

Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”
Facoltà di Economia
Dottorato di ricerca in Banca e Finanza
XVI° Ciclo

Tesi di dottorato

**Un modello interpretativo dei processi di integrazione dei mercati
mobiliari europei: analisi dei progetti in atto e prospettive di Borsa
Italiana Spa**

Relatore:
Char.mo Prof. Alessandro Carretta

Candidato
Dott. Gianni Nicolini

Coordinatore:
Char.mo Prof. Alessandro Carretta

INDICE

Introduzione	Pag. 4
---------------------	---------------

Parte I – Un approccio teorico all’integrazione dei mercati

Capitolo 1 – Struttura e funzionamento del mercato mobiliare	Pag. 6
---------------------------------------------------------------------	---------------

1.1 Il processo produttivo di borsa	Pag. 7
1.2 La struttura del mercato mobiliare	Pag. 9
1.3 Il funzionamento del mercato	Pag. 16
1.4 Gli stakeholder del mercato	Pag. 18

Capitolo 2 – L’integrabilità delle strutture nella exchange industry	Pag. 23
-----------------------------------------------------------------------------	----------------

2.1 Un’ipotesi di struttura del mercato	Pag. 24
2.2 Integrazione orizzontale e integrazione verticale	Pag. 24
2.3 I modelli di integrazione del mercato	Pag. 28
2.3.1 <i>Le quotazioni multiple</i>	<i>Pag. 28</i>
2.3.2 <i>Le alleanze</i>	<i>Pag. 30</i>
2.3.3 <i>I collegamenti in rete (Network)</i>	<i>Pag. 31</i>
2.3.4 <i>Le fusioni</i>	<i>Pag. 33</i>
2.3.5 <i>Le acquisizioni ostili</i>	<i>Pag. 35</i>
2.3.6 <i>La concorrenza pura</i>	<i>Pag. 35</i>
2.4 I percorsi integrativi	Pag. 35

Capitolo 3 – Il ruolo degli stakeholder nei progetti di integrazione	Pag. 38
-----------------------------------------------------------------------------	----------------

3.1 La natura interattiva dei processi di integrazione	Pag. 39
3.2 Gli owner	Pag. 39
3.3 I member	Pag. 41
3.4 Gli owner-member	Pag. 43
3.5 Gli intermediari non autorizzati	Pag. 43
3.6 Gli investitori	Pag. 44
3.7 Gli emittenti	Pag. 45
3.8 I fornitori di tecnologia	Pag. 45
3.9 Le autorità di vigilanza	Pag. 47
3.10 I gestori del clearing e del settlement	Pag. 49
3.11 Gli ATS: CN ed ECN	Pag. 49
3.12 Le agenzie di rating	Pag. 50
3.13 Le agenzie di informazione	Pag. 51
3.14 Stakeholder multiruolo e scelte condizionate	Pag. 51
3.15 Fattori ambientali ed integrazione dei mercati: le forze centrifughe e le forze centripete	Pag. 53

Parte II – L'integrazione del mercato mobiliare europeo e le prospettive di Borsa Italiana

Capitolo 4 – La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei	Pag. 58
4.1 Le caratteristiche considerate	Pag. 59
4.2 La struttura dei mercati mobiliari europei	Pag. 59
4.2.1 <i>Gli strumenti negoziati e la segmentazione del mercato</i>	<i>Pag. 60</i>
4.2.2 <i>La natura pubblica o privata dei mercati: la demutualizzazione</i>	<i>Pag. 63</i>
4.2.3 <i>I sistemi di negoziazione</i>	<i>Pag. 64</i>
4.2.4 <i>Il post trading nei mercati europei</i>	<i>Pag. 66</i>
4.2.5 <i>Il grado di integrazione nazionale dei singoli mercati</i>	<i>Pag. 69</i>
4.2.6 <i>La vigilanza sul mercato mobiliare europeo</i>	<i>Pag. 71</i>
4.3 I mercati europei a confronto	Pag. 73
Capitolo 5 – I progetti di integrazione in atto nel mercato europeo: caratteristiche, natura dei progetti e prospettive di realizzazione	Pag. 74
5.1 I tentativi di integrazione del passato	Pag. 75
5.2 I progetti integrativi in corso	Pag. 77
5.2.1 <i>Il progetto Euronex</i>	<i>Pag. 77</i>
5.2.2 <i>Il progetto Eurex</i>	<i>Pag. 78</i>
5.2.3 <i>Il progetto EuroMTS</i>	<i>Pag. 79</i>
5.2.4 <i>Il progetto Norex</i>	<i>Pag. 80</i>
5.2.5 <i>Il progetto OMHEX</i>	<i>Pag. 81</i>
5.2.6 <i>Il progetto Clearstream</i>	<i>Pag. 82</i>
5.2.7 <i>Il progetto Euroclear</i>	<i>Pag. 83</i>
5.3 Gli ATS in Europa	Pag. 83
5.4 L'integrazione nei mercati non europei	Pag. 85
Capitolo 6 – Le prospettive di Borsa Italiana Spa alla luce dei progetti di integrazione in corso	Pag. 87
6.1 La rilevanza di Borsa Italiana nel panorama europeo	Pag. 88
6.2 Il grado di internazionalizzazione del mercato mobiliare italiano	Pag. 97
6.3 Borsa Italiana e l'integrazione del mercato mobiliare europeo: le strategie percorribili	Pag. 104
<i>Appendice – L'indicatore di interesse</i>	<i>Pag. 107</i>
Conclusioni	Pag. 110
<i>Appendice - La struttura dei mercati mobiliari nazionali in Europa</i>	<i>Pag. 113</i>
Bibliografia	Pag. 181

Introduzione

A partire dalla seconda metà degli anni novanta i mercati mobiliari europei sono stati interessati da una serie di cambiamenti che hanno avuto come conseguenza diretta l'avvio di un processo di integrazione dei mercati mobiliari nazionali. I fattori principali del cambiamento sono riconducibili alla demutualizzazione e allo sviluppo tecnologico. La demutualizzazione, riconoscendo all'attività di borsa natura imprenditoriale, ha introdotto nel mercato mobiliare una logica concorrenziale prima sconosciuta. Nei mercati anglosassoni la natura cooperativa dei mercati aveva reso le borse dei monopoli naturali, mentre nell'Europa continentale il concetto di borsa come bene pubblico dava priorità ad obiettivi di stabilità piuttosto che di efficienza. La tecnologia, consentendo di automatizzare gran parte del processo di scambio e rendendo possibile l'accesso remoto ai mercati ha di fatto notevolmente ridotto le distanze tra i singoli mercati. Tutto ciò ha comportato cambiamenti nella struttura e nel funzionamento dei mercati, modificando anche i rapporti e gli equilibri esistenti tra le singole borse nazionali. Il clima concorrenziale e l'abbandono delle logiche nazionali a favore di strategie basate su prospettive europee hanno dato vita ad una serie di iniziative transnazionali finalizzate alla formazione di mercati geograficamente integrati.

Il presente lavoro si propone di indagare il processo integrativo del mercato mobiliare europeo. In particolare si vuole costruire un modello interpretativo del processo di integrazione (1) in base al quale valutare i singoli progetti integrativi (2) ed individuare le prospettive di Borsa Italiana Spa all'interno del nuovo ambiente di riferimento (3).

A tal fine si è ricostruito il processo produttivo di borsa, alla luce dei cambiamenti avvenuti, analizzando, sul piano concettuale, la struttura ed il funzionamento del mercato mobiliare (cap.1). Ci si è interrogati sui possibili modelli di integrazione del mercato (alleanze, fusioni, network, ecc.), identificandone le potenzialità e gli aspetti critici (cap.2). L'analisi è stata integrata con i comportamenti degli stakeholder del mercato (cap.3), al fine di considerare l'influenza che questi possono avere sulle scelte del mercato. Lo studio è stato rivolto prima ai comportamenti individuali dei vari portatori di interessi, soffermandosi poi sulle relazioni ed i condizionamenti che questi possono porre in essere reciprocamente. Il modello interpretativo costruito nei primi capitoli è stato utilizzato per interpretare le singole realtà nazionali, ponendone in rilievo le similitudini e le differenze (cap.4). Spostando la prospettiva a livello europeo è stato possibile analizzare i singoli progetti di integrazione stimando contemporaneamente il livello di integrazione raggiunto dal mercato nel suo complesso (cap.5). Nell'ultima parte (cap.6) l'attenzione è rivolta a Borsa Italiana Spa. La constatazione che la exchange italiana non è coinvolta in nessun progetto integrativo è stata l'occasione per valutare le prospettive di una borsa autonomista all'interno di un mercato tendenzialmente rivolto all'integrazione.

Parte I

Un approccio teorico all'integrazione dei mercati

Capitolo 1

Struttura e funzionamento del mercato mobiliare

- 1.1 Il processo produttivo di borsa
- 1.2 La struttura del mercato mobiliare
- 1.3 Il funzionamento del mercato
- 1.4 Gli stakeholder del mercato

Capitolo 1 – Struttura e funzionamento del mercato mobiliare

1.1 Il processo produttivo di borsa

Il processo produttivo di borsa è costituito dalla sequenza logica delle attività finalizzate alla gestione delle transazioni avvenute all'interno di un mercato avente ad oggetto valori mobiliari. Definito un mercato mobiliare come il luogo, fisico o virtuale, nel quale trovano esecuzione tutte le operazioni finanziarie aventi per oggetto valori mobiliari¹, il processo produttivo di borsa concerne la scomposizione del mercato nelle sue attività elementari²:

- ? listing;
- ? trading;
- ? clearing;
- ? settlement;
- ? custody.

Il listing fa riferimento all'ammissione a quotazione su di un mercato (quello ufficiale) concessa dalle autorità competenti sulla base di norme predefinite³. Esso riguarda la definizione dei requisiti e dell'iter necessari per ottenere la quotazione di uno strumento finanziario sul mercato. La finalità del listing è verificare la presenza di alcuni requisiti minimi indispensabili ad assicurare l'idoneità degli strumenti ad essere negoziati all'interno di un mercato. Gli aspetti oggetto di valutazione riguardano essenzialmente l'affidabilità dell'emittente, dal punto di vista della stabilità patrimoniale, economica e finanziaria, e la possibilità di alimentare nel concreto un mercato sullo strumento legata alla diffusione del titolo.

La verifica iniziale di tali requisiti è seguita da un'attività di monitoraggio che pone a carico dei soggetti emittenti una serie di obblighi informativi. L'obiettivo del controllo legato al listing è garantire un livello minimo di rating per tutti gli emittenti del mercato.

Il livello di tale rating costituisce uno strumento importante da usare in chiave strategica per conseguire lo sviluppo del mercato. Rating elevati garantiscono la qualità dei titoli quotati, rassicurando gli investitori sul rischio degli investimenti di borsa, ma contemporaneamente comportano oneri impegnativi a carico degli emittenti che scoraggiano la quotazione di nuovi titoli limitando la gamma degli strumenti offerti e, indirettamente, i volumi degli scambi. Al contrario un mercato con bassi requisiti di ammissione agevola l'accesso agli emittenti, garantendo però una minore tutela agli investitori⁴.

