

# L' Intermediazione Mobiliare tra MIFID e Dodd Frank

22 ottobre 2013

Economia e Gestione degli  
Intermediari Finanziari

**Eugenio Namor**

[eugenio.namor@gmail.com](mailto:eugenio.namor@gmail.com)

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# I temi della lezione

- Riferimenti Bibliografici

- *Economia degli intermediari finanziari*, L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, McGraw-Hill 2010. Cap VIII e Cap XIV
- DL 24 febbraio 1998, n.58 Testo Unico della Finanza (T.U.F)
- CONSOB, *Relazione per l'anno 2012*. Marzo 2013

# I temi della lezione

- **Tipi di intermediari finanziari**
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# Tipi di intermediari finanziari

Nella prima lezione avevamo definito due tipi principali di intermediari finanziari:

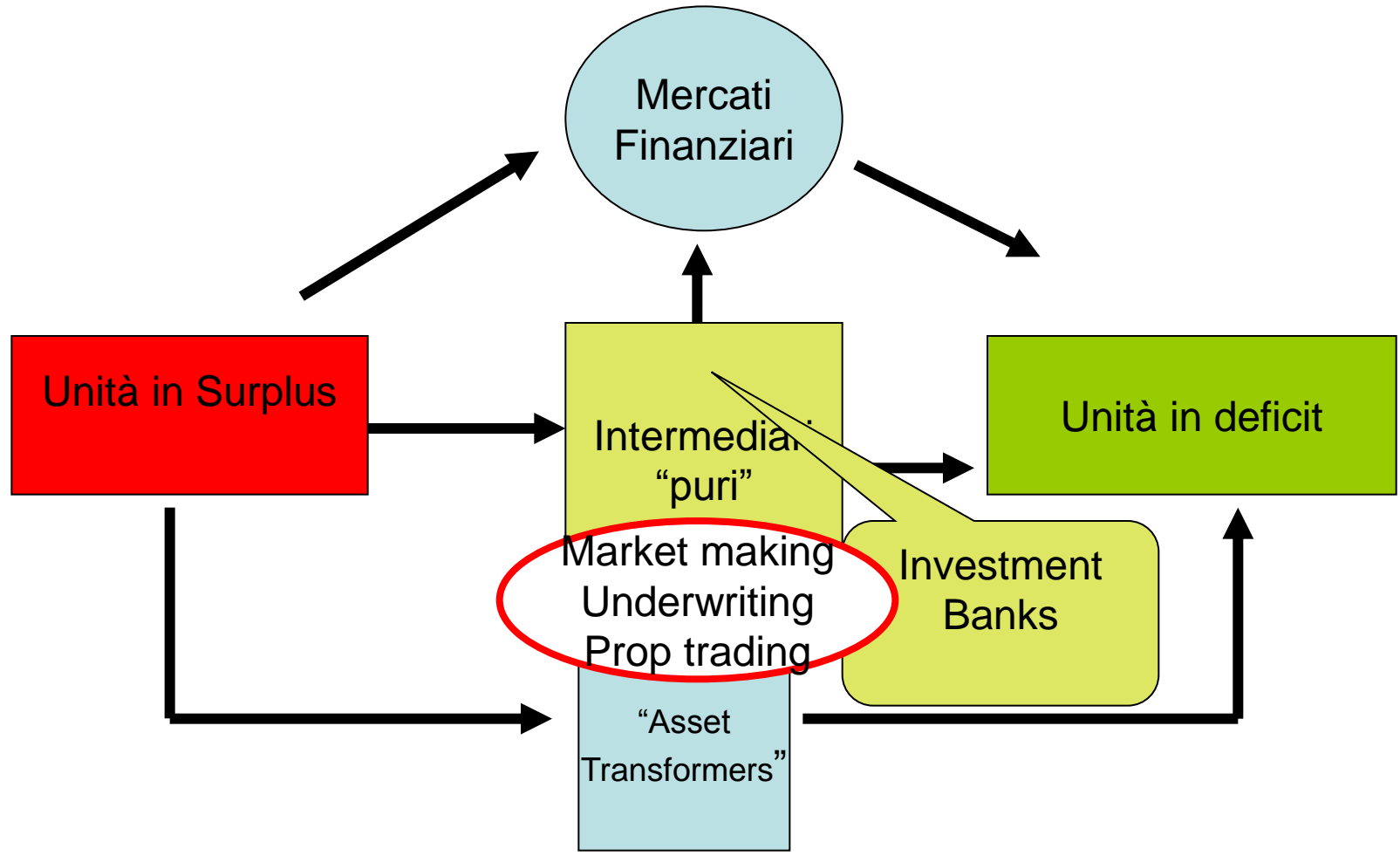
## a) **Intermediari puri:**

- Operano come puri brokers, ossia offrono informazioni e servizi di esecuzione delle transazioni:
  - Produzione di ricerca e di raccomandazioni di investimento
  - Compravendita di titoli per conto clienti
- Il loro valore aggiunto in termini di efficienza prende la forma di riduzione dei costi di negoziazione e di **economie di scala**

## b) **Asset transformers:**

- Emettono strumenti finanziari più attraenti per risparmiatori netti (e.g. le famiglie) rispetto a quelli emessi direttamente dai debitori netti (e.g. Le aziende).
- Acquistano strumenti finanziari emessi dalle aziende (**primary securities**: azioni, obbligazioni e altre passività ..), che vengono finanziate mediante la vendita ai risparmiatori di strumenti finanziari sotto forma di depositi, polizze assicurative, etc (**secondary securities**)

# Investment banks: uno speciale tipo di intermediario "puro"




# Intermediari puri e banche d'investimento. Definizione funzionale



- Danno efficienza al trasferimento di fondi da entità in surplus a utilizzatori netti minimizzando i costi dell'intermediazione
- **Diversamente dalle banche non svolgono una funzione di trasformazione delle scadenze e del profilo di rischio degli strumenti. Le loro passività non rappresentano quindi moneta**
- Nell'accezione "più pura" agiscono come **broker dando accesso ai mercati**
- E' spesso integrata da funzioni di **market maker e underwriting** per dare liquidità all'attività di intermediazione e favorire il collocamento dei titoli, nonché da altri servizi (e.g. Advisory). Nel condurre queste attività **assumono rischi e usano il loro capitale a sostegno dell'attività dei clienti**
- Negli ultimi dieci anni in particolare, **hanno usato e "levereggiato" il loro capitale per assumere rischi proprietari, anche in prodotti illiquidi. Ciò gli ha assimilati agli asset transformer ed esposti a un crescente rischio di liquidità**

# Intermediari finanziari e regolamentazione

## Unione Europea

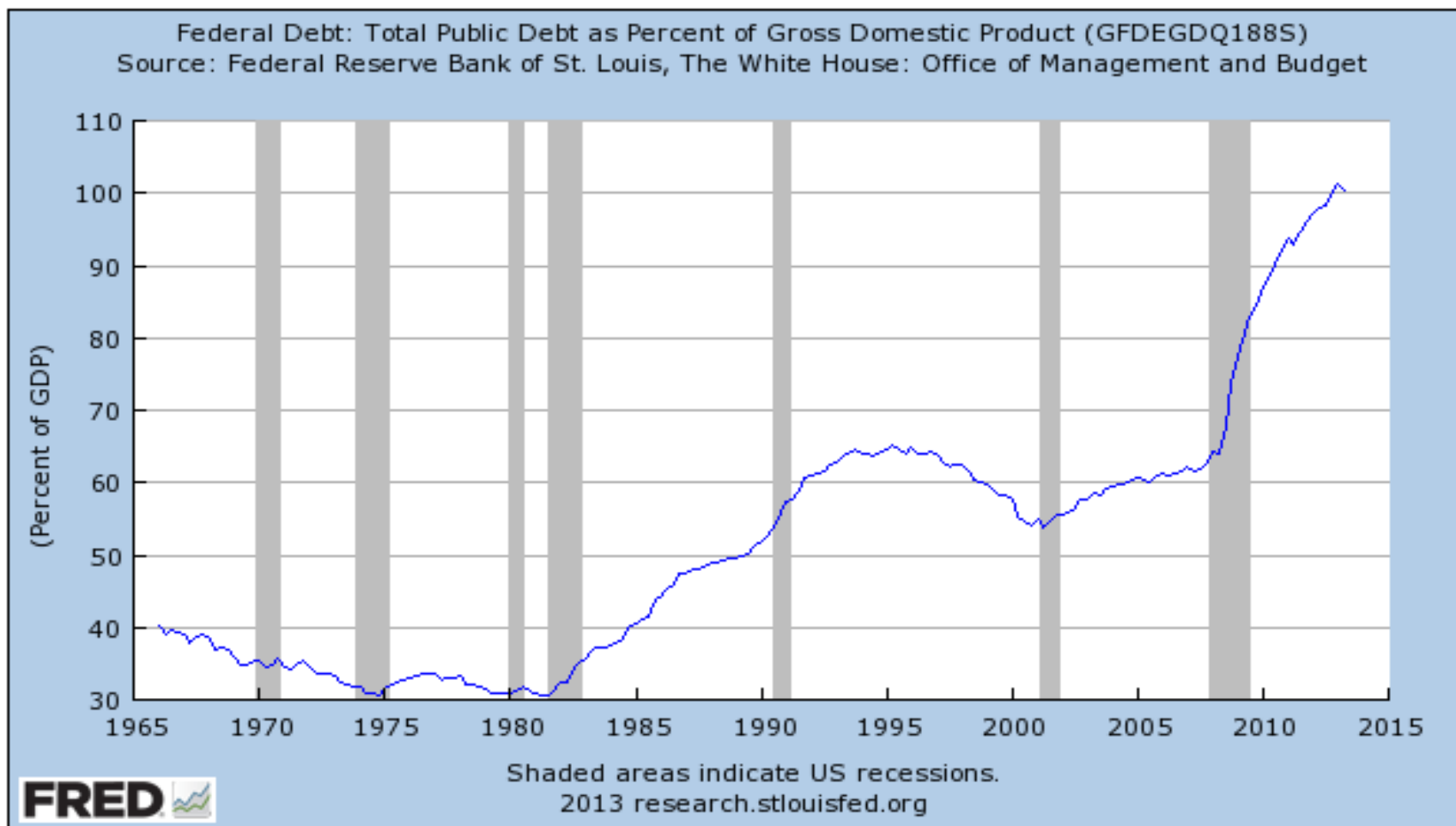
- **Financial Services Action Plan (1999)**
  - MIFID (2004)
  - MIFID 2 (IV Q 2013?)
- **Unione Bancaria (2013-?)**
  - Proposta Direttiva per Vigilanza alla BCE

