% e del 15% nel 2002). Utilizzando un'ottica complementare, quest'analisi indica come gli intermediari di matrice estera operino prevalentemente per conto di una clientela professionale, e come pertanto il forte sviluppo del *retail* realizzato negli ultimi anni sia ancora 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 maggiore omogeneità della composizione del livello di operatività - derivante anche dai processi di integrazione in atto nella *securities industry* e dalla riduzione del numero complessivo di operatori - è stata accompagnata da chiari segnali verso una tendenza alla specializzazione - non a caso l'indicatore di concentrazione sull'insieme dei mercati è più basso di quello dei singoli comparti - tanto verso i diversi segmenti di mercato quanto verso la prestazioni 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* (*after hours*, miniFIB). Nel MOT pare inoltre confermata una chiara tendenza alla specializzazione da parte di alcuni intermediari.