Oltre ai vincoli imposti dalla quotazione gli emittenti sono tenuti al pagamento di listing fee, in parte riconosciute una tantum al momento della quotazione ed in parte da corrispondere con cadenza annuale.

¹ Banfi A. (a cura di), "I mercati e gli strumenti finanziari – disciplina e organizzazione della borsa", Utet, Torino, 2001
² Sulla composizione della "catena del valore" di borsa si vedano Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., "Recent development in the structure of securities markets", in "Brooking-Warton papers on financial services 2000", 2000 e Lusignani G., Onado M., "La securities industry italiana di fronte ai processi di integrazione europei", Milano, Assosim (atti del convegno), 6 marzo 2001
³ Alemanni B., "Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull'attività di vigilanza", Newfin, Milano (2001)
⁴ Si veda Chemmanur T.J., Fulghieri P., "Choosing an exchange to list equity: a theory of cross-listing, listing requirements, and competition among exchanges", 1998

Il listing rappresenta quindi una fase strategica nella quale si costruisce gran parte della reputazione di un mercato e dove, incrementando il numero dei titoli a disposizione degli investitori, se ne definiscono le potenzialità.

Il trading riguarda l'insieme delle regole, delle tecniche e delle modalità di effettuazione degli scambi. Questo è il momento in cui avviene l'incontro tra la domanda e l'offerta di valori mobiliari. L'accuratezza dei controlli adottati nel listing diventa ancora più selettiva per il trading. L'accesso al mercato non è infatti subordinato al semplice rispetto di requisiti minimi ma è rimesso alla discrezionalità dell'autorità di gestione del mercato. Rientrano nella fase di trading esclusivamente le attività inerenti l'abbinamento delle proposte di negoziazione in acquisto con le proposte di negoziazione in vendita, mentre gli adempimenti necessari per il completamento dell'operazione fanno parte del post-trading. L'obiettivo del trading è quindi ottimizzare l'incontro tra domanda ed offerta.

Raggiunto l'accordo è necessario completare la transazione con lo scambio di titoli contro denaro. Prima di procedere con la consegna (settlement) è necessario effettuare il clearing dell'operazione, ovvero procedere al trattamento dei dati inerenti la transazione, inclusi i dati dell'ordine, dell'abbinamento e dell'esecuzione⁵.

Del clearing fa parte anche l'attività di netting, legata all'eventualità che un investitore sia coinvolto in diverse transazioni. Attraverso il netting l'investitore ha la possibilità di regolare la propria posizione tenendo conto delle eventuali compensazioni che possono sorgere effettuando più di un'operazione.

Con il settlement si procede al trasferimento della proprietà dei titoli oggetto della transazione e al pagamento del corrispettivo in denaro. Ormai, a seguito della dematerializzazione, il settlement rappresenta un'annotazione contabile. Se invece il mercato di borsa prevede la consegna fisica l'incaricato del settlement gestisce la consegna dei titoli ed il pagamento del controvalore in denaro.

Anche se la singola transazione termina con la fase di settlement, rimane da considerare l'attività di custody, che si concretizza nella detenzione e nella gestione dei valori mobiliari. Il riferimento è principalmente all'incasso di eventuali cedole o dividendi e all'esercizio dei diritti connessi alla proprietà dello strumento mobiliare.

Il riconoscimento all'interno della exchange industry⁶ di una catena del valore che si articola in una pluralità di momenti concettualmente distinti è recente, o quantomeno lo è la percezione di tale distinzione. È infatti solo negli ultimi anni che, a seguito dei processi di privatizzazione dei mercati di borsa, sono venuti meno i monopoli nella gestione dell'attività mobiliare e si è aperta la strada per una specializzazione che lascia la possibilità a soggetti diversi di gestire singole fasi del processo produttivo. La distinzione in listing, trading, clearing, settlement e custody sfuma infatti in un mercato, come quello dei paesi dell'Europa continentale di qualche anno fa, in cui la gestione viene accentrata da un unico soggetto.

⁵ Tsetsekos G., Varangis P. "The structure of derivatives exchange: lesson from developed and emerging markets", World Bank, 1997

⁶ Il termine "exchange industry" indica l'insieme delle attività legate ai mercati mobiliari. Nei contributi in letteratura il termine è usato da FIBV (World Federation of Exchanges), "The significance of the Exchange industry", 2003, da Galper J., "Three business models for the stock exchange industry", FIBV, agosto 1999, da Hasan I., Schmiedel H., "Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence", Bank of Finland discussion paper, 2003 e Di Noia C., "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", quaderno di finanza Consob N°33, marzo 1999

Il risultato del processo produttivo appena illustrato è dato da due servizi combinati, listing e trading, e da un bene derivato, i dati di borsa (quotazioni, volumi, informazioni sugli scambi, ecc.), legato ad un servizio di price-discovery⁷.

Il listing costituisce un servizio autonomo, dotato di una propria utilità, in quanto le imprese con esso ottengono un servizio di rating implicito, legato all'assolvimento degli obblighi di quotazione, ed acquistano maggiore visibilità sul mercato ottenendo benefici in termini di reputation. Grazie al listing inoltre le imprese dispongono di un nuovo canale per la raccolta di risorse finanziarie.

Gli investitori sono gli utilizzatori del servizio di trading, grazie al quale possono negoziare valori mobiliari evitando i costi di ricerca della controparte. La qualità di tale servizio è direttamente proporzionale alla liquidità del mercato, ovvero alla probabilità di trovare sul mercato una proposta di negoziazione compatibile con quella immessa⁸. Questa dipende a sua volta dal numero di investitori che si rivolge al mercato e dai volumi di negoziazione.

Dalla disponibilità dei dati di borsa traggono beneficio sia gli emittenti che gli investitori. La disponibilità di un prezzo di riferimento rappresenta infatti un servizio di price-discovery del quale beneficiano sia gli investitori, che monitorano l'andamento del proprio investimento, sia gli emittenti, che attuano una politica di massimizzazione del valore per l'azionista prendendo come riferimento la quotazione di borsa. L'interesse verso i dati di borsa riguarda inoltre i professionisti dell'informazione (agenzie di stampa, quotidiani specializzati, analisti finanziari, ecc.) per i quali le informazioni sull'andamento del mercato rappresentano gli input dei rispettivi processi produttivi.

La qualità del processo produttivo di borsa dipende direttamente dal numero dei soggetti coinvolti. Il prezzo fissato da un mercato utilizzato da un numero ristretto di operatori è meno significativo di quello espresso da un mercato che coinvolge un maggior numero di soggetti, così come la visibilità assicurata dal listing di un mercato locale è inferiore a quella di un mercato internazionale. Il mercato di borsa può quindi essere interpretato come un sistema a rete (network)⁹.

1.2 La struttura del mercato mobiliare

Nell'accezione prettamente economica del termine mercato questo viene identificato come l'incontro tra la domanda e l'offerta di un determinato bene o servizio. Il mercato mobiliare è rappresentato quindi dall'incontro tra venditori e compratori di valori mobiliari. All'interno del mercato mobiliare si possono distinguere diversi mercati dove vengono negoziati titoli che, seppur differenti, sono percepiti dagli operatori come sostituti o che semplicemente si rivolgono allo stesso insieme di utilizzatori¹⁰.

La struttura di un mercato si riferisce alle relazioni concorrenziali tra gli operatori e conseguentemente ai meccanismi di determinazione dei prezzi. Per valutare la struttura di un mercato è necessario analizzare i fattori in grado di influenzare tali relazioni concorrenziali. È infatti da questi e dalle loro variazioni che essa dipende.

⁷ Di Noia C., "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", quaderno di finanza Consob N°33, marzo 1999

⁸ La definizione di liquidità riportata si trova in Domowitz I., Lee R., "The legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems", Pennsylvania State University – Oxford finance group, 1998

⁹ Un sistema a rete, o network, è un sistema di comunicazione nel quale l'utilità del singolo utilizzatore aumenta al crescere del numero degli utilizzatori del sistema stesso. Sono esempi di network il telefono, Internet, le carte di credito, la conoscenza di una lingua.

¹⁰ Forestieri G., "Struttura del mercato del credito e concorrenza bancaria", Giuffrè editore, Torino, 1980

I fattori in grado di influenzare la struttura di un mercato sono riconducibili all'esistenza di possibili economie di scala (1), alle politiche di intervento attuate dai pubblici poteri (2), alle dimensioni e allo sviluppo atteso del mercato (3) e al livello tecnologico caratteristico dei processi produttivi (4).

La presenza di economie di scala fornisce indicazioni sul livello di concentrazione e quindi sulla struttura del mercato dal lato dell'offerta. Al crescere delle economie di scala aumentano gli incentivi all'aggregazione per i soggetti offerenti servizi di intermediazione (es. exchange).

Le scelte manifestate a livello politico su quale debba essere la struttura del mercato possono esprimersi in un'attività normativa di indirizzo o in una presenza diretta sul mercato. In entrambi i casi i condizionamenti sulla struttura del mercato sono evidenti.

Le dimensioni e lo sviluppo atteso del mercato forniscono indicazioni sui possibili nuovi ingressi dal lato dell'offerta e sull'adeguatezza della struttura in un determinato periodo.

La tecnologia può portare ad una variazione della struttura del mercato soprattutto nel caso in cui gli investimenti in tecnologia assumono dimensioni rilevanti e richiedono lo sviluppo di soluzioni consortili. L'adozione di soluzioni di stampo cooperativo produce infatti effetti integrativi sul mercato¹¹.

Dalla combinazione degli elementi appena analizzati dipende la struttura del mercato.

Un elemento che caratterizza il mercato, dal quale si possono trarre indicazioni preziose sulla relativa struttura, è la sua segmentazione. Un mercato mobiliare può coincidere con un'unica exchange, all'interno della quale vengono negoziati tutti gli strumenti disponibili, o presentare una struttura unitaria articolata in una pluralità di segmenti in ognuno dei quali viene negoziata una tipologia differente di strumenti mobiliari. Una terza alternativa vede abbinati diversi strumenti ad altrettante exchange tra loro indipendenti.

La scelta tra le possibili alternative o il passaggio da soluzioni strutturali più semplici a soluzioni più articolate sono motivate dal fatto che gli utilizzatori riconoscano o meno nei vari strumenti negoziati delle differenze sostanziali che gli facciano percepire gli strumenti come prodotti differenti.

Strumenti diversi possono essere percepiti come tali per l'evidenza di alcune differenze tecniche (es. azioni e obbligazioni) o perché l'interesse manifestato su di essi dal lato della domanda è tale da porre in risalto differenze anche minime (es. covered warrant e opzioni).

Un mercato caratterizzato da bassi volumi di negoziazione ha quindi convenienza a gestire la totalità degli scambi attraverso la medesima organizzazione, mentre un mercato nel quale l'interesse verso alcuni strumenti è maggiore di altri, suggerisce una segmentazione dello stesso o addirittura la predisposizione di mercati autonomi. È quindi la dimensione del mercato a costituire il fattore del cambiamento.

Le soluzioni generalmente adottate in un mercato mobiliare prevedono segmentazioni basate sulla natura dei titoli (1), sulle dimensioni degli scambi (2), sulla liquidità di un singolo strumento (3) e sulla natura dell'emittente.