## Stati Uniti

- **Glass Steagall Act (1933)**
- **Gramm–Leach–Bliley Act (1999)**
- **Dodd-Frank Act (2010)**
  - Volcker Rule



# Rapporto tra debito/PIL negli USA



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Luis

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- **Una premessa definitoria: i mercati finanziari**
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

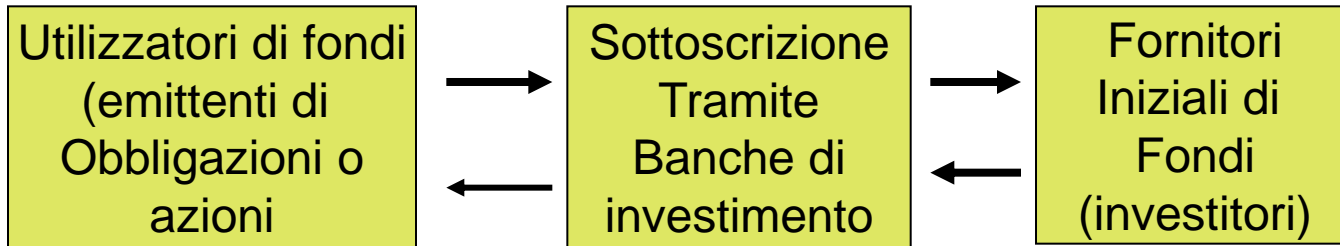
# Una premessa definitoria

## I mercati finanziari

- Tra le tante possibili definizioni dei mercati:
  - a) Primari e mercati secondari** – sulla base degli utilizzatori e fornitori finali dei fondi
  - b) *Order-driven e Quote-driven*** – sulla base del tipo di accesso e della missione degli intermediari finanziari
  - c) OTC, su borsa e organizzati:** sulla base dell'esistenza di regole, del tipo di “appartenenza” e del rischio controparte
  - d) Wholesale e retail:** sulla base del tipo di controparti e delle dimensioni delle transazioni

# a) Mercati primari e secondari

- Mercati Primari – offerta di nuove emissioni al pubblico



- Mercati Secondari – sui quali vengono negoziati gli strumenti una volta emessi



**Solo sul mercato primario si ha il trasferimento di fondi dalle entità in surplus a quelle in deficit.** Nel secondario gli strumenti si  
 In quello secondario gli strumenti si trasferiscono tra diversi operatori passando a volte per i mercati. Diverso anche il ruolo degli intermediari

## a) Mercati Order-driven (or “ad asta”)

- I partecipanti immettono ordini di comprare o vendere secondo prezzi stabiliti, nonché istruzioni che specifiche azioni devono essere intraprese al manifestarsi di certi prezzi pubblicamente verificabili
- I prezzi sono aggiustati da un “banditore” sino a che gli ordini totali di acquisto non si allineano con quelli di vendita
- Dominati dai **brokers**, (intermediari puri che **non assumono rischi diretti**), che mettono in contatto domanda ed offerta, senza diventare controparti dirette
- Tipicamente il broker è remunerato con una commissione
- I mercati OD possono essere:
  - **organizzati** (e.g. cash equity e exchange traded derivative),
  - **non organizzati**, laddove la liquidità è alta e a funzione di *price discovery* molto efficiente (e.g. Mercati dei cambi)
- Esistono anche *brokers wholesale* specializzati in strumenti illiquidi (e.g. Mercati dei credits)

## b) Quote-driven markets (or “dealer” markets)

- I dealers agiscono come market makers e quotano prezzi di acquisto e vendita («*bid and ask spread*») ai quali sono pronti a comprare e vendere specifici ammontari di un certo strumento.
- L'intermediario (*market maker*):
  - assume direttamente un rischio di liquidità e di prezzo sul suo **balance sheet** e diventa controparte diretta della transazione
  - tipicamente e' remunerato dal *bid e offer spread* e dalla sua capacità di “estrarre valore” dai flussi dei clienti
- Si riferisce tipicamente a situazioni in cui o non esiste un mercato organizzato (e.g. Corporate bonds, equity options OTC), oppure la ideosincrasia e la frammentazione degli strumenti non consente la concentrazione della liquidità (EuroMTS, oppure opzioni su borse dei derivati)

## c) Mercati OTC, su Borsa e organizzati

- Caratteristiche:
  - Presenza di una struttura organizzativa e di regole e nel caso delle borse di un ruolo “ufficiale” ed “istituzionale”
  - L’appartenenza al mercato in modo formale
  - L’esistenza di una controparte centrale che si assume il rischio controparte tra venditori ed acquirenti
- Generalmente:
  - Nei mercati OTC (*over-the-counter*) non vi sono regole condivise; e’ un tipico mercato di market makers (interest rate ed equity derivatives, corporate bonds)
  - Le borse hanno in molti paesi avuto un ruolo ufficiale e privilegiato, tipo la possibilità di imporre **l’obbligo della concentrazione degli scambi** e un ruolo di riferimento per la quotazione e per la formazione del prezzo. Sono dotate (o associate) a una controparte centrale.
  - I mercati organizzati non hanno avuto pre-MIFID un ruolo ufficiale come le borse, ma sono caratterizzati dalla presenza di un “gestore” e di regole e da un riconoscimento ufficiale del regolatore. In Europa sono riconosciuti come multitrading facilities (MTF); in Italia esistono i Sistemi di Scambi Organizzati (SSO).

# Esempi di mercati regolamentati

- In Europa,
  - **EuroMTS** – mercato all'ingrosso multicontribuito tra market makers di titoli di Stato. Obbligo di quotazione di prezzo per i membri
- In Italia, molte banche operano con la clientela retail tramite degli SSO proprietari nei quali la banca d'investimento del Gruppo e' l'unico contributor
  - **EuroTLX**: sistema multicontribuito per la clientela retail da varie istituzioni: Banca IMI, Unicredit, Banca Akros, Banca Sella, CentroSim, Pop. Vicenza, IWBank ... ,
  - A settembre 2013 Borsa Italiana ha acquisito il 70% di TLX



# d) Mercati Wholesale e Retail

Distinzione sulla base del tipo di controparti e delle dimensioni delle transazioni:

- Wholesale
  - Mercati all'ingrosso con transazioni di grandi dimensioni
  - Riguarda sia l'attività tra *professionals* (mercato interbancario), che con clientela finale istituzionale e *corporate*
- Retail
  - Mercati di prodotti per la clientela retail
  - Possono essere sia diretti, quando la controparte è il cliente finale, che di "resellers", quando la controparte è un distributore retail (o banca private) in diretto contatto con il cliente
  - Nel caso la controparte sia un cliente finale, esistono norme di trasparenza e per evitare il conflitto d'interessi sancite dalla MiFID
  - I tagli sono tipicamente modesti, ma nel caso dei reseller possono avere dimensioni significative

# Esistono varie combinazioni possibili di architettura di mercato

	Market makers	Brokers	OTC	Borsa Regolamentata	Organizzato	Primario	Secondario	Wholesale	Retail
Titoli di Stato	si	Inter dealers	si	no	si	si	si	si	SSO
Azioni	marginale	si	Post Mifid	si	MTF	si	si	si	SSO
Corporate Bonds	si	Inter dealers	si	no	No marginale	si	si	si	SSO
Derivati OTC	si	Inter dealers	si	no	no	no	si	si	no
Derivati ET (futures)	Solo per opzioni	si	no	si	no	no	si	si	no
Forex	si	Inter Dealers	si	no	no	no	si	si	no
Money Market	si	Inter dealers	si	no	E-MID	no	si	si	no

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- **La vigilanza sugli intermediari finanziari**
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# Due tipi di vigilanza

Vi sono **due tipi principali di vigilanza finanziaria**:

