
L'attività di Intermediazione su strumenti finanziari

Sulla base di criteri oggettivi e non discriminanti, Borsa Italiana ammette alle negoziazioni intermediari che rispettano specifici requisiti professionali, organizzativi e tecnologici definiti con l'obiettivo di assicurare le migliori condizioni per il regolare funzionamento del mercato.

In accordo ai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana e alle previsioni del Testo Unico della Finanza (Dlgs 58/98) possono richiedere l'ammissione:

- 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).

Gli intermediari ammessi possono essere classificati in base alla localizzazione geografica e al tipo di attività svolta sul mercato.

- In aggiunta alla più generica distinzione tra intermediari nazionali ed esteri in base alla sede di origine, se l'attività di negoziazione viene svolta direttamente da un Paese estero, l'operatore viene qualificato come operatore internazionale. Il numero di operatori internazionali aderenti al mercato è una misura del grado di internazionalizzazione raggiunto dai mercati di Borsa Italiana.
- Con riferimento all'attività di negoziazione, tutti 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 sono in vigore precise regole di priorità di esecuzione degli ordini, primaria di prezzo e secondaria di tempo. Per alcuni mercati e strumenti, Borsa Italiana prevede inoltre la presenza di operatori che si impegnano a sostenere la liquidità dei titoli sui cui operano in qualità di specialisti.

L'EVOLUZIONE DEL NUMERO DI INTERMEDIARI

Dall'anno della privatizzazione, il numero totale di intermediari aderenti ai mercati di Borsa Italiana ha conosciuto due diverse tendenze che sembrano essersi assestate nel corso dell'anno 2004 (tavola 15):

- dal 1998 al 2001 si è assistito a un aumento degli aderenti, passati dai 138 del 1998 ai 157 del 2001, principalmente grazie alla crescita del numero di operatori bancari;
- dal 2001 al 2003, al progressivo esaurimento del numero di agenti di cambio, si è aggiunto un processo di razionalizzazione della *sell side* 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;
- Il 2004, con 13 nuove adesioni ai mercati, si è chiuso con un numero complessivo di 128 intermediari, livello invariato rispetto al 2003.

A fine 2004, su un totale di 128 intermediari aderenti ai mercati di Borsa Italiana, 4 erano agenti di cambio, 66 banche, 56 imprese di investimento e 2 locals

La scomposizione degli intermediari per tipologia conferma la ripartizione del 2003. Le banche sono rimaste la categoria più rappresentata, passando da 65 nel 2003 (pari al 50,8% degli aderenti totali) a 66 nel 2004 (pari al 51,6% degli aderenti totali). Il numero di imprese di investimento è passato da 57 nel 2003 (pari al 44,5% degli aderenti totali) a 56 nel 2004 (pari al 43,8% degli aderenti totali). I *locals* aderenti ai mercati sono aumentati di una unità, ritornando al numero di due di fine 2002. Gli agenti di cambio sono passati da cinque a quattro.

La flessibilità operativa e regolamentare dei mercati di Borsa Italiana offre agli intermediari la possibilità di accedere ai singoli mercati in cui sono interessati a negoziare (tavola 16). Il processo di razionalizzazione della *sell side* è evidenziato anche dall'approccio selettivo ai singoli

TAVOLA 15 - EVOLUZIONE DEL NUMERO DEGLI INTERMEDIARI AMMESSI AI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	fine 2000		fine 2001		fine 2002		fine 2003		fine 2004	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Agenti di cambio	27	17.8%	18	11.5%	9	6.4%	5	3.9%	4	3.1%
Banche	57	37.5%	70	44.6%	66	46.8%	65	50.8%	66	51.6%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	7	4.6%	12	7.6%	14	9.9%	17	13.3%	17	13.3%
Imprese di investimento	67	44.1%	67	42.7%	64	45.4%	57	44.5%	56	43.8%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	8	5.3%	9	5.7%	14	9.9%	17	13.3%	21	16.4%
Locals⁽²⁾	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%	1	0.8%	2	1.6%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	1	0.7%	2	1.3%	2	1.4%	1	0.8%	2	1.6%
Totali	152	100.0%	157	100.0%	141	100.0%	128	100.0%	128	100.0%
di cui operatori internazionali ⁽¹⁾	16	10.5%	23	14.6%	30	21.3%	35	27.3%	40	31.3%

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

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

contesti di negoziazione che si è affermato nel corso degli anni. Questa tendenza non ha coinvolto l'EuroMOT, il cui numero di aderenti è cresciuto di sei unità dal 2000 (anno della sua nascita) al 2004, fino a un livello di 36 che ha confermato la numerosità del 2003.