¹¹ Domowitz I., "Automation and the structure of the trading services industry", 2002

In base alla natura dei titoli si distinguono bond market, stock market e derivative market. Utilizzando le dimensioni degli scambi come fattore discriminante si separano i mercati al dettaglio (retail market) dai mercati all'ingrosso (wholesale market). Questi ultimi vengono disegnati prevedendo dei lotti minimi consistenti o definendo una struttura dei costi di negoziazione con componenti fisse elevate.

Una segmentazione del mercato basata sulla liquidità prevede invece che strumenti con la medesima natura (ad es. azionaria) cominciano ad essere negoziati con regole, modalità ed orari differenti. Un esempio calzante è quello delle quote di fondi comuni di investimento che, generalmente introdotte nel mercato azionario, vengono prima spostate in un segmento separato dello stesso e, successivamente, collocati in un mercato ad essi dedicato.

Seguendo la natura dell'emittente si distinguono i mercati dei titoli di Stato dai mercati delle obbligazioni private, o si separano i "nuovi mercati" dai mercati azionari tradizionali, riservando i primi alle negoziazioni sulle azioni di società che operano nel settore dell'alta tecnologia.

I differenti criteri di segmentazione possono sovrapporsi per dar vita a mercati (o segmenti) ancora più specialistici. Il risultato di tale processo di parcellizzazione del mercato sono i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato o i segmenti rivolti a titoli tecnologici sviluppati all'interno di mercati azionari.

La struttura di un mercato risente pesantemente anche del concetto di borsa valori che è radicato all'interno della cultura dominante del paese di appartenenza. A caratterizzare l'assetto di un mercato è in particolare l'idea dello stesso come bene pubblico, al quale si contrappone la convinzione che la borsa, in quanto espressione del libero scambio tra privati, rappresenti un bene privato. Il primo approccio è tipico dei paesi dell'Europa continentale dove si è affermata nel tempo la convinzione che la borsa, interessando direttamente il pubblico risparmio, richiedesse un'attività di controllo da parte dello stato tale da concretizzarsi in una gestione diretta del mercato. Il secondo approccio caratterizza i paesi anglosassoni e riconosce nei mercati di borsa una prevalente attività di ricerca della controparte che, avvenendo tra privati cittadini, non richiede un intervento statale diretto.

Le differenze tra i due approcci hanno portato all'affermazione nei mercati europei, escluso il Regno Unito, di un modello di borsa basato su un monopolio statale in cui il mercato mobiliare coincide con la borsa valori e dove la regolamentazione di borsa è espressione di un'attività normativa di diritto pubblico. Parallelamente, nei mercati anglosassoni, il mercato si è sviluppato su un modello cooperativo, basato su una logica mutualistica, nel quale la gestione della borsa è affidata agli stessi intermediari che su di essa operano¹².

I cambiamenti che hanno interessato i mercati di borsa a partire dagli anni '90 non hanno risparmiato il concetto e la struttura del mercato. La market view¹³ fino ad allora prevalente, che, pur affidando l'attività di scambio di valori mobiliari a soggetti di natura diversa (privata o pubblica), riconosceva nell'attività di borsa la natura di mercato, viene affiancata da una firm view, nella quale il mercato viene osservato da una prospettiva organizzativa. L'attività di coordinamento, oltre che di intermediazione, tra la domanda e l'offerta di valori mobiliari viene letta come un processo produttivo aziendale. Le conseguenze di tale cambiamento di prospettiva sono diverse. Un mercato come impresa comporta implicitamente la possibilità per soggetti estranei allo scambio di

¹² Per approfondimenti si veda Steil B., "Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences" The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

¹³ Si veda Di Noia C., "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", Quaderni di finanza Consob, 1999

valori mobiliari di occuparsi della gestione di borsa, affermando così la distinzione tra l'attività di borsa (scambio di valori mobiliari) e la gestione della stessa (predisposizione delle strutture e dei regolamenti di borsa). La natura imprenditoriale della borsa rafforza la tesi che la exchange industry rappresenti un fenomeno di natura privatistica e che quindi, come tale, non dovrebbe prevedere un intervento statale diretto. Se l'attività di borsa è un'attività di impresa la gestione deve essere orientata al raggiungimento di un profitto e, di conseguenza, le forme giuridiche di diritto pubblico, così come le aggregazioni cooperative, devono essere rimpiazzate da forme societarie più adeguate.

In questa nuova prospettiva si inserisce la demutualizzazione dei mercati europei. Partendo dalla definizione data dalla Iosco¹⁴, per demutualizzazione si intende la trasformazione di una borsa in una società a scopo di lucro (for profit) basata sul controllo azionario. L'affermazione della logica di impresa, in quello che ormai non viene più definito mercato di borsa e che diviene exchange industry, vede nella demutualizzazione un naturale adeguamento delle borse, operanti sia come enti di diritto pubblico sia come cooperative di intermediari, verso una forma societaria più coerente con i nuovi obiettivi.

La demutualizzazione e la privatizzazione dei mercati rappresentano due fenomeni in parte correlati ma distinti sul piano concettuale. Diversi contributi in letteratura hanno sottolineato come un mercato demutualizzato non è necessariamente anche privatizzato. Nell'ipotesi che un mercato costituito come ente pubblico (no profit) viene trasformato in una società per azioni (quindi for profit) ma la maggioranza dei diritti di voto rimane a soggetti statali o para-statali, si può parlare di demutualizzazione, anche se il mancato trasferimento del controllo ai privati non permette di definire il mercato come privatizzato. La forma cooperativa (no profit) che caratterizza i mercati anglosassoni prova inoltre che la gestione del mercato da parte dei privati non richiede una forma societaria basata sul controllo azionario.

Dello stesso parere è Lannoo¹⁵, il quale osserva però che la demutualizzazione può essere interpretata come una forma di privatizzazione, seppur ibrida, che rimane tale fino a quando le azioni della nuova società-mercato rimangono nelle mani dei vecchi proprietari.

Secondo Steil¹⁶ per definire il concetto di demutualizzazione l'enfasi non dovrebbe cadere, come spesso accade, sulla natura for profit della borsa, ma deve riguardare il rapporto tra i soggetti ai quali è affidato il controllo della borsa ed i soggetti che su di essa operano. È quindi la separazione tra il controllo (ownership) e l'utilizzo (membership) del mercato a costituire il concetto fondamentale della demutualizzazione.

La trasformazione di una borsa in società per azioni rappresenta solo un prerequisito per la demutualizzazione. La possibilità per soggetti estranei all'attività di intermediazione di borsa (non-member) di acquisire liberamente il controllo della exchange ed il conseguente passaggio da una logica mutualistica verso una logica di profitto costituiscono invece la vera essenza della demutualizzazione.

¹⁴ Si veda IOSCO Technical committee, "Discussion paper on stock exchange demutualization", IOSCO – International organization of securities commissions, 2001

¹⁵ Lannoo K., "Updating EU securities market regulation", CEPS - Center for European Policy Studies, 2000

¹⁶ Steil B., "Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences", The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

Galper¹⁷ a sua volta afferma che la demutualizzazione denota il trasferimento del controllo di una struttura preposta alla negoziazione di valori mobiliari da soggetti impegnati nell'attività di borsa (co-owners) ad azionisti di una società privata (shareholders).

Se il passaggio da una logica market view ad una logica di firm view richiede un cambiamento strutturale teso alla convergenza dei modelli borsistici precedenti verso un modello imprenditoriale, la demutualizzazione dei mercati è una condizione necessaria ma non sufficiente per il cambiamento e non rappresenta quindi il cambiamento in sé¹⁸. L'adozione di una logica imprenditoriale rivolta al conseguimento di un profitto legato alla gestione del mercato di borsa richiede cambiamenti non solo formali ma sostanziali, riguardanti la gestione del mercato sia dal punto di vista strategico che da quello tattico ed operativo. Non mancano comunque posizioni più critiche secondo le quali la demutualizzazione non solo non sarebbe sufficiente per assicurare prosperità (o anche solo per la sopravvivenza) di un mercato, ma non sarebbe addirittura necessaria¹⁹.

Il riconoscimento della natura privata della exchange industry e l'affermazione di una logica imprenditoriale nella gestione delle exchange fanno venir meno il requisito della pubblicità²⁰ del mercato, che è alla base dei monopoli statali, e crea un ambiente competitivo nel quale l'attività di intermediazione, seppur vigilata, è lasciata all'iniziativa privata, libera di creare mercati di borsa alternativi.

Le conseguenze sul piano della struttura riguardano un potenziale aumento del numero di borse all'interno del mercato, con conseguente distinzione tra il mercato mobiliare e la borsa valori. Ogni borsa rappresenta ora un sottoinsieme del mercato mobiliare, tanto più piccolo quanto più grande è il numero di borse attive nel mercato di riferimento.

L'abbassamento di alcune barriere all'entrata, legato allo sviluppo tecnologico che ha reso possibile, da un lato, l'accesso remoto ai mercati, e dall'altro, una riduzione dei costi necessari ad avviare un nuovo mercato di borsa, ha incentivato ulteriormente la concorrenza nel mercato mobiliare facendo entrare in competizione i mercati già esistenti e consentendo lo sviluppo di nuove realtà.

La presenza di barriere all'ingresso è un aspetto fondamentale per la struttura di un mercato, siano esse barriere naturali o artificiali²¹.

La soluzione che caratterizza tuttora i mercati ufficiali consente l'accesso solamente agli intermediari autorizzati. Il riconoscimento da parte del gestore del mercato dell'affidabilità di un nuovo operatore del mercato, sia esso rappresentato da un gruppo di intermediari legati da un vincolo mutualistico o da un'autorità pubblica, è un'esigenza legata al rischio di controparte insito nell'attività di borsa. La presenza di un gap temporale tra il momento dell'accordo ed il momento

¹⁷ Galper J., "Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories", International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), aprile 2000

¹⁸ Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., "Recent development in the structure of securities markets", in "Brooking-Wharton papers on financial services 2000", 2000

¹⁹ Lee R., "The future of securities exchanges", The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

²⁰ Il termine "pubblicità" è usato ad indicare il riconoscimento del mercato di borsa di "bene pubblico", come tale legittimo di tutela da parte dello stato.

²¹ Per barriere naturali si intendono fattori in grado di effettuare una selezione all'ingresso non governata direttamente dagli operatori di borsa (es. fattori tecnologici, costi di avvio elevati, ecc.). Sono barriere artificiali quelle predisposte dagli operatori del mercato con lo scopo specifico di gestirne gli accessi (es. fissazione di requisiti di ammissione, previsione di accessi basati sul rilascio discrezionale di autorizzazioni, ecc.).

dello scambio richiede infatti la fiducia reciproca tra il venditore ed il compratore. La possibilità di ridurre tale gap a pochi secondi che viene offerta dai mercati telematici in grado di offrire un servizio integrato di trading e post trading (clearing e settlement) e la previsione di un sistema dei margini anche sui mercati spot oltre che su quelli derivati riducono enormemente gli effetti del rischio di controparte e quindi la necessità di un'autorizzazione per operare sul mercato. Il processo di disintermediazione che ne segue porta a consentire il libero accesso al mercato da parte degli investitori²². Verificati i requisiti minimi indispensabili per lo scambio (proprietà di titoli in caso di proposte di negoziazione di vendita e disponibilità di una somma di denaro in caso di proposte di negoziazione in acquisto) è lo stesso sistema di borsa ad abbinare le singole proposte e a gestire il resto dell'operazione.