1. **Prudenziale** – l'attuale sistema di regolamentazione nella UE e' basato sul principio del “**controllo del paese d'origine**” assieme a quelli degli **standard minimi** e del **mutuo riconoscimento**.
  - Può essere rappresentata secondo un processo in **quattro fasi**:
    - i. Emissione di licensing e autorizzazioni (i.e. Inizio di una attività)
    - ii. Continuo monitoraggio delle condizioni delle istituzioni finanziarie e del sistema finanziario (qualità degli asset, requisiti di capitale, liquidità, management, controlli interni e ricavi)
    - iii. Sanzioni in caso di non compliance
    - iv. Gestione delle crisi, che comprende il ruolo di lender of last resort, assicurazione dei depositi e procedure d'insolvenza
2. **Vigilanza della condotta del business** – focalizzata su come le istituzioni finanziarie conducono il business con i clienti e come si comportano sui mercati, prescrivendo regole e monitorando comportamenti che possano essere dannosi per i clienti e per il funzionamento dei mercati

# Vigilanza e tipi di intermediari finanziari

Nei diversi paesi situazioni diverse e dibattito in corso sul processo evolutivo:

a) Vigilanza settoriale vs intra-settoriale:

- a) Più autorità di vigilanza separate sulla base delle tradizionali divisioni tra i settori finanziari: banking, assicurazioni, titoli; o
- b) Un singolo modello di vigilanza intra-settoriale con due sottocasi:
  - i. **Modello funzionale (o modello “twin-peaks” model)** – agenzie separate per ogni obiettivo di vigilanza: vigilanza prudenziale e condotta del business
  - ii. **Modello integrato** – vi è un singolo supervisore sia per la supervisione prudenziale che della condotta del business

b) Se la banca centrale debba avere un ruolo nella vigilanza delle banche e degli altri intermediari finanziari assieme al ruolo di conduzione della politica monetaria

# Vigilanza e tipi di intermediari: EU

- Sino ad ora ne' la la **BCE** ne' un altro ente **dedicato hanno avuto poteri di vigilanza a livello europeo**, che rimangono a livello dei singoli paesi membri. Approccio di vigilanza "*country by country*"
- **Ora però approccio sta cambiando:**
- **Unione Bancaria.**
  - a. Passaggio della **vigilanza sulle banche da autorità nazionali a BCE**. Propedeutico per:
    - Possibilità di ricapitalizzare direttamente la banche da parte del «fondo salva stati» ESM
  - b. Regole da applicare in occasione della **ristrutturazione o della liquidazione di una banca in crisi (*bank resolution*)**

# Progetto di Unione Bancaria: Vigilanza alla BCE

- **E' stato deciso il passaggio della responsabilità della supervisione alla BCE a partire dall'autunno 2014.**
- Si utilizzeranno le strutture delle autorità nazionali in un quadro comune coordinato dalla BCE.
- La BCE vigilerà **direttamente sugli istituti di credito significativi** definiti sulla base di:
  - il valore totale delle loro attività;
  - l'importanza per l'economia del paese in cui si trovano o della EU nel suo complesso;
  - il significato delle loro attività transfrontaliere;
  - se hanno richiesto o ricevuto assistenza finanziaria da ESM o EFSF.
- Sono state individuate circa **140 banche significative di cui 15 italiane**

# Progetto di Unione Bancaria: vigilanza alla BCE. «*Asset quality review*»

- Il 23 ottobre 2013 in vista della piena assunzione delle competenze di vigilanza la BCE ha annunciato che le banche significative saranno sottoposte a a) **analisi dei rischi**, b) “*asset quality review*” e c) **stress test** da novembre 2013 per una durata di 12 mesi.
- **Obiettivi:**
  - a. trasparenza** - migliorare la qualità delle informazioni disponibili sulla situazione delle banche,
  - b. correzione** - individuare e intraprendere le azioni correttive eventualmente necessarie
  - c. rafforzamento della fiducia** - assicurare a tutti i soggetti interessati dall'attività bancaria che gli istituti sono fondamentalmente sani e affidabili.



## Progetto di Unione Bancaria: regole per la «*bank resolution*» (a)

- 22 ottobre 2013: accordo sulle regole da applicare in caso di ristrutturazione o liquidazione di una banca in crisi («***bank resolution***»):
- **I privati subiranno una prima perdita pari al 8% degli attivi** della banca prima che il si possa intervenire con denaro pubblico per sulla banca in difficoltà secondo un **ordine preciso**:
  - prima gli azionisti, poi gli obbligazionisti meno garantiti, poi quelli più garantiti, i depositi delle grandi imprese e infine i depositi non garantiti di oltre 100mila euro.
- **L'uso di un eventuale fondo statale di liquidazione bancaria e' limitato al 5% degli attivi**, mentre l'uso del Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) e' possibile solo in precise circostanze.
- i governi dovranno creare fondi di liquidazione bancari pari all'0,8% del totale dei depositi garantiti.

## Progetto di Unione Bancaria: regole per la «*bank resolution*» (b)

- Compromesso tra due filosofie molto diverse:
  - a. Da un lato, alcuni paesi volevano difendere l'omogeneità del mercato unico, come la Germania o l'Olanda.
  - b. Dall'altro, alcuni paesi volevano dotarsi di strumenti adatti alle specificità nazionali, come la Francia o l'Italia o anche la Spagna.
- La Svezia ha strappato concessioni straordinarie: il governo svedese potrà mettere a contribuzione in un primo tempo il 20% degli attivi ponderati per il rischio anziché l'8% degli attivi. Nel contempo, il fondo di liquidazione svedese sarà finanziato dal 3% dei depositi garantiti (e non dell'0,8 % come per gli altri paesi).
- Le regole dovranno essere approvate dal Parlamento europeo ed **entrare in vigore entro il 2018.**

# Vigilanza e tipi di intermediari: USA

- Negli USA vi sono oltre 100 agenzie che effettuano la vigilanza su intermediari e mercati a livello federale e statale.
  - Le basi del sistema risalgono alla Guerra Civile
  - I principali sono la Securities Exchange Commission (SEC), Commodities Futures Trading Commission (CFTC) e il Comptroller of the Currency
- **Dal 1934 la SEC e' l'agency responsabile della vigilanza dei broker dealers**

# Struttura della vigilanza finanziaria

Paesi	Settoriale	Intra-settoriale: Funzionale	Intra-settoriale: integrata senza BC	Intra-settoriale: integrata con BC
EU	Bulgaria	Francia (2003)	Belgio (2004)	Austria (2002)
	Cipro	Italia (1999)	Danimarca (1988)	Rep Ceca(2006)
	Finlandia	Olanda (2002)	Estonia (2002)	Germania (2002)
	Grecia	Portogallo (2000)	Ungheria (2000)	Irlanda (2003)
	Lituania		Lettonia (2001)	Slovacchia (2006)
	Lussemburgo		Malta (2002)	
	Romania		Polonia (2008)	
	Slovenia		Svezia (1991)	
	Spagna		UK (1997)	
	Fuori della EU		Australia (1998)	Giappone (2000)
		Canada (1987)		
		US (1999)		

Fonte: Schoemaker (2006) and ECB (2006)

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- **Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID**
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# Il quadro di riferimento EU: il *Financial Services Action Plan*

**MIFID parte di un corpus di Direttive** nell'area dei mercati e degli intermediari immobiliari

- 2001/107 e 2001/108 (**UCITS III**) integrate da 2009/65 (**UCITS IV**) in materia di OICR – passaporto europeo per società di gestione e armonizzazione prodotti
- 2003/6 in materia di **market abuse**
- 2003/71 che introduce passaporto europeo per **prospetto informativo**
- 2004/25 in materia di **OPA**
- 2004/39 (**MIFID**) che ha innovato la disciplina dei servizi di investimento e dei sistemi di negoziazione
- 2004/109 (**Transparency**) che ha armonizzato gli obblighi di informazione degli emittenti quotati

# Le implicazioni della MIFID sui mercati

- La direttiva MIFID “*Market in Financial Instruments Directive*”, entrata in vigore nel novembre 2007 disciplina:
  - a) I mercati in cui si negoziano strumenti finanziari
  - b) I servizi e le attività di investimento
  - c) I soggetti che possono organizzare o gestire i mercati regolamentati, prestare servizi ed esercitare le attività di investimento

# Le implicazioni della MIFID sui mercati (1)

Per quanto riguarda i mercati finanziari, la MIFID vuole creare un campo di gioco livellato (“**levelled playing field**”) tra **tre** diverse tipologie di *trading venues*:

- a) **Mercati regolamentati:** “*sistema multilaterale amministrato e/o gestito dal **gestore del mercato**, che consente e facilita l’incontro – al suo interno e in base alle sue **regole non discrezionali** – di interessi multipli di acquisto e di vendita **di terzi** relativi a strumenti finanziari **ammessi alla negoziazione** conformemente alle sue regole e/o sistemi e **funzionante regolarmente**”*
- b) **Sistema multilaterale di negoziazione:** “*sistema multilaterale, gestito da **un’impresa di investimento o da un gestore di mercato**, che consenta e faciliti l’incontro –al suo interno e **in base a regole non discrezionali** – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo di dar luogo a contratti”*
- c) **Internalizzatori sistematici:** “*impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*



# Le implicazioni della MIFID sui mercati (2)

- La MIFID prevede:
  - vari obblighi di **trasparenza** per l'ammissione (mercati regolamentati) e per la possibilità di negoziare gli strumenti finanziari
  - Obblighi di **informazione dei prezzi pre e post trade**
  - La **caduta** della possibilità per le autorità dei singoli paesi di imporre **l'obbligo di concentrazione su un mercato regolamentato** (e.g. In Italia su Borsa Italiana)
- Effetti principali
  - **Caduta dell'unico prezzo di riferimento** da mercato regolamentato
  - **Competizione tra sistemi** e maggiore concentrazione tra i mercati regolamentati
  - **Trasformazione societaria dei mercati regolamentati** da forme mutualistiche a società per azioni
  - **Evoluzione del mercato azionario cash** da modello di broker puri a modello di market makers. Convergenza con modello del fixed income caratterizzato da market makers

# MIFID 2

Proposta di modifica, pubblicata dalla Commissione europea il 20 ottobre 2011 riguarda:

- a) un nuovo regolamento sui mercati in strumenti finanziari (c.d. MiFIR);
- b) una nuova direttiva che modifica la Direttiva MiFID (la Direttiva”).