A fine 2004, i mercati in cui si è rilevata la maggiore presenza di intermediari sono stati: Borsa-MTA e Mercato Expandi (100, pari al 78,1% del totale degli operatori ammessi); Nuovo Mercato (94, pari al 73,4% del totale); IDEM (75, pari al 58,6% del totale) e SeDeX (66, pari al 51,6% del totale). La partecipazione al Mercato *After Hours* è cresciuta: l'82,0% degli operatori MTA (80,8% nel 2003) e il 90,9% di quelli SeDeX (89,3% nel 2003) partecipava anche al TAH, mentre la partecipazione al comparto serale TAHnm degli aderenti al Nuovo Mercato è passata dal 79,8% del 2003 al 78,7% del 2004.

Con riferimento alla localizzazione geografica del punto di accesso al mercato, la normativa italiana, in linea con le direttive europee, 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 ha confermato, anche nel 2004, la sua continua crescita. Infatti, se a fine 1998 il numero di operatori internazionali si limitava a 6 (2 banche e 4 imprese di investimento), a fine 2004 il loro numero ha raggiunto quota 40 (17 banche, 21 imprese di investimento e 2 *locals*), aumentando del 566% rispetto al 1998 e del 14% rispetto al 2003. 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.

A fine 2004, sui mercati di Borsa Italiana erano ammessi alla negoziazione 40 operatori internazionali, pari al 31,3% del totale degli intermediari aderenti ai mercati

TAVOLA 16 - NUMERO DI INTERMEDIARI AMMESSI PER SINGOLO MERCATO

	fine 2000		fine 2001		fine 2002		fine 2003		fine 2004	
	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot	Numero	% tot
Totale operatori ammessi	152		157		141		128		128	
Borsa										
MTA	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%	104	81.3%	100	78.1%
SeDeX ⁽¹⁾	107	70.4%	109	69.4%	96	68.1%	75	58.6%	66	51.6%
TAH ⁽²⁾	100	65.8%	109	69.4%	98	69.5%	84	65.6%	82	64.1%
MOT	98	64.5%	94	59.9%	77	54.6%	64	50.0%	61	47.7%
EuroMOT ⁽³⁾	30	19.7%	34	21.7%	33	23.4%	36	28.1%	36	28.1%
Nuovo Mercato										
Nuovo Mercato	119	78.3%	126	80.3%	117	83.0%	99	77.3%	94	73.4%
TAHnm ⁽²⁾	96	63.2%	103	65.6%	93	66.0%	79	61.7%	74	57.8%
Mercato Expandi										
	123	80.9%	130	82.8%	120	85.1%	104	81.3%	100	78.1%
IDEM										
	98	64.5%	100	63.7%	93	66.0%	82	64.1%	75	58.6%

(1) La negoziazione di *securitised derivatives* (in particolare, *covered warrant* e *certificates*) ha acquisito un proprio contesto regolamentare dal 28 febbraio del 2000. Prima di tale data, 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.

La crescita del numero di operatori esteri è confermata anche a livello di singoli mercati; i dati a fine 2004 evidenziano una partecipazione crescente degli operatori internazionali:

- per i mercati azionari: 28 operatori internazionali sul MTA, pari al 28% del totale degli intermediari sullo stesso mercato (24 aderenti pari al 23% nel 2003); 24 sul TAH, pari 29% del totale (20 aderenti pari al 24% nel 2003), 23 sul NM, che rappresentano il 24% del totale (20 aderenti pari al 20% nel 2003) e 19 sul TAHnm, corrispondenti al 26% del totale degli intermediari sul TAHnm (16 aderenti pari al 20% nel 2003);
- per l'IDEM: 22 operatori internazionali, che rappresentano il 29% del totale (20 aderenti pari al 24% nel 2003);
- per SeDeX: 11 operatori internazionali, il 17% del totale (10 aderenti pari al 13% nel 2003).