Lo sviluppo di mercati telematici con gestione automatica degli abbinamenti ed il peso crescente della componente informatica nella gestione del mercato hanno evidenziato il ruolo di intermediazione pura svolto dal mercato nella fase di negoziazione. La rilevanza del trading rispetto alle altre fasi del processo produttivo di borsa ha portato ad identificare la borsa non più come un'impresa caratterizzata da un proprio core business, ma come un'impresa che offre un servizio di intermediazione simile a quello offerto dagli intermediari di borsa agli investitori.

Da un lato il passaggio dalla firm view alla broker/dealer view del mercato e dall'altro l'interesse degli intermediari focalizzato sulla fase di trading hanno contribuito a cambiare ulteriormente la struttura del mercato mobiliare, introducendo nuove figure nel mercato e portando a rivedere le competenze delle figure tradizionali.

Se è possibile realizzare un sistema di scambi basato su un apparato telematico (che sia accessibile in termini di costi) ed è possibile alimentarne il funzionamento facendovi confluire le proposte di negoziazione di un numero sufficiente di investitori facendo sì che nell'economia generale dell'iniziativa si arrivi ad un risultato positivo, in assenza di vincoli normativi non c'è motivo per il quale gli intermediari debbano continuare ad utilizzare i mercati tradizionali sopportandone i costi di utilizzo²³.

La somiglianza riconosciuta alla fase di trading con l'attività di intermediazione svolta dagli intermediari verso gli investitori fa sì che le nuove iniziative finalizzate alla creazione di mercati alternativi richiedano alle autorità di vigilanza il riconoscimento della qualifica di intermediari (broker) piuttosto che di mercati (exchange). I maggiori vincoli di vigilanza imposti ai mercati rispetto agli intermediari, i costi legati all'attività di listing e la possibilità di ricorrere all'outsourcing per le attività di post trading, rappresentano validi motivi per scegliere di operare in veste di intermediari piuttosto che di mercati ufficiali.

La struttura del mercato si arricchisce quindi di una nuova figura, gli ATS (alternative trading system), che, distinguendosi in ECN (electronic communication network) e CN (crossing network), aumentano la frammentazione del mercato mobiliare²⁴.

Se quindi nella gestione di un mercato ufficiale viene riconosciuta una prevalente attività di intermediazione, una struttura gerarchica del mercato che pone le borse su un livello superiore

²² Si veda BIS – Committee on the global financial system, “The implications of electronic trading in financial markets”, Bank of International Settlement (BIS), 2001

²³ Per approfondimenti sulle possibilità offerte dai mercati electronic based si veda BIS – Committee on the global financial system, “The implications of electronic trading in financial markets”, Bank of International Settlement (BIS), 2001

²⁴ Conrad J., Johnson K.M., Wahal S., “Institutional trading and alternative trading systems”, University of North Carolina, 2002

rispetto agli intermediari mobiliari diventa priva di fondamento. Le attività di ricerca della controparte e di abbinamento delle diverse proposte di negoziazione svolte dai mercati ufficiali e le medesime attività svolte dagli intermediari e dai mercati alternativi (pseudo-mercati) vengono equiparate cosicché le varie figure del mercato si trovano concettualmente sullo stesso piano. Le conseguenze in termini di struttura sono di un appiattimento della stessa, mentre la teoria del mercato mobiliare subisce un'ulteriore evoluzione.

Definendo come trading venues ogni modalità che consente l'incontro tra domanda ed offerta di valori mobiliari, si propone un modello strutturato in modo tale da lasciare al singolo investitore la scelta della modalità più adeguata per entrare nel mercato. Sarà il processo di selezione legato alla concorrenza tra trading venues a portare il mercato in una situazione di equilibrio dove la coesistenza di trading venues di diversa natura trova giustificazione in una specializzazione di prodotto. La necessità di assecondare le esigenze di utenti differenti (ad esempio investitori retail ed investitori istituzionali) tra loro incompatibili (es. tempi ridotti di esecuzione dell'ordine ed ottimizzazione del prezzo di esecuzione) trova soluzione nell'offerta all'interno del mercato mobiliare di una pluralità di diverse soluzioni d'intermediazione.

Questa tendenza verso una completa equiparazione tra exchange ed altre trading venues sconta alcune critiche volte a sottolineare la presenza di diversi comportamenti opportunistici (free riding) posti in atto dai nuovi soggetti. Gli ECN sono strutture focalizzate nella fase di trading che abbinano proposte di negoziazione utilizzando come riferimenti i prezzi dei mercati ufficiali, usufruendo di un servizio di price-discovery. Questo comportamento permette di sfruttare i guadagni provenienti dal trading, che rappresentano generalmente la principale fonte di reddito per le exchange, evitando i costi del price-discovery. Evitando di definire un proprio prezzo ufficiale e limitandosi a prendere come riferimento quello di un altro mercato, gli ECN riescono a velocizzare i tempi di esecuzione delle proposte di negoziazione attraendo in questo modo gli investitori retail, particolarmente attenti al tempo di esecuzione. In un ambiente concorrenziale è razionale attendersi una riduzione dei volumi di negoziazione dai mercati ufficiali a vantaggio degli ECN. I prezzi di riferimento divengono meno attendibili in quanto il set informativo proveniente dalle varie proposte di negoziazione si è ridotto. Tale peggioramento interessa sia il mercato ufficiale (exchange) sia gli ECN che si trovano a sfruttare un servizio di price-discovery peggiore. Nel complesso si giunge così ad un peggioramento del mercato mobiliare nel suo insieme. La principale forma di tutela degli investitori tradizionalmente adottata in simili situazioni è rappresentata dall'obbligo di concentrazione degli scambi, che impone a tutti coloro che intendano negoziare valori mobiliari per i quali è previsto un mercato ufficiale, di farlo all'interno del mercato stesso. Il principio del libero accesso al mercato che di fatto si è affermato, impedisce il ricorso all'obbligo di concentrazione in quanto rappresenterebbe un'interferenza del gioco concorrenziale. Rendendo omogenee le varie figure del mercato attraverso il concetto di trading venues rimane inoltre da domandarsi quale sarebbe il soggetto beneficiario della concentrazione degli scambi.

La natura opportunistica caratterizza anche l'altra categoria di ATS: i Communication Network (CN). I CN si differenziano dagli ECN per limitarsi all'abbinamento di proposte di negoziazione, tutte necessariamente immesse con limite di prezzo²⁵. Ogni volta che il sistema identifica due proposte di negoziazione compatibili, procede all'abbinamento fissando il prezzo dello scambio: i CN non sfruttano quindi il price-discovery offerto dal mercato ufficiale.

²⁵ Gli ECN, replicando i comportamenti tipici dei mercati ufficiali, consentono di immettere nel sistema delle proposte di negoziazione senza indicazioni di prezzo. In tal caso la proposte di negoziazione verranno abbinare a proposte di segno contrario, immesse alle medesime condizioni, utilizzando come riferimento il prezzo ufficiale. I CN, non avvalendosi del price-discovery del mercato ufficiale, non consentono l'immissione di proposte di negoziazione senza limite di prezzo.

Infatti, sia i CN che gli ECN, ed in generale tutti le trading venues che si concentrano sulla fase del trading, negoziano esclusivamente titoli quotati presso altri mercati, ponendo in essere un comportamento di free-riding centrato stavolta sulla fase di listing. In un mercato di libera concorrenza l'attività di selezione all'ingresso del mercato svolta dal listing dei mercati ufficiali viene sfruttata dagli altri operatori che negoziano sui titoli stessi. Qualora però la concorrenza sul trading vedesse una prevalenza degli ATS, le borse ufficiali verrebbero emarginate dal trading e relegate nella loro funzione di rating. Le prospettive che si aprono in questo caso alle borse ufficiali sono due. Possono (1) riposizionarsi sul mercato focalizzandosi sul listing, che diverrebbe la principale, se non l'unica, voce di ricavo: borsa ed ATS operano così in simbiosi. L'alternativa (2) è tentare di limitare la perdita di liquidità rivedendo le condizioni offerte nel trading. Dato che, in una gestione accentrata, i ricavi provenienti dal trading finanziano l'attività di listing, qualora i ricavi da negoziazione non consentissero di raggiungere il break-even tra costi e ricavi, la borsa dovrebbe uscire dal mercato cessando sia l'attività di trading sia quella di listing. Gli altri operatori si troverebbero così a gestire le negoziazioni di un mercato imprigionato nell'impossibilità di svilupparsi per l'incapacità di quotare nuovi titoli.

La soluzione in questo caso può risiedere nell'ingresso nel mercato di una nuova figura specializzata nel listing e identificabile nelle società di rating. Queste, disponendo del know how necessario per il rating societario, beneficerebbero delle sinergie garantite dall'unione della nuova attività con il loro business tradizionale.

La struttura dei mercati mobiliari attraversa un periodo di cambiamento del quale è difficile definire la durata ed il risultato. Oltre ai cambiamenti nella struttura logica del mercato, intesa come natura e ripartizione dei ruoli riconosciuti all'interno del mercato, si prospettano cambiamenti anche nella segmentazione geografica dello stesso che porteranno all'affermazione di strutture transnazionali.

1.3 Il funzionamento del mercato

L'analisi dei mercati mobiliari passa attraverso l'osservazione delle soluzioni adottate in merito agli aspetti più operativi. Le scelte che più di altre caratterizzano un mercato sono quelle effettuate per il trading, dato che questa è la fase del processo produttivo di borsa più vicina all'attività di intermediazione.

Un aspetto estremamente caratterizzante per un mercato, ed in generale per una trading venues, è il meccanismo di formazione dei prezzi. L'alternativa che si pone è tra un sistema order driven ed uno quote driven²⁶. Nel primo il prezzo è determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta espresse dalle proposte di negoziazione che vengono ordinate in base ad un meccanismo di price priority o di time priority. Nel secondo i prezzi ai quali è possibile acquistare o vendere un titolo vengono stabiliti da un intermediario che opera in qualità di market maker. La scelta tra le due alternative dipende dalle dimensioni del mercato. Una struttura order driven è consigliabile in un mercato di grandi dimensioni, dove il rischio di scarsa liquidità è ridotto. Se i volumi di negoziazione non sono elevati infatti una struttura order driven rischia di favorire la volatilità delle quotazioni. In particolare in un mercato dove le proposte di negoziazione non vengono inserite in modo continuo, lasciando invece che gli scambi si concentrino in momenti fra loro distanti (es. m_1 ed m_2), il rischio è che il prezzo definito nel momento m_1 risulti notevolmente diverso da quello definito nel momento m_2 . L'impegno a far liquidità assunto dagli intermediari attivi nei mercati quote driven, minimizzando tale rischio, consente invece di gestire anche i mercati di dimensioni ridotte.