**Approvazione della Nuova Direttiva e del MiFIR prevista entro IV trimestre 2013**

## Le principali novità

Mantiene invariata la struttura della MiFID, ma la aggiorna tenendo conto delle direttive introdotte successivamente e la arricchisce con riferimento a:

- a) ambito di applicazione e regime delle esenzioni;
- b) nuove piattaforme di negoziazione;
- c) regolamentazione dell'attività delle imprese di investimento e degli operatori di mercato
- d) regole applicabili alle imprese di investimento extracomunitarie;
- e) nuovi poteri delle autorità di vigilanza degli Stati membri dell'Unione Europea;

# Struttura dell'intermediazione nella UE: la “sovrapposizione” funzionale

- Nell' Europa continentale prevale il modello di banca universale e le “**investment banks**” **NON sono una entità legale separata.**
- Ci sono **investment bank di fatto** che sono caratterizzate da una specializzazione verso le attività di negoziazione e di advisory
- Molte sono **parte di gruppi di banche universali.** Questo e' il caso in Italia (Banca IMI, Banca Akros, Banca Aletti...)
- In diversi paesi alcune attività sui mercati possono essere condotte da “**security companies**” legalmente definite allo scopo. In Italia per esempio vi sono le SIM (*Società di Intermediazione Mobiliare*)

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- **Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank**
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# Banche d'investimento e quadro di riferimento in US.

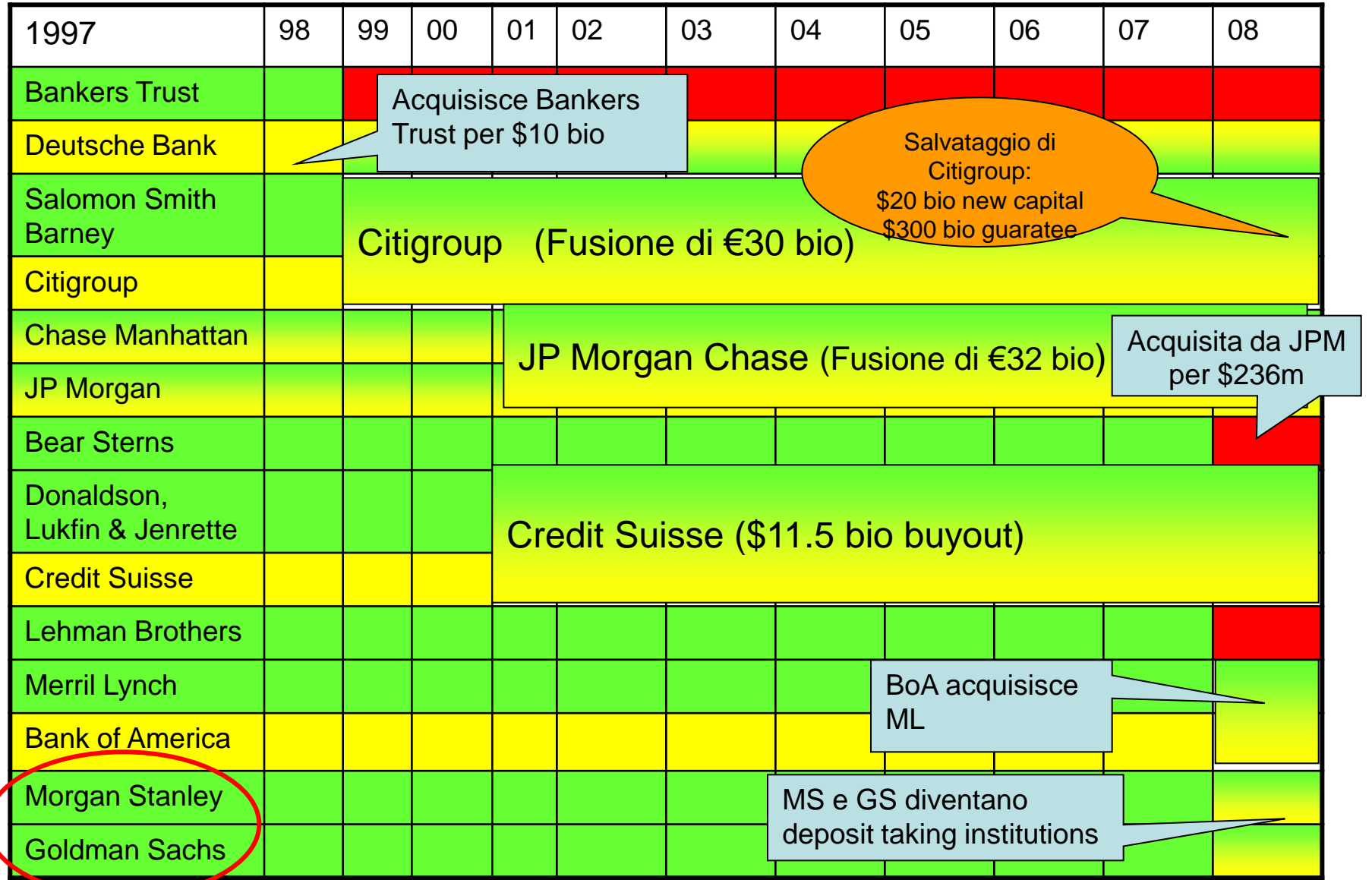
- Investment banks **definite rispetto alle *deposit taking institutions*** in termini sia funzionali che legali
- **Origini nel XIX secolo.** Organizzazione di operazione di emissione e sottoscrizione (*underwriting*) per le ferrovie
- Nella prima parte del XX secolo attività si estende a intermediazione (*brokering*) e market making in titoli
- Dagli anni 30' si sviluppa attività di corporate finance e ristrutturazione aziendale.
- **Con Glass-Steagall Act del 1931** viene distinto il perimetro di attività delle IB rispetto alle *deposit taking institutions*. In particolare viene impedito a queste di svolgere attività di underwriting in titoli. Le IB sviluppano l'attività di broker dealer in titoli

# Gramm–Leach–Bliley Act (1999)

- Il Glass-Steagall abolito da Amministrazione Clinton nel 1999 con il *Gramm–Leach–Bliley Act* (o *Financial Services Modernization Act*). Le *deposit taking institutions* competono direttamente con le IB nel security underwriting e quindi nell'attività di broker dealer.
- L'abolizione stimola la **creazione di almeno due gruppi di “banca universale”**: Citigroup (che incorpora Salomon Smith Barney) e JPM Chase
- Nel 2008, in seguito alla crisi finanziaria, le principali Investment Banks ottengono o **lo status di «deposit taking institution»** (Goldman Sachs, Morgan Stanley) o vengono **acquisite da banche commerciali** (Merril Lynch)

# 1997-2008: verso l'estinzione delle *investment banks*?

(fonte: *Financial Times*)





- Il 2008 segna di fatto la **sparizione del modello separato di investment banks negli US**:
  - Bear Sterns entra in crisi di insolvenza e viene “salvata” mediante incorporazione in JPM
  - Lehman Brothers fallisce
  - Merrill Lynch viene acquisita da Bank of America
  - Le *holding companies* di Morgan Stanley e Goldman Sachs ottengono la licenza bancaria e diventano di fatto deposit taking institutions
- Alla fine del 2008, delle 11 banche d'investimento attive nel 1997:
  - **Solo due sopravvivono in forma indipendente**, pur trasformate in *deposit taking institutions*
  - Si sono di fatto creati **tre grandi gruppi di banca universale**: JPM-Chase, Citigroup, Bank of America- Merrill Lynch
  - A novembre **Citigroup viene salvata** dopo che la sua capitalizzazione si è ridotta in 12 mesi da \$250 bio a \$20 bio. Il pacchetto ha comportato una ricapitalizzazione per \$20 bio e garanzie statali per altri \$300 bio



# Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)