LE ATTIVITÀ DI SOSTEGNO ALLA LIQUIDITÀ

L'attività di sostegno alla liquidità si sostanzia in un impegno a esporre proposte di negoziazione in acquisto e in vendita sul mercato, 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, dell'EuroMOT e di SeDeX. Sul Mercato Expandi e sul MTA è prevista la presenza di specialisti su base volontaria e su richiesta degli emittenti. Per Expandi, la nomina dello specialista rende possibile l'accesso alla classe 1 del mercato. Per MTA, gli strumenti per i quali è facoltativa la presenza di specialisti, sono gli strumenti azionari del segmento *blue-chips* (escluse le azioni componenti l'indice S&P/MIB) e le classi 1 e 2 del segmento ordinario. Analogamente a Expandi, se supportato dalla presenza di uno specialista, un titolo della classe 2 può accedere alla classe 1. Anche per l'IDEM sono presenti particolari figure di specialista: *Primary Market Makers* (PMMs), *Market Makers* (MMs), *Primary Specialisti* (S-PMMs) e *Specialisti* (S-MMs); gli specialisti si differenziano dai *market makers* in quanto inseriscono ordini provenienti da un altro intermediario dello stesso gruppo.

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 i *securitised derivatives* e gli *Exchange Traded Funds*, emittente e specialista devono coincidere, o essere strettamente collegati, al fine di avere a disposizione le informazioni e gli strumenti necessari per un efficace svolgimento della funzione di supporto alla liquidità.

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 attività, con una conseguente concentrazione in capo agli intermediari che hanno inteso completare la propria offerta di prodotti con questo servizio.

- Sui mercati azionari il numero degli operatori specialisti a fine 2004 si è sostanzialmente assestato sui livelli dell'anno precedente. Il Nuovo Mercato ha confermato il numero di 11 specialisti e gli intermediari con il maggior numero di azioni seguite sono stati Twice Sim (8) e Banca Caboto (7). Il segmento STAR, su un totale di 46 società quotate, presenta 13 specialisti a fine 2004, una unità in meno rispetto al 2003 (40 società); gli intermediari

con il maggior numero di azioni seguite sono stati UBM (10) e Banca Akros (6). Anche il mercato Expandi inizia a riconoscere l'utilità di un operatore specialista e, dal 5 novembre 2004 è stata trasferita la prima società dalla classe 2 alla classe 1 del mercato Expandi per effetto della nomina di UBM come operatore specialista da parte dell'emittente Innotech.