²⁶ Tra i numerosi contributi in letteratura che adottano la distinzione order/quote driver si vedano Blume M.E., "The structure of the US equity markets", University of Pennsylvania – The Wharton School, 2002 e Demarchi M., Foucault T., "Equity trading systems in Europe – A survey of recent changes", SBF-Bourse de Paris, 1998

L'organizzazione degli scambi dal punto di vista temporale influenza anch'esso l'operatività del mercato. La necessità di negoziare diversi titoli utilizzando la medesima struttura richiede una scelta tra una trattazione "seriale" ed una "parallela". Nel primo caso la giornata di borsa è ripartita in una sequenza di intervalli temporali. In ogni intervallo, per il singolo titolo, si concentrano le proposte di negoziazione in acquisto ed in vendita che vengono gestite attraverso un meccanismo ad asta. Al termine di ogni intervallo viene calcolato il prezzo di mercato²⁷ in base al quale vengono conclusi tutti i contratti della giornata sul titolo in oggetto, per passare poi alla trattazione del titolo successivo. Nel caso di trattazione parallela tutti i titoli possono essere negoziati durante l'intera giornata di borsa grazie all'utilizzo di un sistema automatizzato delle negoziazioni. In un sistema a gestione parallela gli investitori hanno quindi la possibilità di negoziare titoli in un arco temporale ben più ampio di quello concesso da sistemi a gestione seriale. Essi hanno così la possibilità di sfruttare in modo tempestivo le informazioni capaci di influenzare il corso di un titolo e possono disporre di un servizio di price discovery più dettagliato.

Proprio il meccanismo di price discovery garantito dai modelli paralleli è motivo di critica. L'attività di ricerca della controparte svolta dal mercato risulta ottimale nei meccanismi ad asta che caratterizzano i sistemi seriali. In essi il prezzo, e quindi la conclusione degli scambi, viene definito solo dopo che, più o meno formalmente, ogni singola proposta di negoziazione è stata confrontata con le altre. Il prezzo è stabilito quindi in modo efficiente²⁸. La negoziazione continua, associata ai sistemi di negoziazione parallela, non può garantire un livello di efficienza ottimale: si verifica quindi una situazione di trade-off tra la possibilità di una negoziazione continua durante tutto l'orario di borsa aperta (e dunque la velocità della negoziazione) e la qualità del servizio di ricerca della controparte. Non mancano soluzioni intermedie che prevedono una negoziazione continua intervallata da aste svolte ad intervalli regolari durante la giornata di borsa. In questo modo si garantisce la possibilità di negoziare il singolo titolo in un arco temporale ampio, migliorando però il servizio di price discovery.

Facendo riferimento alle modalità attraverso le quali è possibile gestire l'incontro tra la domanda e l'offerta di valori mobiliari si distinguono i mercati open outcry (o alle grida) dagli electronic market (o mercati telematici). Nei primi l'attività di pricing delle singole transazioni è svolta da un banditore che, posizionato all'interno di un recinto, riceve le proposte di negoziazione dagli intermediari. Esso si caratterizza quindi per l'affidamento ad una singola persona fisica della gestione del pricing. In un mercato telematico gli operatori immettono gli ordini utilizzando dei terminali attraverso i quali possono avere accesso ad informazioni circa le richieste degli altri operatori. Sarà compito del sistema automatizzato di borsa determinare il prezzo delle singole transazioni. Anche se è ipotizzabile una struttura di mercato mista che prevede una trattazione parallela sul floor e su un book telematico, la soluzione più frequente è il passaggio da un mercato open outcry verso mercati electronic based.

L'adozione di un mercato telematico consente il remote access, ovvero la possibilità di accedere direttamente al mercato attraverso un collegamento a distanza. Questa opportunità si contrappone all'obbligo di presenza fisica implicito in un mercato open outcry. Il remote access riduce notevolmente i costi di partecipazione al mercato ed incrementa il bacino di utenza potenziale.

²⁷ Il calcolo del prezzo di mercato nei mercati alle grida (open outcry market) avviene ad opera di un banditore che, sentite le proposte degli operatori, stabilisce autonomamente un prezzo che ritiene essere espressione del mercato. Nel caso dei mercati telematici (electronic market) il sistema di gestione del mercato calcola il prezzo ottimale secondo dei parametri predefiniti che, generalmente, sono rivolti ad ottimizzare il volume degli scambi.

²⁸ Il concetto di efficienza al quale si fa riferimento è quello classico di "efficienza paretiana". Non è quindi possibile trovare una combinazione tra le proposte di negoziazione tale che la soddisfazione di un soggetto possa aumentare senza intaccare quella degli altri partecipanti al mercato.

Un aspetto che, pur non interessando direttamente la fase di trading, rappresenta comunque un elemento da valutare è rappresentato dal livello di trasparenza del mercato. Distinguendo tra trasparenza pre-trade e trasparenza post-trade, il riferimento è alla quantità di informazioni messe a disposizione degli intermediari nella fase precedente o successiva allo scambio. La trasparenza pre-trade si riferisce prevalentemente alla possibilità di leggere, in tutto o in parte, il book delle proposte di negoziazione sul singolo titolo quotato. Il grado di trasparenza pre-trade assicurato dal mercato può essere tale da rendere completamente pubblici entrambi i lati del mercato (domande ed offerta), fornendo indicazioni anche sull'identità dell'intermediario che ha immesso l'ordine. Più di frequente tali informazioni vengono considerate riservate e si concede l'accesso soltanto alle prime (tre o cinque) migliori proposte in acquisto ed in vendita. I mercati più opachi tendono a rendere pubblici soltanto il miglior prezzo in acquisto ed in vendita.

La trasparenza post-trade riguarda l'identità della controparte con la quale è stato concluso lo scambio. Questa può essere o meno comunicata alla controparte.

Il grado di trasparenza può assumere un ruolo di primo piano nella fase di progettazione del mercato. Gli investitori istituzionali ed in generale gli investitori che operano su grandi quantità di titoli preferiscono solitamente un grado di riservatezza del mercato più accentuato, a differenza degli investitori retail che considerano positivamente la trasparenza del mercato.

Un ultimo criterio di classificazione del mercato si riferisce al contributo fornito alla price-discovery dai diversi soggetti. La distinzione in questo caso è tra realtà produttrici e realtà consumatrici di informazioni sui prezzi. Delle prime fanno parte i "mercati ufficiali" quelli con i maggiori volumi di negoziazione ed il maggior numero di operatori. Questi, comunicando periodicamente i dati sulle transazioni avvenute sul mercato, forniscono i prezzi di riferimento a realtà quali gli ECN e gli altri sistemi di scambi organizzati che assumono una prospettiva opportunistica utilizzando i prezzi come elementi esogeni dello scambio.

1.4 Gli stakeholder del mercato

Con il termine stakeholder si indicano tutti i soggetti che, più o meno direttamente, sono portatori di interessi nei confronti del mercato mobiliare. Il riferimento non è quindi solo agli organizzatori del mercato e agli intermediari di borsa, che vedono nell'intermediazione mobiliare il proprio core business, ma anche agli investitori, alle società emittenti e alle autorità di vigilanza che, pur tutelando interessi diversi, sono accomunati dall'interessamento verso il mercato.

L'abbandono dei modelli monopolistici del mercato e l'affermazione di una struttura concorrenziale nella exchange industry hanno reso possibile la creazione di nuove figure e ha fatto sì che soggetti in precedenza estranei all'intermediazione mobiliare vi si avvicinassero, arricchendo ulteriormente il panorama degli stakeholder. Il riferimento è agli ATS, ai fornitori di tecnologia, alle agenzie di rating e alle agenzie di stampa.

Mentre alcune delle figure del mercato sono già presenti nelle realtà operative dei mercati, altre presentano interessi che non hanno ancora portato ad un coinvolgimento diretto nella exchange industry, ma che potranno farlo in una prospettiva di medio termine.

Una prima categoria di stakeholder viene definita in letteratura con il termine “owner”²⁹. L’owner è un soggetto che detiene una partecipazione nel capitale di una exchange senza essere coinvolto (in qualità di utilizzatore) nell’attività di intermediazione da questa svolta. Anche se è possibile identificare degli owner in ogni trading venues, questa figura è in genere associata agli azionisti di una exchange che hanno acquistato una partecipazione a seguito di un processo di demutualizzazione del mercato. Secondo alcuni autori il rilievo della presenza di owner all’interno di un mercato è tale che in loro assenza non è possibile parlare di demutualizzazione.

L’assenza di legami con la exchange, diversi dalla partecipazione azionaria, fa sì che la logica degli owner sia orientata esclusivamente al conseguimento di un profitto derivante dall’attività di gestione del mercato. Qualora soggetti appartenenti a questa categoria detengano il controllo della exchange il pricing dei servizi erogati seguirà logiche di mercato.

Con il termine member vengono definiti gli intermediari autorizzati ad operare su un mercato. La figura del member si inserisce quindi in una struttura che prevede l’accesso alle negoziazioni ad un numero ristretto di intermediari che hanno ottenuto un’esplicita autorizzazione. I singoli investitori, o i loro intermediari nel caso questi non siano autorizzati, devono rivolgersi ad un member per inserire le loro proposte di negoziazione sul mercato.

I member si pongono nei confronti del mercato in qualità di utenti. Nella prospettiva di un mercato come di un sistema di comunicazione tra intermediari, i member costituiscono gli utilizzatori di tale sistema. La funzione di utilità dei member dipende quindi positivamente dalla qualità del mercato, a sua volta legata al numero di utenti partecipanti al sistema, al numero di strumenti quotati e alle soluzioni operative adottate per il mercato, mentre i costi dei servizi erogati rappresentano un fattore di influenza negativo.

In quanto unico canale di accesso al mercato, i member godono di un vantaggio monopolistico sugli altri intermediari che si concretizza in una maggiorazione dei costi di intermediazione rispetto ad un mercato in cui sia garantito l’accesso diretto.

Dalla sovrapposizione della figura del member con quella dell’owner nasce la figura dell’owner-member. Lo stesso soggetto detiene una partecipazione al capitale della exchange, svolgendo contemporaneamente un’attività di partecipazione diretta al mercato in qualità di intermediario autorizzato. Caratteristica fondamentale dell’owner-member è di portare un duplice interesse nei confronti del mercato. Come proprietario (owner), egli ha interesse ad ottimizzarne la gestione al fine di massimizzarne il profitto. Il ruolo di utente (member) lo porta invece a preferire una politica di distribuzione del profitto derivante dalla gestione della exchange industry attuata a favore degli utilizzatori attraverso un pricing dei servizi prossimo al costo marginale.

Nel caso in cui il governo della exchange sia affidato ad una maggioranza di owner-member, gli opposti interessi che caratterizzano la duplice natura di questo stakeholder pongono in essere una situazione di conflitto di interesse. Qualora prevalga la natura di owner la gestione della exchange viene orientata verso principi di concorrenza; in caso contrario, qualora sia la natura member a prevalere, le logiche utilizzate sono quelle tipiche delle strutture cooperative.

Le conseguenze, oltre a riguardare il pricing, pongono un problema di tutela delle minoranze. Una exchange a prevalenza owner-member può avere convenienza ad abbassare il pricing dei servizi erogati trasferendo il profitto di gestione agli utilizzatori (member) che beneficiano di un costo dei

²⁹ Per approfondimenti su questa parte si veda Di Noia C., “Customer-controlled firms: the case of stock-exchange”, Department of Economics, University of Pennsylvania, and Divisione studi economici, Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), 1998

servizi più basso. La convenienza per gli owner-member risiede nel fatto che i mancati guadagni subiti come owner, sono più che compensati dalle riduzioni dei costi delle quali beneficiano in quanto member. Gli owner della exchange, rappresentando una minoranza del capitale sociale, subiscono così una riduzione dei propri guadagni non bilanciata da nessun guadagno.