- **Consolidamento delle agenzie di vigilanza** e un nuovo “*oversight council*” per valutare il rischio sistemico;
- Regolamentazione dei mercati finanziari, che comprenda la **trasparenza** e il **trasferimento dei derivati su ET**
- Le ***Consumer protection reforms*** comprendono una nuova “consumer protection agency” e standards uniformi per i prodotti “plain vanilla” nonché un rafforzamento della protezione per gli investitori;
- **Nuovi strumenti per la gestione delle crisi finanziarie** tra cui un “*resolution regime*” che si affianchi alla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) per la liquidazione ordinata delle aziende fallite nonché la possibilità che la Fed riceva autorizzazione dal Tesoro ad erogare credito in circostanze inusuali o estreme
- Misure per migliorare gli standard e la cooperazione internazionale tra cui il **miglioramento dei principi contabili** e la **regolamentazione delle agenzie di rating**

## «Volcker Rule» (2010)

Su richiesta del Presidente Obama il Dodd Frank Act comprende anche la cosiddetta **Volcker Rule**:

- **Vincoli alle banche commerciali** ad effettuare certi tipi di **investimenti “speculativi”** on legati ad attività con clientela
- L'idea e' che tale attività da parte delle banche commerciali avrebbe avuto un ruolo centrale nella crisi del 2007-2010.
- Si vuole limitare attività rischiose finanziate con l'utilizzo dei depositi
- Di fatto limita l'attività delle banche commerciali in :
  - **proprietary trading**
  - Investimenti in **private equity**

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- **Trading vs. Market Making**
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- Intermediazione e trend nel mercato italiano

# Trading vs Market Making.

## Teoria vs pratica

- **Trading – Market making** – concettualmente diversi, ma nel «mondo reale» la differenza tende ad essere sfumata sino a sparire del tutto.
- Dal punto di vista dello “stile”, trading e market making possono essere classificati in due grandi categorie:
  - Direzionale
  - Relative value e arbitraggio
- Il rapporto tra trading e market making, e lo “stile” usato dipende dall’asset class trattata e da alcune caratteristiche del mercato sottostante:
  1. Liquidità degli strumenti e costi di transazione
  2. Efficienza del mercato
  3. Sviluppo del mercato dei repos e/o dello stock lending
  4. Esistenza di derivati liquidi plain vanilla
  5. Concentrazione dei “players” del mercato
  6. “espandibilità” verso derivati complessi

# Trading vs Market Making in mercati liquidi ed efficienti

- **Trading e market making tendono a coincidere** quanto più i mercati sono liquidi ed efficienti (e.g. Govies, cambi) e dotati di mercati efficienti dei repos. Infatti:
  - I margini sono molto ridotti sullo spread bid e offer
  - Non esistono asimmetrie informative (chi sa dove va il \$...?)
- Per questo tipo di mercati/strumenti la capacità di estrarre valore dal market making “puro” e’ molto limitata se non accompagnata da posizioni di rischio. Viceversa i costi di transazione per “girare” le posizioni sono bassi. Pertanto:
  - Si cerca di “estrarre valore” per il trading dalla visibilità dei flussi dei clienti (attenzione, questo NON deve portare al *frontrunning!*). **Questo porta alla concentrazione dei market makers tanto più i mercati sono liquidi**
  - In certi casi si usa il market making sugli strumenti liquidi come “loss leader” per servire la clientela e generare business su strumenti a più alto margine (caso tipico Specialist del Tesoro)
- Il tipo di strumenti che rientra in questa fattispecie si e’ progressivamente allargato all’aumento della liquidità di questi. E.g. Corporate bonds più liquidi

# Trading vs Market Making

## In mercati illiquidi

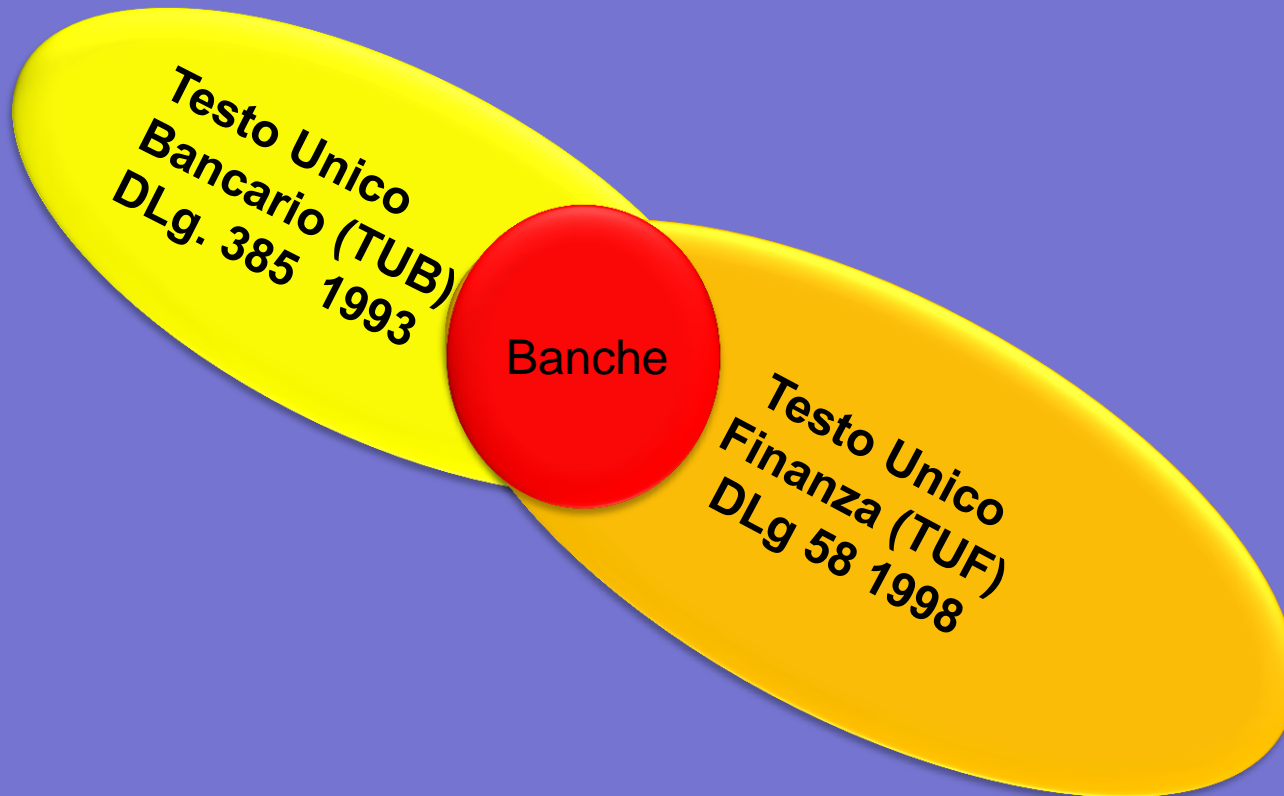
- Si tende ad avere attività orientate alla clientela con **focus su market making** tanto più i mercati sono illiquidi e con strumenti ad alto margine (e.g. Strutturati e prodotti complessi):
  - Margini e spreads bid e offer sono ampi
  - Gli strumenti tendono ad essere ideosincratici e a volte quotati da un numero limitato di market maker
- Per questo tipo di strumenti la capacità di estrarre valore dal market making “puro” e’ alta. Tipicamente il “margine” viene generato come PV nella transazione con il cliente:
  - L’obiettivo del market maker e’ quindi la “difesa” del margine della transazione, utilizzando strumenti liquidi (derivati su borsa..) per coprire il rischio. L’attività di market making e’ pertanto un’attività di hedging e di risk management.
  - Tra i prodotti a più alto margine sviluppo significativo dei “correlation products”. Non a caso questa classe e’ stata particolarmente colpita dalla crisi attuale

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- **Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF**
- Intermediazione e trend nel mercato italiano



## Banche e regolamentazione. TUB e TUF



Le banche sono regolamentate dal TUB per l' **attività bancaria** e dal TUF per quella in **servizi finanziari** come gli altri intermediari

# Definizioni secondo il TUF: servizi e attività di investimento

Definizioni secondo il **D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58**  
aggiornato a giugno 2007- **Testo Unico della Finanza**  
**(T.U.F)**. (Ultimo aggiornamento L. 98 del 9/8/2013)

- Art. 1 comma 5 – Per “**servizi e attività di investimento**” si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:
  - a) Negoziazione per conto proprio
  - b) Esecuzione di ordini per conto dei clienti
  - c) Sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente
  - d) Gestione di portafogli
  - e) Ricezione e trasmissione di ordini
  - f) Consulenza in materia di investimenti
  - g) Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione

# Definizioni secondo il TUF: servizi e attività di investimento (a)

- *5 bis.* “**negoziazione per conto proprio**” - acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini di clienti, nonché attività di market maker
- *5-ter.* “**internalizzatore sistematico**” - soggetto che in modo organizzato e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente ad di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione
- *5-quater.* “**market maker**” - soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti.
- *5- quinquies.* “**gestione di portafogli**” - gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell’ambito di un mandato conferito dai clienti
- *5- sexies.* “**ricezione e trasmissione degli ordini**”- comprende anche l’attività di “mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione dell’operazione tra loro (mediazione)”

# Definizioni secondo il TUF: servizi e attività di investimento (b)

- 5-septies. "**consulenza in materia di investimenti**" - prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.
- 5-octies. "**gestione di sistemi multilaterali di negoziazione**" - gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti .
- 5-novies. "**portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative**" - piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale.