- Su SeDeX il numero di specialisti si è attestato su un livello di 14 operatori a fine 2004, in corrispondenza di 3.021 emissioni facenti capo a 15 emittenti. Nel dicembre dell'anno precedente, erano operativi 16 specialisti su un totale di 2.594 emissioni e 17 emittenti.
- Nel corso del 2004 il numero di specialisti, presenti sull'EuroMOT, è cresciuto di una unità, passando da quattro a cinque. Agli specialisti già presenti (Banca Caboto, Banca IMI, Mediobanca e UBM), si è aggiunta Nuovi Investimenti Sim.
- Sul Mercato Telematico dei Fondi la crescita del numero di specialisti è strettamente collegata all'ampliamento del listino. Con riferimento agli ETFs, il numero di specialisti è passato da 4 su 13 strumenti nel 2003 a 5 su 20 strumenti nel 2004 (3 su 8 strumenti nel 2002); gli intermediari con il maggior numero di ETFs seguiti sono stati Société Générale (8) e Merrill Lynch (7). Per i fondi chiusi, il numero di specialisti è passato da 10 su 14 strumenti nel 2003 a 11 su 18 strumenti nel 2004 (9 su 11 strumenti nel 2002); gli intermediari con il maggior numero di fondi chiusi seguiti sono stati Banca Caboto (5) e Banca Aletti (4).
- Per gli strumenti derivati azionari, gli operatori *market makers* si distinguono tra PMMs, che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti inserendo ordini in via continuativa nel corso della seduta di negoziazione, e MMs, che si impegnano a fornire liquidità incrementale al mercato rispondendo a richieste di quotazione provenienti da altri operatori (*request for quote*); un'analoga classificazione è in vigore per la nuova categoria di operatori specialisti distinta in S-PMMs e S-MMs. Mentre per i futures e i mini-futures su S&P/MIB e i futures su azioni è prevista la sola presenza di operatori di tipo *primary*, per l'opzione su S&P/MIB e per le opzioni su singole azioni possono essere presenti entrambe le tipologie di operatori. Nel dettaglio, il confronto tra 2003 e 2004 in termini di presenza di questi operatori sui diversi contratti IDEM è così strutturato:
 - ◆ opzioni su singole azioni: il numero complessivo di operatori di tipo *primary* è passato da 2 nel 2003 a 5 nel 2004 (4 PMMs e un S-PMM), mentre i MMs sono passati da 12 a 7;
 - ◆ opzione su indice S&P/MIB: il numero complessivo di operatori a sostegno della liquidità è passato da 13 a 12 (2 MMs, 9 PMMs e 1 S-PMM);
 - ◆ futures su azioni: il numero di PMMs è cresciuto di una unità e ciascuno dei tre operatori presenti (Banca Aletti, Banca Caboto e BNL) ha supportato 26 dei 27 futures su azioni presenti a fine dicembre 2004 (un PMM non può svolgere questa funzione sui futures aventi come sottostante azioni della propria società o azioni di società del gruppo). Con i nuovi contratti futures ammessi in febbraio e aprile 2005, il numero totale di contratti futures su singole azioni è salito a 35 e Banca Aletti e Banca Caboto hanno esteso la propria funzione su tutti i contratti, con la sola esclusione di quelli costruiti sulle azioni del gruppo di appartenenza (Banca Popolare di Verona e Banca Intesa, rispettivamente), mentre BNL l'ha estesa su 31 strumenti;
 - ◆ mini-futures su indice S&P/MIB: il numero di PMMs è passato da 3 a 5;
 - ◆ futures su indice S&P/MIB: un solo operatore PMM.

L'OPERATIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI

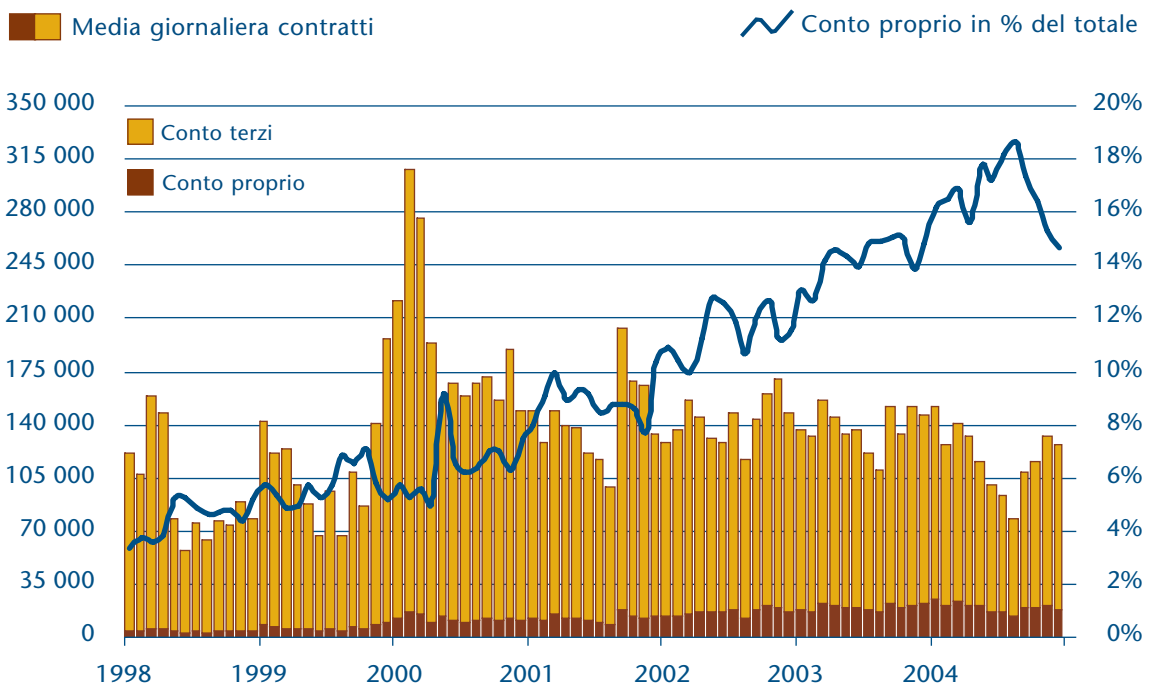
Sotto il profilo della composizione dell'attività di negoziazione secondo la tipologia di operatività degli intermediari, il 2004 ha visto proseguire il trend della crescita della quota riferita alle negoziazioni in conto proprio, anche nei comparti non caratterizzati dalla presenza di operatori specialisti e *market makers*.