La convenienza da parte del singolo owner-member ad attuare un simile comportamento opportunistico è dettata dal rapporto tra la percentuale dei guadagni totali della exchange spettante al singolo owner-member (in quanto owner), ed il contributo da esso pagato (in quanto member) espresso in termini percentuali sul totale dei costi sostenuti dai member per la partecipazione alla exchange. Un rapporto maggiore di uno fa assumere all'owner-member un comportamento da owner. Viceversa un valore inferiore all'unità fa prevalere la natura di member.

Verificato il rapporto di convenienza per ogni owner-member e sommate le quote societarie detenute dai soli owner-member che presentino un rapporto positivo, se il valore è sufficiente ad ottenere il controllo societario, è possibile prevedere un comportamento della exchange orientato al profitto mentre, in caso contrario, è logico attendersi un comportamento di stampo mutualistico³⁰.

Un quarto stakeholder della exchange industry è la società di gestione del mercato. Anche se la presenza all'interno di un mercato di un soggetto che si occupi della gestione operativa è imprescindibile, il riconoscimento dell'autonomia dell'organo amministrativo rispetto ad altre figure del mercato è recente. Sia nell'approccio anglosassone che in quello continentale è mancato, fino all'affermarsi della demutualizzazione, il pieno riconoscimento dell'autonomia del gestore del mercato. Nei mercati a carattere cooperativo la gestione è affidata agli stessi intermediari che vi operano, mentre nei mercati pubblici l'autonomia gestionale sconta le influenze di indirizzo provenienti dagli organi governativi.

Il core business della società di gestione è appunto la gestione dell'organizzazione di borsa. Rientrano nei suoi compiti la predisposizione delle strutture logistiche, la fissazione delle regole di mercato, il pricing dei servizi di borsa ed il controllo sul regolare svolgimento delle operazioni. Quello della società di gestione nei confronti della exchange industry è quindi un interesse diretto.

È compito della società di gestione definire le scelte inerenti l'assetto del mercato quali la sua natura retail o wholesale, l'utilizzo di un sistema di negoziazione open outcry o electronic based o il grado di selettività imposto dai requisiti per l'ammissione alla quotazione.

Una figura che, pur non avendo accesso diretto, ha un interesse nei confronti del mercato è l'intermediario non autorizzato. Esso non dispone dell'autorizzazione ad interagire con gli altri operatori autorizzati e per farlo deve rivolgersi ad un intermediario autorizzato, subendo egli stesso un processo di intermediazione. L'intermediario non autorizzato si rivolge al mercato sia come acquirente di servizi sia come fornitore di liquidità. Il rapporto tra intermediario e mercato è quindi duplice e si basa sull'interesse da parte dell'intermediario a disporre di un mercato efficiente, ma anche sull'interesse del mercato ad attirare a sé gli intermediari non autorizzati per aumentare la liquidità del sistema.

Il legame tra intermediari non autorizzati e mercato si replica nel rapporto tra investitori ed intermediari. L'investitore ha interesse a negoziare i propri titoli sul mercato, mentre l'intermediario ha interesse ad aumentare i propri volumi di intermediazione. Nella prospettiva del mercato come

³⁰ Per approfondimenti sugli equilibri societari all'interno di exchange a struttura cooperativa si vedano Hart O., Moore J., "The Governance of Exchanges, Members Cooperative versus Outside ownership", Oxford Review of Econ. Policy, 1996, e Pirrong C., "A theory of financial exchange organization", University of Chicago, The Journal of Law and Economics, vol.43 n.2, ottobre 2000

network di comunicazione l'investitore rappresenta il vero utilizzatore del sistema, mentre gli intermediari, siano o meno essi autorizzati, costituiscono i canali di trasmissione della comunicazione. Come in un network l'utilità dei singoli utilizzatori aumenta all'aumentare del numero complessivo degli utilizzatori e dei servizi disponibili, così in una exchange l'interesse degli investitori verso il mercato cresce al crescere della liquidità del sistema e del numero dei strumenti su di esso trattati.

Tra i nuovi stakeholder della exchange industry si trovano i fornitori di tecnologia. Il passaggio dai mercati di tipo open outcry verso strutture electronic based ha notevolmente amplificato il rilievo di questa figura nel mercato. Fino all'adozione di sistemi per la gestione degli scambi totalmente automatizzati, la tecnologia ha assunto una funzione di supporto all'attività di borsa. L'utilizzo di mercati totalmente elettronici ha invece caricato sui fornitori di tecnologia la responsabilità del funzionamento complessivo del mercato³¹.

La possibilità di porre in essere un mercato totalmente automatizzato ha reso possibile anche l'affermazione degli alternative trading system (ATS). La natura "alternativa" è nella posizione di distacco assunta nei confronti delle borse valori ufficiali. Gli ATS si pongono quindi come concorrenti delle borse ufficiali (exchange) e trovano nel mercato mobiliare il proprio ambiente competitivo. Gli interessi specifici sono quindi di un ampliamento dei volumi negoziati a scapito delle altre trading venues.

Il compito di monitorare il mercato mobiliare al fine di tutelarne la stabilità e di garantirne il rispetto delle regole da parte dei vari stakeholder fa a loro volta assumere alle autorità di vigilanza il ruolo di stakeholder.

Per ciò che riguarda le figure del post-trading le forti economie di scala presenti nel clearing e nel settlement portano i soggetti incaricati a cercare un ampliamento della propria influenza sul mercato teso al raggiungimento di una situazione di monopolio che garantirebbe loro l'ottimizzazione del processo produttivo. Il diverso posizionamento nel processo produttivo di borsa³² consente loro di rivolgersi sia ai mercati tradizionali (exchange) che ai mercati alternativi.

Le agenzie di rating e le agenzie di stampa costituiscono gli stakeholder più recenti. Per le prime l'interesse nei confronti del mercato è indirizzato alla fase del listing, dove hanno la possibilità di sfruttare le proprie competenze in tema di analisi finanziaria. L'interesse delle agenzie di stampa è rivolto invece ai dati di borsa. La possibilità di costituire un canale di accesso preferenziale ai dati di mercato rappresenta, per chi opera in modo professionale nella distribuzione delle informazioni, una modalità di integrazione a monte del processo produttivo.

³¹ Hasan I., Malkamaki M., Schmiedel H., "Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence", Bank of Finland discussion paper, 2002

³² Le exchange e gli ATS si concentrano nella fase di trading mentre i gestori del clearing e del settlement occupano il post-trading.

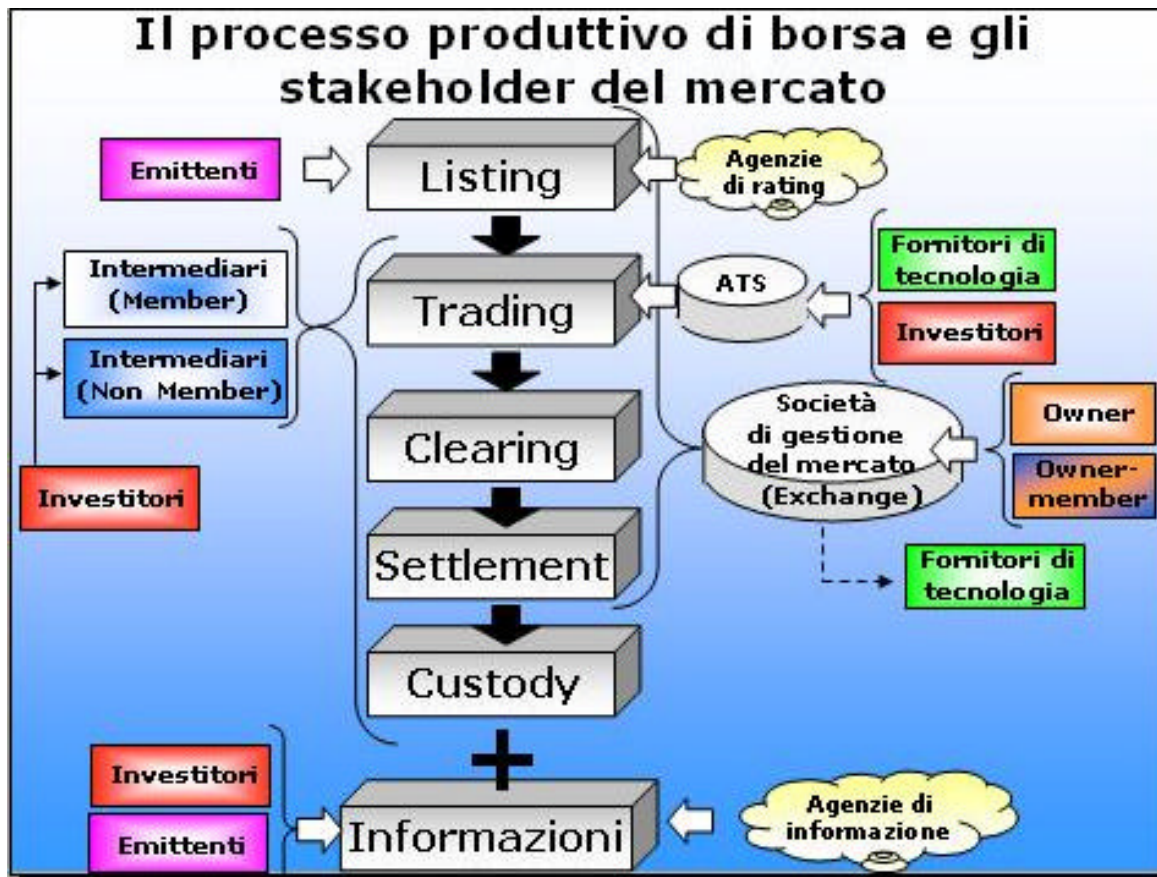


Figura 1: il processo produttivo di borsa e gli stakeholder del mercato

Gli interessi portati avanti dai vari stakeholder sono tra loro diversi ed a volte contrastanti. La tendenza al cambiamento mostrata dai mercati negli ultimi anni interessa anche le figure del mercato che, adattandosi a tale processo evolutivo, possono cambiare parte delle proprie caratteristiche rendendo meno definiti i confini tra le varie figure del mercato. È inoltre possibile che lo stesso soggetto possa ricoprire più di un ruolo, dando vita a sovrapposizioni nella struttura del mercato e creando conflitti di interesse non trascurabili.

Capitolo 2

L'integrabilità delle strutture nella exchange industry

- 2.1 Un'ipotesi di struttura del mercato
- 2.2 Integrazione orizzontale e integrazione verticale
- 2.3 I modelli di integrazione del mercato
 - 2.3.1 *Le quotazioni multiple*
 - 2.3.2 *Le alleanze*
 - 2.3.3 *I collegamenti in rete (Network)*
 - 2.3.4 *Le fusioni*
 - 2.3.5 *Le acquisizioni ostili*
 - 2.3.6 *La concorrenza pura*
- 2.4 I percorsi integrativi

Capitolo 2 – L'integrabilità delle strutture nella exchange industry

2.1 Un'ipotesi di struttura del mercato

L'analisi delle soluzioni integrative che possono interessare un mercato mobiliare passa attraverso la definizione iniziale della struttura del mercato di riferimento. La comprensione delle dinamiche aggregative che coinvolgono i singoli sottomercati richiede l'individuazione delle estensioni geografiche del mercato considerato, del grado di frammentazione dello stesso e della segmentazione adottata in ogni sottomercato per la negoziazione dei diversi strumenti mobiliari.