# Definizioni del TUF: imprese d'investimento

- Art 18 comma 1 – L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento e' riservato alle **imprese di investimento** e alle **banche**
- Art 1,
  - h) **imprese di investimento**: le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie:
  - e) “**società di intermediazione mobiliare**” (**Sim**): l'impresa, diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco dell'art. 107 del T.U bancario, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in Italia
- Art 18, comma 2 Le **Sgr** possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi previsti dall'art. 1, comma 5, lettere d) ed f)

# Definizioni del TUF: le SGR

- Art 33 comma 1- La prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e' riservata:
  - a) Alle Sgr e alle Sicav...
- Comma 2 – le Sgr possono
  - a) Prestare il servizio di gestione di portafogli
  - b) Istituire e gestire fondi pensione
  - .....
  - e) Prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti

# Le attività degli intermediari

	Negoziatione in conto proprio	Negoziatione per conto terzi	Collocamento con garanzia	Consulenza a investimenti	Gestione portafogli	Gestione collettiva
<b>Banche</b>	si	si	si	si	si	No
<b>Sim</b>	si	si	si	si	si	No
<b>SGR</b>	no	no	no	si	si	si

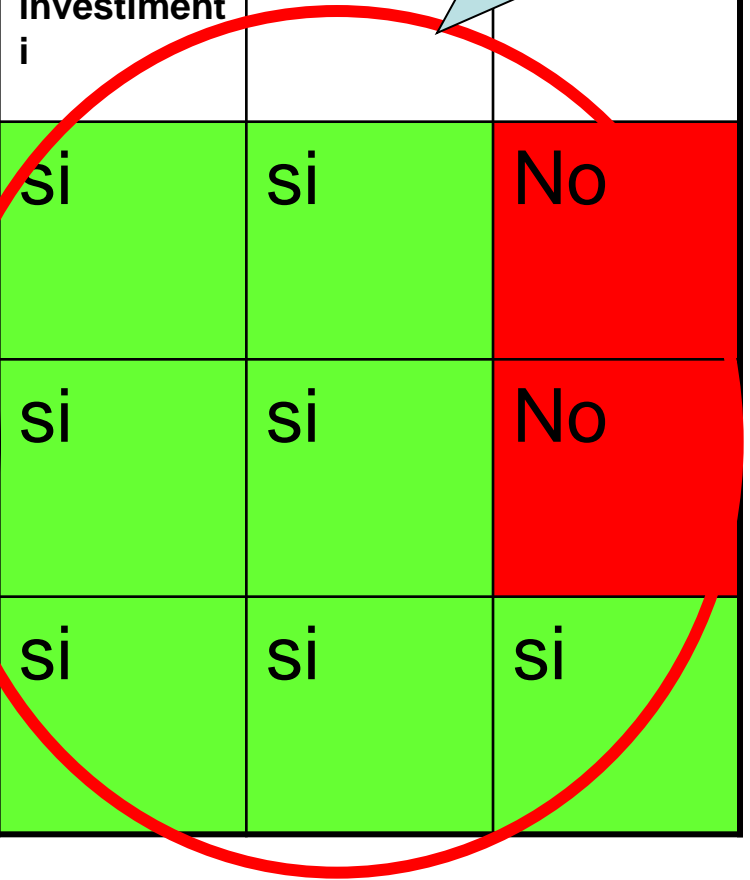
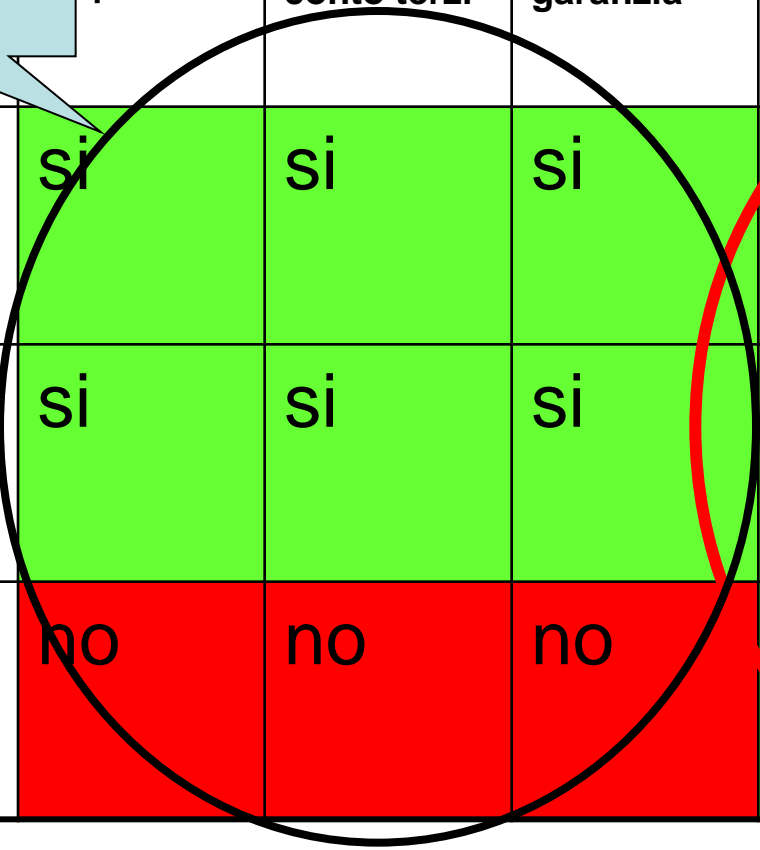
Le gestioni collettive possono essere offerte solo dalle SGR

# Le attività degli intermediari

Intermediazione e trading "investment banking"

Gestione del risparmio "asset management"

	Negoziation in conto proprio	Negoziatione per conto terzi	Collocamento con garanzia	Consulenza a investimenti	Gestione portafoglio	
Banche	si	si	si	si	si	No
Sim	si	si	si	si	si	No
SGR	no	no	no	si	si	si





# In sintesi...

- In Italia per “servizi e attività d’investimento” si intendono almeno due gruppi di attività riconducibili rispettivamente a) all’attività di trading e b) all’attività di gestione del risparmio
- Banche e Sim sono attive in entrambe, nella seconda limitatamente alle gestione di portafogli (GPF, GPM,...) e ai servizi di consulenza
- Le SGR sono tipicamente attive nella seconda e sono gli unici soggetti autorizzati alla gestione collettiva (fondi comuni, Sicav)

# Vigilanza degli intermediari

- In Italia **modello di vigilanza funzionale inter-settoriale** sui servizi e le attività di investimento e sulla gestione collettiva del risparmio svolta da **Banca d'Italia** e **CONSOB**.
- L'attività di vigilanza, . Questa ha per obiettivi:
  - la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
  - la tutela degli investitori;
  - la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
  - la competitività del sistema finanziario;
  - l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.
- Il raggiungimento di tali obiettivi viene svolta nell'ambito delle reciproche responsabilità di vigilanza prudenziale e della condotta del business :
  - Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il **contenimento del rischio**, la **stabilità patrimoniale** e la **sana e prudente gestione** degli intermediari;
  - CONSOB è competente per quanto riguarda la **trasparenza** e la **correttezza dei comportamenti**.

## In Italia banca universale e divisione per categorie legali ma “sovrapposizione” funzionale

- “Servizi e le attività di investimento” condotte da banche, Sim, SGR e «107».
- Non esiste una categoria giuridica separata di “banche d’investimento”. Lo sono *de facto* e si caratterizzano per l’attività orientata a intermediazione e mercato dei capitali. Alcune tra le principali (Banca IMI, Banca Akros), sono possedute a loro volta da banche commerciali universali
- Le Sim, istituite nel 1991, (legge 1/91) sono figure intermedie, attive sia nel campo della intermediazione pura che della gestione per conto terzi e della consulenza. Le loro attività possono essere condotte sia dalle banche che (in certi campi) dalle SGR. A differenza delle banche non fanno però intermediazione creditizia.
- Banche, Sim e SGR, principali estensori dei “servizi e delle attività di investimento”, sono regolamentati e supervisionati da Consob e Banca d’Italia
- Testo giuridico di riferimento e’ il **Testo Unico della Finanza (T.U.F) aggiornato al dicembre 2007** con il recepimento della normativa Mifid (si veda sito Consob [www.consob.it](http://www.consob.it))

# I temi della lezione

- Tipi di intermediari finanziari
- Una premessa definitoria: i mercati finanziari
- La vigilanza sugli intermediari finanziari
- Il quadro di riferimento nella EU: FSAP e MIFID
- Il quadro di riferimento negli US: da Glass Steagall a Dodd Frank
- Trading vs. Market Making
- Il caso italiano: gli intermediari finanziari secondo il TUF
- **Intermediazione e trend nel mercato italiano**

# Tendenza alla specializzazione

In Italia recentemente visibili alcune tendenze:

- Nel campo della intermediazione e negoziazione:
  - Tendenza alla concentrazione in banche dedicate (“banche d’investimento”) delle attività caratterizzate dal più alto utilizzo del capitale e assunzione di rischi di mercato.
  - Tendenza alla trasformazione di Sim di negoziazione attive nell’attività di *investment banking* in banche (Banca Imi, Banca Akros).
  - Vi e’ stata una concentrazione dell’attività di intermediazione pura. Tra i grandi players permangono solo due Sim che svolgono una attività di intermediazione pura (brokeraggio) e di collocamento senza garanzia. Equita Sim e Intermonte Securities Sim.
- Nel campo del risparmio gestito (“asset management”)
  - permane un significativo numero di Sim attive nella gestione di portafogli individuali (GPF e GPM)
  - Diverse banche hanno sino ad ora continuato a mantenere la titolarità della gestioni individuali gestendole direttamente, o dandole in delega alle proprie SGR
  - In crescita le Sim di consulenza

# Sim autorizzate per tipologia di licenza

- **Numero di Sim più che dimezzato dal 1997 al 2012**
- La diminuzione % e' stata particolarmente forte nel campo della Negoziazione in conto proprio e dei Collocamenti in garanzia .
- Nel caso della gestione individuale e della raccolta ordini si sono "solo" dimezzate
- Cresce la consulenza
- **SIM tendono sempre più ad occupare nicchie di mercato e a concentrare la loro attività su ricezione e trasmissione ordini e gestione di patrimoni individuali (iso-private banks)**

Fonte: Consob e Banca d'Italia

	1997	2009	2011	2012
Negoziazione Conto Proprio	81	17	14	14
Negoziazione Conto Terzi	83	26	20	20
Collocamento in garanzia	44	8	5	5
Collocamento senza garanzia	117	61	46	45
Gestione individuale portafogli	113	48	45	43
Raccolta Ordini e mediazione	90	54	48	49
Consulenza su investimenti	na	109	94	92
<b>Totale SIM</b>	<b>212</b>	<b>115</b>	<b>102</b>	<b>101</b>

Quote per controvalore totale negoziato per conto terzi.  
 Mercato cash MTA. Gruppi degli intermediari Assosim.

Primo semestre 2013

Società	% CV
<i>Finecobank</i>	<b>14.38%</b>
<i>IW Bank (Gruppo UBI)</i>	12.94%
<i>Banca IMI</i>	9.07%
<i>Banca Akros</i>	8.39%
<i>Intermonte SIM</i>	7.52%
Unicredit Bank AG	3.67%
ICBP	3.49%
Banca Sella Holding	3.44%
Banca Aletti	3.22%
Morgan Stanley	3.02%
UBS	2.93%
Equita Sim	2.76%
Citigroup	1.47%
Nuovi Investimenti SIM	1.44%
CA Cheuvreux SA	1.41%

I primi quattro **gruppi bancari** rappresentano il **44.8%** della Intermediazione in cash azioni

Le prime tre **SIM "indipendenti"** Rappresentano il **11.7%**

Le prime tre **case estere** rappresentano il **7.4%**

Fonte: Assosim 2013

# Tendenza alla razionalizzazione: a) banche

- In generale:
  - **Banca privilegiata per attività più capital intensive** (trading, market making, underwriting)
  - Le banche “case madri” hanno guidato la **trasformazione delle proprie Sim in banche** che svolgono il ruolo di “investment banking division” del Gruppo con un mandato nell’attività di capital markets e talvolta di corporate finance. Questo per tre ragioni:
    - a) definizione del capitale allocato all’attività di mercato,
    - b) sistemi e procedure contabili,
    - c) remunerazione ed incentivi
  - Inoltre **processo di razionalizzazione e fusione**, guidato in buona parte dal processo di razionalizzazione delle case madri (e.g. Banca IMI e Banca Caboto)



## b) Sim

- In generale:
  - Le SIM tendono sempre più ad occupare **nicchie di mercato in attività a basso assorbimento di capitale** quali ricezione e trasmissione ordini e gestione di patrimoni individuali
  - Le principali Sim attive nella **gestione individuale sono indipendenti**, e/o di dimensioni minori
  - Le Sim vengono **utilizzate spesso da banche e banche d'investimento estere** per appoggiare l'attività di *investment banking* (advisory) e *private banking*

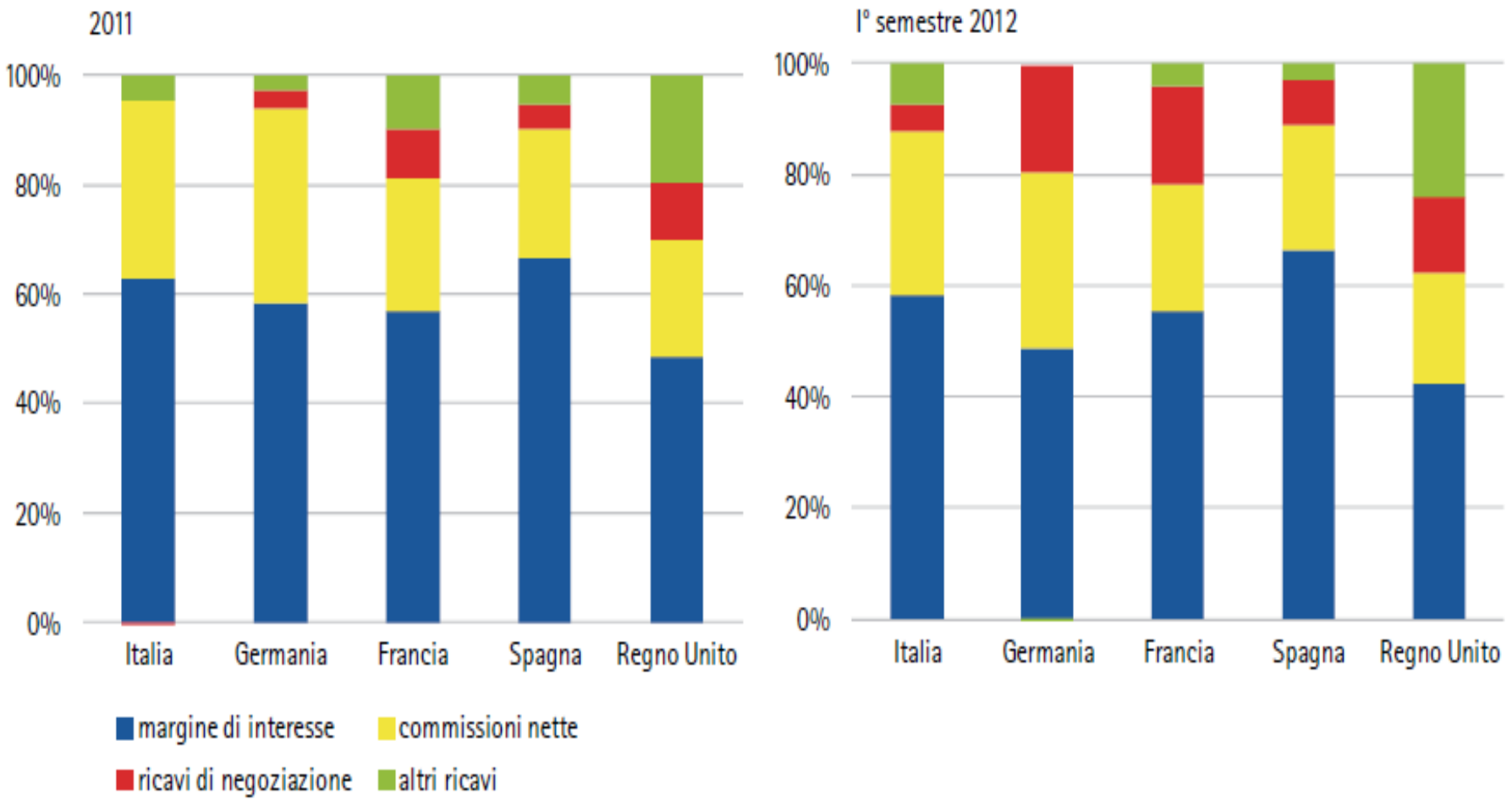
# Tendenze in Italia dell'attività di intermediazione-investment banking

- In Italia storicamente due principali aree per le banche d'investimento al netto dell'attività in risparmio gestito:
  - Prodotti e servizi per il retail
  - *Corporate derivatives*
- Più recentemente alcuni gruppi hanno iniziato a trasferire nelle banche d'investimento alcune attività della finanza d'impresa, in modo da ottenere massime sinergie con l'attività di origination nei prodotti di capital markets e soprattutto dell'equity capital markets:
  - Advisory
  - Organizzazione di prestiti
  - Finanza straordinaria

# Investment banking in Italia: orientamento al retail

- Banche d'investimento orientate al retail:
  - Retail trading mediante SSO
  - Collocamento sul primario di obbligazioni proprie e di terzi, nonché di azioni sul primario utilizzando le reti
  - Sviluppo di prodotti complessi (obbligazioni strutturate) o orientate al trading di breve termine (covered warrants) per la clientela retail
  - Sviluppo dei *corporate derivatives*, ossia della distribuzione di derivati, principalmente di tasso alla clientela corporate