I grafici 21 e 22, relativi alla fase diurna degli scambi di azioni di Borsa-MTA, evidenziano come il fenomeno sia in crescita costante dal 1998 e come nella fase centrale del 2004 si sia assistito a una sua rapida accelerazione, che ha portato il dato annuo dal 14,3% al 16,6% dei contratti negoziati e dal 24,0% al 26,6% del controvalore. La forte differenza tra le due grandezze segnala inoltre come l'operatività in conto proprio - di natura spiccatamente professionale - sia caratterizzata da una dimensione unitaria dei contratti nettamente più elevata di quella dell'operatività per conto terzi. Un fenomeno parallelo, per quanto posizionato su livelli inferiori, ha caratterizzato l'attività di negoziazione del Nuovo Mercato (dal 4,3% al 5,5% i contratti; dal 6,0% al 9,3% il controvalore) e quella delle negoziazioni *after hours*. Rispetto al passato, il 2004 si distingue per la forte crescita nei mesi estivi (che ha portato a superare la soglia del 30% per il controvalore) e per la successiva flessione che ha riportato gli indicatori sui livelli di inizio anno.

Alla base della progressiva crescita dell'operatività in conto proprio possono essere individuate tre tendenze:

- l'effetto indiretto della riduzione della partecipazione della clientela istituzionale e, soprattutto, *retail*;

GRAFICO 21 - SCAMBI DI AZIONI - CONTRATTI (BORSA, FASE DIURNA)



- la progressiva maturazione delle tecniche operative degli intermediari italiani, in passato prevalentemente focalizzati sul brokeraggio puro;
- la crescente partecipazione alle negoziazioni di intermediari esteri, storicamente caratterizzati da notevole *expertise* nell'operatività in conto proprio.

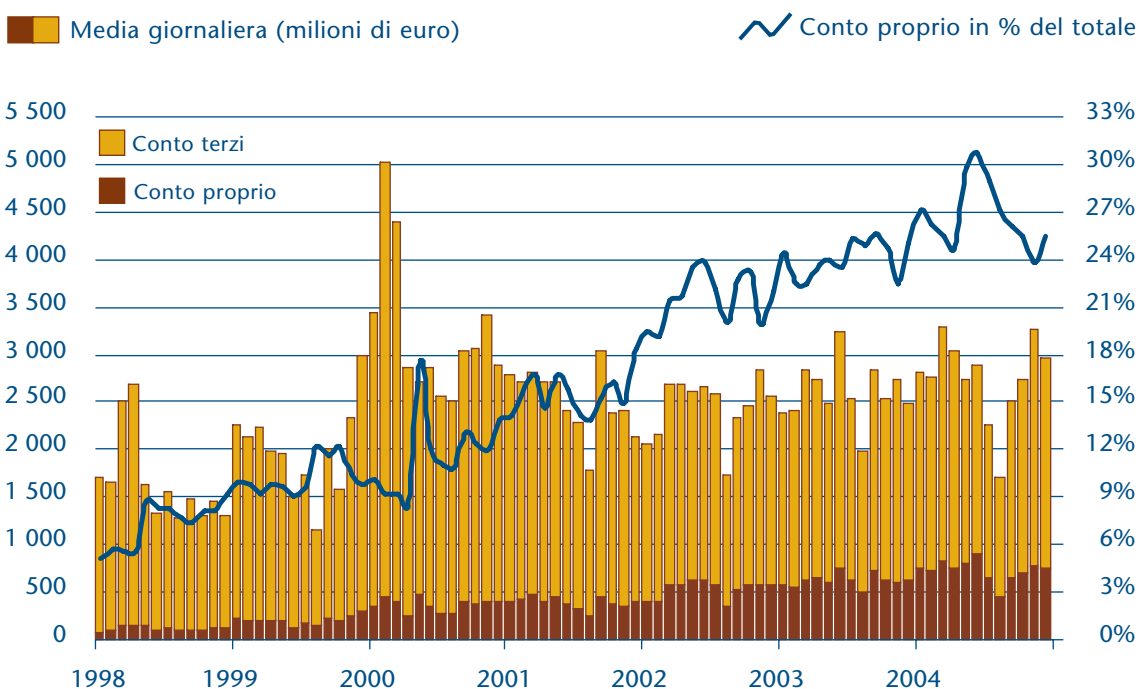
L'analisi dell'evoluzione delle quote di mercato e del livello di concentrazione dei diversi mercati è in grado di fornire interessanti elementi sulla struttura della *securities industry* italiana e sul crescente grado di internazionalizzazione del mercato borsistico.