Si prende come riferimento il mercato mobiliare europeo, considerando i singoli sottoinsiemi (sottomercati) rappresentati dai mercati nazionali dei paesi dell'Europa occidentale, dell'Europa orientale, della Scandinavia e della Gran Bretagna. Si ipotizza che ogni mercato nazionale adotti una segmentazione che negozia in mercati tra loro diversi gli strumenti azionari, quelli obbligazionari ed i derivati. Il risultato è un mercato composto da "n" sottomercati ognuno a sua volta articolato in tre comparti basati su una specializzazione per prodotto.

Tralasciando la fase del custody, tipicamente meno coinvolta nei processi di integrazione, ogni mercato viene scomposto nelle sue componenti fondamentali (listing, trading, clearing e settlement).

Ipotizzando l'omogeneità tra le strutture dei singoli mercati nazionali viene per il momento esclusa la possibilità che in alcuni paesi il mercato mobiliare sia identificato da un'unica borsa valori al cui interno vengono negoziati, accanto ai titoli azionari, anche obbligazioni e derivati, così come è scartata l'ipotesi opposta di elevata segmentazione del mercato dove alcuni strumenti vengono negoziati in appositi mercati (es. "nuovi mercati" per titoli legati al settore della tecnologia o "mercati dei covered warrant" per la negoziazione dei c.w.). La rimozione di tali ipotesi non incide comunque sulla validità delle considerazioni di seguito effettuate.

2.2 Integrazione orizzontale e integrazione verticale

Per integrazione dei mercati mobiliari ci si riferisce alla tendenziale diminuzione del numero dei soggetti coinvolti direttamente nella gestione degli scambi di valori mobiliari e allo sviluppo di collegamenti tra questi finalizzati alla condivisione di regole, modalità di accesso e strumenti.

A seconda delle direzioni verso le quali si dirige l'integrazione è possibile distinguere tra forme di integrazione orizzontale e forme di integrazione verticale.

Si verifica un'integrazione verticale quando all'interno di un mercato la gestione di più fasi del processo produttivo di borsa, precedentemente affidate a soggetti diversi, vengono accentrate dal medesimo soggetto economico. L'integrazione orizzontale avviene invece quando lo stesso soggetto aumenta il proprio controllo su una singola fase del processo produttivo.

Applicando il concetto di integrazione ai vari comparti del mercato mobiliare europeo (azionario – obbligazionario – derivato) si distinguono:

- ? integrazioni orizzontali su un singolo comparto;
- ? integrazioni orizzontali su più comparti;
- ? integrazioni verticali su un singolo comparto;

? integrazioni verticali su più comparti.

L'integrazione orizzontale su un singolo comparto si verifica quando un unico soggetto assume il controllo di un fase del processo produttivo (es. trading) per l'intero mercato dello strumento considerato (es. mercato azionario). Prendendo come riferimento il mercato azionario europeo, in caso di integrazione del trading, l'attività di abbinamento delle proposte di negoziazione viene gestita dal medesimo soggetto per tutti i titoli azionari negoziati in Europa. L'attività di quotazione (listing) e di regolazione delle transazioni (clearing e settlement) rimane invece frammentata in una pluralità di gestori.



Figura 1: integrazione orizzontale su un singolo mercato

Nel caso di integrazione orizzontale su più comparti il controllo accentrato di una singola fase da parte di un unico soggetto interessa diversi comparti del mercato (es. azionario e derivato). Un fase del processo produttivo di borsa risulta completamente integrata qualora tutti i comparti del mercato vengano gestiti in modo accentrato dal medesimo soggetto.



Figura 2: integrazione orizzontale su più mercati

Se in un comparto del mercato si verifica un'integrazione verticale l'intera catena del valore – listing, trading, clearing e settlement – viene ad essere gestita dal medesimo soggetto. È quindi verticalmente integrato un mercato (es. mercato derivato italiano) nel quale lo stesso soggetto si occupa, oltre che del listing, anche del trading e del post-trading.



Figura 3: integrazione verticale su un singolo mercato

L'integrazione verticale su più comparti avviene invece se il controllo dell'intera catena del valore di borsa da parte del medesimo soggetto avviene contemporaneamente sui mercati di più strumenti.

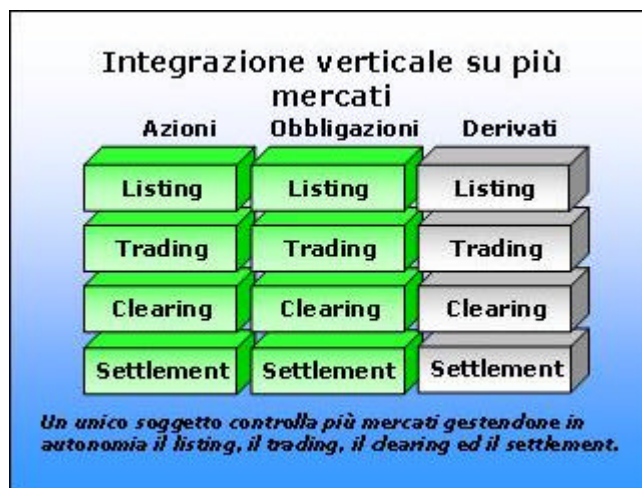


Figura 4: integrazione verticale su più mercati

Un mercato totalmente integrato, sia orizzontalmente che verticalmente, si verifica infine quando un unico soggetto si occupa di quotare, negoziare e regolare gli scambi su tutti gli strumenti finanziari del mercato di riferimento.



Figura 5: integrazione totale del mercato

Le conseguenze che seguono i processi integrativi orizzontali rispetto a quelli verticali sono differenti ed altrettanto diversi sono gli incentivi legati alle due alternative. Le integrazioni verticali costituiscono le soluzioni con i minori incentivi dal punto di vista del know how richiesto. Le differenze nelle competenze necessarie per gestire l'intero processo produttivo di borsa sono tali da scoraggiare processi integrativi che siano fini a se stessi. L'investimento richiesto in termini di know how rischia infatti di non essere ripagato dalle sinergie provenienti dall'integrazione.

Maggiormente appetibile risulta invece l'integrazione orizzontale. La possibilità di attuare delle economie di scala, pur raggiungibili in tutte le fasi del processo produttivo, assumono particolare rilevanza nelle attività di post-trading. A proposito non mancano contributi a favore di una completa integrazione orizzontale del mercato³³, della quale beneficerebbero sia gli emittenti che gli investitori ed i cui vantaggi, misurabili in termini di nuovi servizi³⁴, sarebbero tali da compensare gli inconvenienti legati all'adozione di un sistema monopolistico.

Rientrano nell'ambito delle integrazioni orizzontali anche quelle miranti ad integrare i mercati a pronti (azionari ed obbligazionari) con i mercati a termine (derivati). I legami forti tra i primi ed i secondi suggeriscono la presenza di un vantaggio organizzativo in una gestione accentrata dei due.

A favore di progetti integrativi che si muovano lungo linee orizzontali si è espressa anche la BCE sostenendo che implicano un maggior grado di integrazione e cooperazione transfrontaliera tra istituzioni che forniscono prodotti e servizi analoghi³⁵.

A sostegno di soluzioni integrative verticali rimane comunque la possibilità, in caso di mercati electronic based, di sfruttare i vantaggi derivanti da una completa automazione nel trattamento dei dati relativi alla singola transazione. È però anche vero che i vantaggi legati ad uno straight through processing possono comunque essere sfruttati da una forte collaborazione tra le strutture del trading e quelle del post-trading³⁶. Si consideri infine che strutture verticalmente integrate a livello nazionale sono spesso, più che una prospettiva da valutare, una situazione di fatto lasciata in eredità dalla tradizione monopolistica dei mercati nazionali europei.

³³ Steil B., "The european equity markets", The european capital markets institute, 1996

³⁴ I riferimenti sono a servizi quali il prestito di titoli, il collateral management, il netting delle posizioni e la velocità nei tempi di esecuzione delle operazioni.

³⁵ Si veda BCE – Banca Centrale Europea, "Bollettino mensile", febbraio 2000

³⁶ Galper J., "Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories", International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), aprile 2000

Un'ultima considerazione riguarda la natura monopolistica dei processi integrativi. Un mercato che sia verticalmente, ma soprattutto orizzontalmente, integrato rischia di riproporre i problemi legati agli approcci monopolistici tipici dei mercati mobiliari del recente passato. Comportamenti anticompetitivi, posti in essere dai gestori del mercato (o di una fase dello stesso), possono compromettere i vantaggi legati ad una gestione privatistica dello stesso³⁷.

2.3 I modelli di integrazione del mercato

Indipendentemente dalla direzione dell'integrazione (orizzontale o verticale) le forme che questa può assumere e le modalità attuative che possono caratterizzarla sono diverse. A distinguere i diversi modelli di integrazione è anzitutto la loro forza integrativa. Si distinguono forme di integrazione deboli da forme integrative più forti. Le prime, delle quali fanno parte le quotazioni multiple e le alleanze, si caratterizzano per una natura integrativa che raramente conduce ad un'integrazione assoluta del mercato. Gli scarsi vincoli da queste contemplati, agendo soprattutto sulla fase operativa del mercato piuttosto che sulla struttura dello stesso, lasciano sostanzialmente invariato il numero ed i rapporti tra i diversi soggetti del mercato. Le forme forti dell'integrazione, provocando dei cambiamenti strutturali, consentono invece di ridisegnare l'intero assetto del mercato ridefinendo il numero dei soggetti coinvolti e modificando gli equilibri preesistenti tra i diversi stakeholder. Le principali forme di integrazione forte, di seguito analizzate, sono i collegamenti in rete (network), le fusioni, le acquisizioni ostili e la concorrenza pura.

I modelli di integrazione si caratterizzano anche per il diverso grado di autonomia riconosciuto ai singoli partecipanti. Mentre alcuni tutelano l'identità dei soggetti coinvolti, in altri casi l'integrazione passa attraverso la creazione di una nuova entità che sostituisce in tutto o in parte le precedenti.

Il carattere più o meno definitivo di alcune soluzioni, così come il livello di integrazione più o meno spinto da esse garantito, rendono quella tra i modelli di integrazione una scelta non necessariamente alternativa. Le soluzioni meno vincolanti ad esempio non precludono l'adozione, in momenti successivi, di soluzioni più impegnative. Esse anzi possono rappresentare una tappa di avvicinamento posta all'interno di un percorso diretto verso soluzioni di più ampio respiro³⁸. È quindi possibile definire dei percorsi integrativi³⁹ dei quali, in alcuni casi, i partecipanti definiscono a priori in modo esplicito ogni passaggio, mentre in altri i collegamenti tra i vari mercati costituiscono i primi passi lungo un percorso che verrà definito in itinere tenendo conto dei risultati ottenuti e dei comportamenti riscontrati negli altri operatori del mercato non coinvolti nel progetto.