# Composizione dei ricavi delle principali banche quotate europee

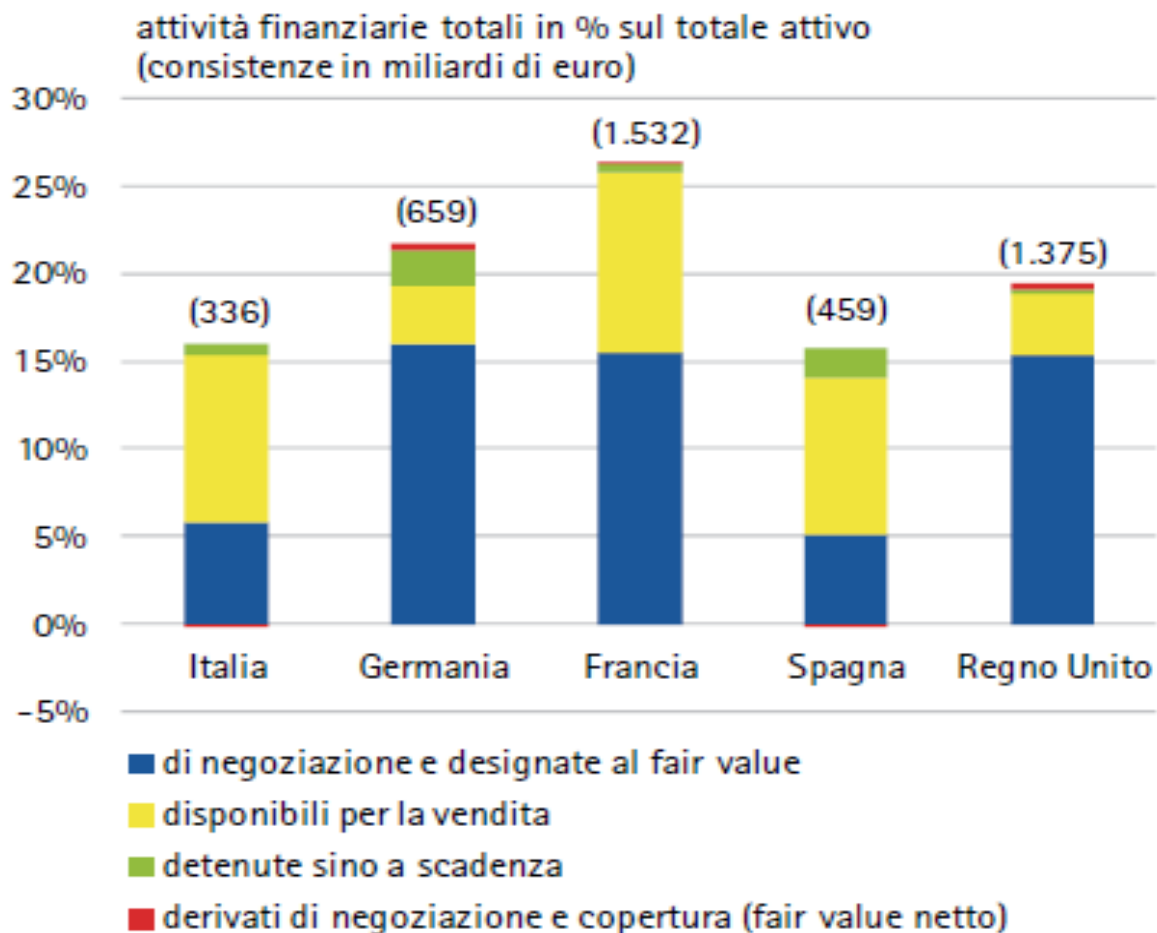


# Il ruolo del Tesoro come emittente. Pros e Cons.

- Il mercato dei capitali italiani e' stato storicamente dominato dal Tesoro come emittente di strumenti del debito pubblico.
- Pros:
  - Sviluppo di tecniche e di market maker nel reddito fisso
  - Esportazione ed "espansione" del modello di MTS in Europa mediante la creazione di EuroMTS
- Cons:
  - “*crowding out*” di altri emittenti
  - Eccessiva preferenza nei collocamenti globali e nelle privatizzazioni delle investment bank internazionali

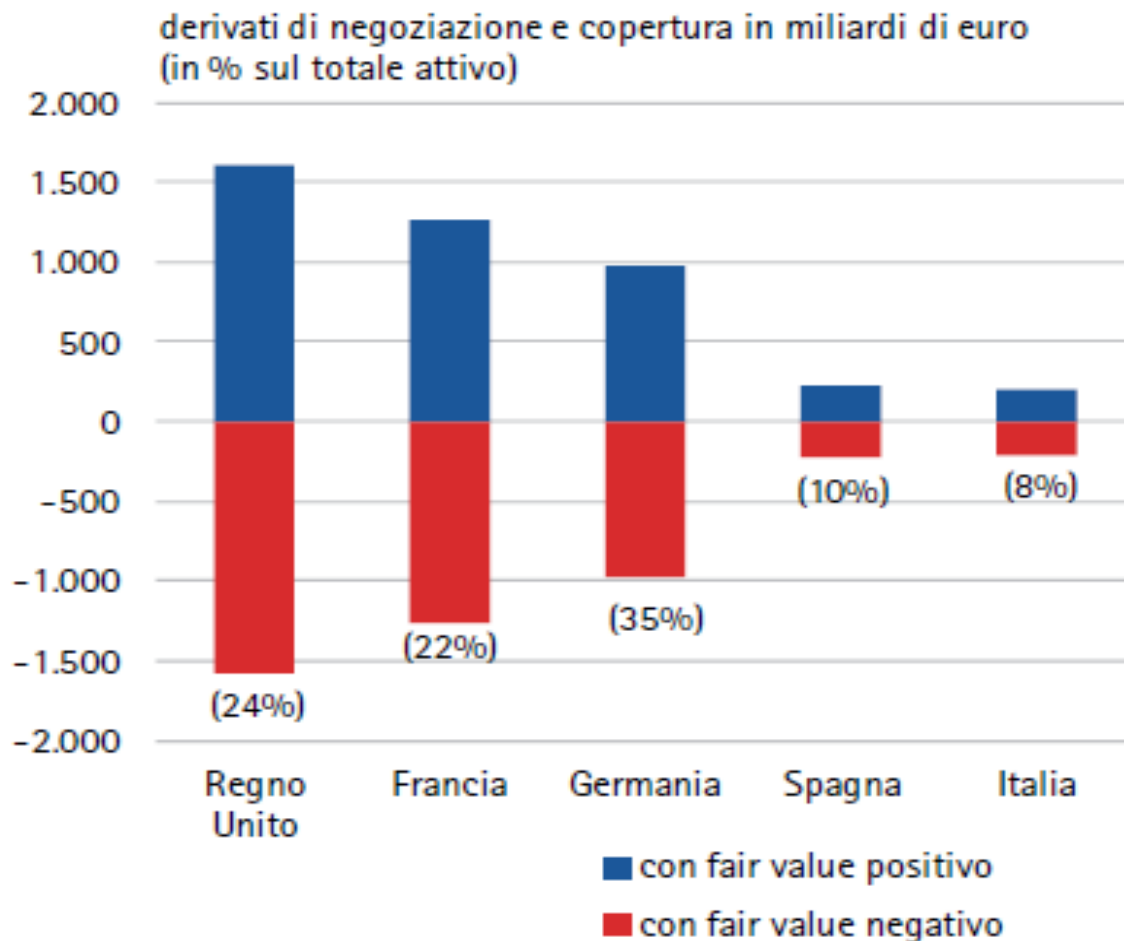
# Attività finanziarie dei principali gruppi bancari europei

Basso livello di attività finanziaria delle banche italiane sia in valore assoluto che relativo



# Strumenti derivati dei principali gruppi bancari europei

- Bassa presenza complessiva nei derivati della banche italiane



# Derivati: client business verso banking book

- L'evidenza empirica sembra suggerire che:
  - le banche italiane detengano *posizioni relativamente alte in derivati verso clientela*, rispetto alle posizioni totali
  - La maggior parte delle posizioni sono in derivati “*plain-vanilla*”



# Tendenze in Italia dell'attività di intermediazione-investment banking

- Implicazioni di posizionamento ed organizzative
  - Ruolo “periferico” della banche d’investimento italiane nel mercato globale. In certi casi fungono da “purchasing centers” di rischi complessi o da centri di “intermediazione di credito” per strumenti derivati
  - Nel campo della pura intermediazione specializzazione su prodotti di flusso (Govies), con bias italiano (società italiane)
  - Concentrazione su nicchie di mercato con effetti a volte distorsivi sul rischio (unrated bonds, Argentina..)
  - Tendenza all’incameramento di extramargini dal collocamento al retail di prodotti complessi. Copertura del rischio esotico con wholesale investment banks (*correlation risk, digital risk...*)

# In sintesi

- Esistono varie tipologie e forme organizzative di mercato
- Nei mercati dei capitali internazionali le banche d'investimento hanno attraversato un percorso evolutivo verso prodotti a più alto margine
- In Italia secondo il TUF l'attività in servizi finanziari è condotta da Banche, SIM e SGR
- Le SIM stanno riducendosi in numero e si stanno concentrando su gestioni individuali e attività di nicchia. Sono spesso usate come veicolo per attività di advisory e private banking da parte di case estere
- L'attività *capital intensive* viene condotta prevalentemente da banche d'investimento dedicate all'interno dei Gruppi bancari