La tavola 17 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 eccezioni, di importo comunque limitato, relative all'IDEM - a un quadro analogo.

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

- nel 2004 il grado di concentrazione sui principali operatori è cresciuto, accelerando la tendenza affermata l'anno precedente dopo 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 19,0%, 29,4%, 46,3% e 67,8% del totale;
- il grado di concentrazione è più contenuto per gli scambi di strumenti finanziari tradizionali e negoziati su mercati dalla forte caratterizzazione *order driven* quali azioni e futures

GRAFICO 22 - SCAMBI DI AZIONI - CONTROVALORE (BORSA, FASE DIURNA)



su indice, mentre risulta più elevato per *securitised derivatives*, obbligazioni EuroMOT, mini-futures, opzioni su indice e derivati 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, caratterizzati da un livello di concentrazione elevato;

- ai primi 3 operatori per controvalore di ogni comparto (non sempre coincidenti) spetta una quota di mercato che varia tra il 21% (azioni Borsa) e il 53% (*securitised derivatives* e mini-futures su indice); il quadro è analogo se si focalizza l'analisi sulla distribuzione del numero di transazioni, dove i dati variano tra il 19% e il 55%;
- i 20 maggiori operatori per controvalore di ogni comparto ricoprono una quota che oscilla tra il 71% (azioni Borsa, stesso livello per il numero di transazioni) e il 96% (mini-futures e futures su azioni, livelli analoghi 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 di futures e opzioni su azioni, risulta in apprezzabile 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 e di successiva inversione del trend. Nel dettaglio, la concentrazione è in leggera crescita o stabile per quasi tutti gli strumenti, fatta eccezione per mini-futures su indice e futures e opzioni su azioni (peraltro nei primi due casi si posiziona ancora su livelli elevati).

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 significativamente 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 41% per gli scambi di opzioni su indice a situazioni di incidenza pressoché nulla come nel caso del MOT. Più nel dettaglio, gli operatori internazionali hanno raggiunto una quota del 19,5% degli scambi azionari (14,7% in termini di contratti, a fronte di dati del 19,1% e del 13,2% nel 2003), del 17,1% per SeDeX (20,1% in termini di contratti, con una ricomposizione rispetto ai livelli di 20,2% e 16,5% dell'anno precedente) e del 28,0% per i derivati dell'IDEM (20,6% in termini di numero di transazioni, a fronte di dati del 24,6% e del 17,1% nel 2003). La presenza di dati crescenti e posizionati su livelli superiori nelle analisi riferite ai soli scambi in conto proprio (dove gli operatori internazionali raggiungono il 46,7% del controvalore azionario e il 41,8% di quello dell'IDEM) rappresenta un'ulteriore conferma dell'ampio grado di internazionalizzazione raggiunto dai mercati di Borsa Italiana.

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.

TAVOLA 17 - CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE SUI MERCATI DI BORSA ITALIANA

	AZIONI BORSA					AZIONI NUOVO MERCATO				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	19.1%	16.2%	15.6%	16.2%	20.9%	20.0%	20.3%	21.2%	24.1%	25.6%
primi 5	28.5%	24.8%	23.6%	25.8%	30.2%	30.5%	30.3%	31.1%	33.9%	36.4%
primi 10	44.0%	41.4%	41.3%	44.0%	48.1%	47.0%	47.8%	52.4%	54.4%	57.4%
primi 20	67.0%	66.8%	67.3%	67.1%	71.4%	69.1%	67.4%	75.2%	78.2%	80.3%
concentrazione	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%	3.4%	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%	4.6%

	SECURITISED DERIVATIVES					AFTER HOURS				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	39.7%	38.5%	44.0%	49.9%	52.7%	38.9%	26.9%	25.5%	30.8%	39.2%
primi 5	51.8%	53.0%	55.2%	60.7%	63.7%	50.5%	36.5%	36.9%	41.5%	50.4%
primi 10	67.4%	71.9%	72.3%	79.6%	78.8%	64.8%	56.1%	58.2%	63.1%	65.5%
primi 20	83.2%	86.9%	87.4%	93.3%	95.1%	81.9%	76.8%	79.7%	85.5%	84.2%
concentrazione	7.8%	7.3%	9.3%	10.7%	11.8%	7.0%	4.6%	4.4%	5.6%	7.2%

	TITOLI DI STATO					OBBLIGAZIONI MOT				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	34.4%	41.1%	43.2%	43.2%	43.3%	30.4%	29.5%	32.9%	32.5%	32.2%
primi 5	45.0%	49.3%	52.2%	53.1%	55.0%	44.2%	40.6%	44.6%	45.3%	45.9%
primi 10	63.9%	64.8%	70.1%	72.3%	71.7%	64.6%	60.6%	62.3%	64.7%	66.5%
primi 20	85.3%	83.1%	86.4%	89.0%	88.3%	84.5%	82.1%	80.3%	83.8%	86.5%
concentrazione	6.7%	8.3%	9.1%	9.1%	9.7%	5.6%	5.4%	5.7%	5.9%	6.2%

	OBBLIGAZIONI EUROMOT					FUTURES SU INDICE				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	47.5%	40.2%	39.6%	28.9%	29.0%	28.1%	24.9%	29.8%
primi 5	63.7%	58.6%	62.2%	38.2%	38.6%	38.5%	37.5%	42.0%
primi 10	85.5%	79.6%	81.5%	55.6%	52.4%	57.9%	59.4%	61.7%
primi 20	97.8%	95.3%	95.9%	76.9%	71.1%	76.7%	81.5%	84.6%
concentrazione	10.2%	8.6%	8.9%	5.6%	4.4%	4.6%	4.5%	5.2%

	MINI-FUTURES SU INDICE					OPZIONE SU INDICE				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	58.6%	55.9%	55.6%	53.2%	25.5%	30.2%	29.9%	34.0%	40.3%
primi 5	67.3%	73.7%	72.4%	68.4%	40.8%	41.2%	41.2%	46.2%	51.2%
primi 10	79.8%	87.5%	88.9%	85.9%	61.8%	61.0%	62.5%	68.4%	69.1%
primi 20	91.9%	94.4%	95.9%	95.7%	80.1%	80.8%	82.1%	87.4%	88.4%
concentrazione	13.3%	13.2%	13.7%	12.7%	6.7%	5.1%	5.2%	6.4%	7.6%

	FUTURES SU AZIONI					OPZIONI SU AZIONI				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	45.8%	38.2%	31.8%	31.0%	27.4%	31.4%	28.5%
primi 5	63.1%	55.9%	48.2%	47.2%	40.8%	45.1%	40.3%
primi 10	82.7%	80.8%	72.9%	69.8%	67.6%	67.1%	61.8%
primi 20	96.1%	95.5%	90.3%	87.9%	86.2%	86.2%	83.6%
concentrazione	10.7%	8.2%	6.6%	6.1%	5.5%	5.8%	5.0%

	TOTALE IDEM				
	2000	2001	2002	2003	2004
primi 3	22.6%	25.2%	24.3%	20.6%	22.4%
primi 5	33.1%	34.4%	33.0%	31.3%	34.2%
primi 10	53.1%	50.3%	52.6%	53.2%	55.5%
primi 20	76.1%	70.2%	73.5%	80.6%	80.2%
concentrazione	4.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%