2.3.1 Le quotazioni multiple

Il modello delle quotazioni multiple fa parte dei modelli di integrazione debole del mercato. Esso ipotizza una struttura del mercato frammentata in una pluralità di exchange⁴⁰ attive sui medesimi strumenti e prive tra loro di ogni collegamento strutturale od operativo. Prendendo come riferimento

³⁷ Lee R., "The future of securities exchanges", The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

³⁸ A tal proposito risulta calzante la metafora utilizzata da Marosi e Szeles (2001) "Engagement is a good trial period before marriage"

³⁹ Si veda Lucarelli C., "Gli accordi internazionali fra mercati", in Anderloni L, Basile I., Schwizer P. (a cura di), "Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry", Bancaria editrice, Roma, 2001

⁴⁰ Il modello delle quotazioni multiple, operando un'integrazione basata sull'attività di listing, coinvolge direttamente le exchange ma non gli Ecn ed i Cn, estranei all'attività di listing.

il mercato mobiliare europeo il modello delle quotazioni multiple ben si adatta al caso di una frammentazione nazionale che vede ogni nazione quotare e negoziare esclusivamente titoli di emittenti domestici.

Il fattore integrativo risiede nella spontanea iniziativa degli emittenti dei valori mobiliari già quotati volta a richiedere la quotazione anche nelle altre exchange. In una situazione dove tutti i titoli sono quotati in tutte le exchange, queste ultime perdono la propria autonomia funzionale per diventare semplici punti di accesso ad un mercato di fatto unificato. Le condizioni di arbitraggio garantirebbero l'uguaglianza del prezzo tra le varie trading venues e tutti gli investitori avrebbero a disposizione l'intera gamma degli strumenti emessi nell'intero mercato di riferimento. L'integrazione si ottiene quindi per una situazione di fatto, mentre il mercato rimane formalmente frazionato in una pluralità di gestori.

La classificazione delle quotazioni multiple all'interno delle forme deboli di integrazione è dovuta alla scarsa probabilità che tutti gli emittenti decidano spontaneamente di quotarsi in tutte le exchange. Oltre a motivi statistici, lo scetticismo verso tale risultato trova giustificazione nel fatto che gli emittenti che optano per una seconda quotazione tendono generalmente a scegliere un solo mercato aggiuntivo nella convinzione che questo garantisca loro i migliori risultati in termini di liquidità e visibilità sul panorama internazionale. Le quotazioni multiple comportano inoltre una duplicazione nei costi di listing. Le fee periodiche sono da riconoscere distintamente ad ogni exchange, così come le comunicazioni e le documentazioni richieste si moltiplicano. Gli sforzi necessari per il mantenimento delle quotazioni multiple, aggravati dalla possibilità che gli standard e le procedure per l'assolvimento degli obblighi di listing siano a loro volta diversi, rischiano così di non trovare adeguato ritorno. Il rischio di frammentare la liquidità del titolo in una pluralità di piazze, con conseguente aumento della volatilità delle quotazioni, e l'obbligo di sottostare ai controlli di diverse autorità di vigilanza assottigliano ulteriormente le probabilità di integrazione.

Il fatto di basarsi sulla spontanea iniziativa degli emittenti, e quindi di non richiedere un intervento legislativo né un cambiamento nella struttura dei mercati, pur rappresentando un aspetto positivo del modello, non è sufficiente per rivederne il giudizio complessivo.

Quanto detto non toglie che il modello conserva una propria funzione coadiuvante nei confronti dell'integrazione. La quotazione del medesimo titolo in due mercati può essere interpretata come indice di compatibilità dei mercati stessi. Se gli stessi emittenti scelgono i medesimi mercati è molto probabile che il posizionamento strategico del primo mercato (target di clientela, struttura del mercato, ecc.) sia uguale a quello del secondo. Un'eventuale integrazione dei mercati in questione garantirebbe quindi un aumento delle dimensioni del mercato "unico", nonché la possibilità di beneficiare di sinergie strutturali ed organizzative. Se un titolo è disponibile su due mercati gli intermediari attivi su entrambi entrano in competizione facendo aumentare il livello di concorrenza ed i livelli di efficienza del mercato nel complesso. Infine la possibilità per gli investitori di poter negoziare anche su titoli di emittenti stranieri può modificare le abitudini degli investitori stessi, caratterizzate da una spiccata preferenza per i titoli domestici (home bias)⁴¹.

Se un'integrazione totale del mercato tramite le quotazioni multiple è una prospettiva da scartare, ciò che invece è realizzabile è la costituzione di un mercato unico delle blue chips. La possibilità di aumentare la propria visibilità internazionale è una delle motivazioni principali delle imprese che decidono di richiedere una seconda quotazione. Qualora una exchange all'interno del mercato garantisca un livello di visibilità notevolmente superiore alle altre, questa svilupperebbe una capacità attrattiva delle imprese intenzionate al double-listing. Dato che la doppia quotazione rientra

⁴¹ Sulla natura e le dimensioni del fenomeno (home bias) si veda Da Rin M., "Mercato unico delle azioni? Ci vorrà ancora tempo", Università di Torino, Torino, 1999

in genere all'interno di una più ampia strategia di internazionalizzazione delle imprese⁴² posta in essere solo dalle imprese di maggiori dimensioni, è ipotizzabile che i titoli oggetto di nuova quotazione siano delle "blue chips", ovvero dei titoli di riferimento per i singoli mercati nazionali.

La prospettiva è così di un mercato a due velocità. La progressiva specializzazione del mercato ad alta visibilità ne farebbe un mercato transnazionale rivolto alle principali imprese delle singole aree economiche dell'area geografica di riferimento, mentre il contemporaneo impoverimento dei singoli mercati nazionali (causa delisting) e la conseguente specializzazione sui titoli emessi da emittenti con prevalenti interessi domestici, ne decreterebbe la natura locale.

2.3.2 *Le alleanze*

Le alleanze trovano applicazione nell'ambito delle forme di integrazione orizzontale del mercato. I soggetti coinvolti dal modello appartengono infatti alla medesima fase del processo produttivo di borsa.

Le modalità attraverso le quali può essere posta in essere un'alleanza sono diverse. La prospettiva dalla quale inquadrare correttamente questo modello integrativo è quella che vede in esso una "modalità di approccio" all'integrazione, quindi un concetto ampio, mutevole, difficilmente riconducibile ad un meccanismo di integrazione predefinito e standardizzato. L'idea fondamentale alla base delle alleanze è che la condivisione dei medesimi standard di prodotto e di processo costituisce un requisito dell'integrazione. Le alleanze, intese come accordi volti ad armonizzare le procedure di listing, trading o di post-trading, oppure come la fissazione di standard comuni su aspetti regolamentari ed operativi costituiscono forme di integrazione del mercato, seppur in forma debole.

Rientrano quindi nelle alleanze accordi tra exchange finalizzati a condividere i medesimi requisiti per il listing, mentre nella fase del trading un'alleanza può concretizzarsi nella disponibilità fornita ad una trading venues (exchange, Ecn, Cn, ecc.), da parte di un'altra, di una piattaforma elettronica (condivisa) per le negoziazioni.

Le alleanze rientrano nelle forme deboli dell'integrazione perché solitamente si basano su accordi che non precludono la possibilità di un annullamento. I livelli di armonizzazione e gli standard fissati costituiscono spesso delle semplici linee guida, come tali insufficienti per dar vita a fenomeni integrativi. L'eventualità di porre in essere accordi maggiormente impegnativi, pur possibile, si scontra con la considerazione del fatto che una maggiore armonizzazione implica un aumento della comparabilità delle prestazioni offerte dai soggetti coinvolti, cui segue un conseguente aumento del livello di concorrenza con il rischio per i soggetti coinvolti di vedersi sottrarre liquidità dalla trading venues alleata.

Un elemento a favore dei modelli integrativi basati su alleanze è il limitato numero di soggetti coinvolti. A differenza soprattutto delle quotazioni multiple, dove si richiede l'iniziativa congiunta di un numero considerevole di emittenti, nelle alleanze la spinta integrativa proviene dai gestori della fase produttiva interessata (listing, trading, ecc.) che, essendo numericamente inferiori, hanno maggiori probabilità di giungere ad un accordo.

⁴² Per una trattazione completa delle caratteristiche proprie delle strategie di internazionalizzazione si veda Sciarelli S., "Economia e gestione dell'impresa", Cedam, Padova, 1997

2.3.3 I collegamenti in rete (Network)

I collegamenti in rete di più trading venues si basano sulla considerazione che il trading rappresenta la fase di maggior peso dell'attività di borsa. Sia il listing che tutto il post-trading rappresentano attività di supporto allo scambio ed inoltre è con il trading che gli investitori interagiscono tra loro. In questa prospettiva per ottenere una concreta integrazione del mercato è quindi necessario integrare soprattutto l'attività di trading.

Se nella prospettiva degli investitori l'integrazione si riferisce alla possibilità loro concessa di operare tutti sugli stessi strumenti, allora è possibile integrare un mercato adottando una soluzione che colleghi le varie trading venues facendo interagire fra loro i vari operatori, in precedenza isolati in diversi gruppi di scambio.

Le modalità attraverso le quali possono avvenire tali collegamenti sono due, riportate in letteratura rispettivamente come "spaghetti model" e modello "hub and spoke".

Nello spaghetti model⁴³ l'interazione tra i partecipanti è garantita attraverso un collegamento diretto tra i book delle varie trading venues.

Nel caso di due exchange (A e B), un investitore che decide di acquistare titoli negoziati su B accedendo da A deve inserire la propria proposta di negoziazione che verrà inoltrata, grazie al collegamento predisposto (link), sulla exchange B. La proposta verrà visualizzata sul book di B che, qualora trovi applicazione, provvede a chiudere lo scambio: la transazione avviene quindi direttamente tra gli investitori.

La percezione che gli operatori del mercato hanno è quella di un unico book sul quale vengono riportate le proposte di acquisto e di vendita per tutti i titoli disponibili, senza avere indicazione della trading venues che gestisce realmente gli scambi sul singolo strumento. Si può parlare quindi di un'integrazione virtuale visto che i soggetti coinvolti, pur con un elevato grado di interazione reciproca, mantengono la propria identità.

Un inconveniente dello spaghetti model, presente in tutti i modelli basati su network, è l'eccessiva attenzione prestata al trading. Le questioni riguardanti il clearing ed il settlement rimangono infatti fondamentali per lo svolgimento del mercato nel suo complesso.

La necessità di collegare reciprocamente tutte le trading venues aderenti al sistema richiede la predisposizione di " $n*(n-1)$ " collegamenti: sicuramente troppi per integrazioni che coinvolgano più di qualche aderente⁴⁴.

⁴³ Si veda Alemanni B., "Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull'attività di vigilanza" Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Milano, 2001

⁴⁴ Nell'ipotesi che le trading venues coinvolte siano 5, il numero dei collegamenti necessari è pari a 20 ($= 5*(5-1)$). Nel caso i soggetti coinvolti diventino 10 i collegamenti diverrebbero 90 ($=10*(10-1)$), ecc.

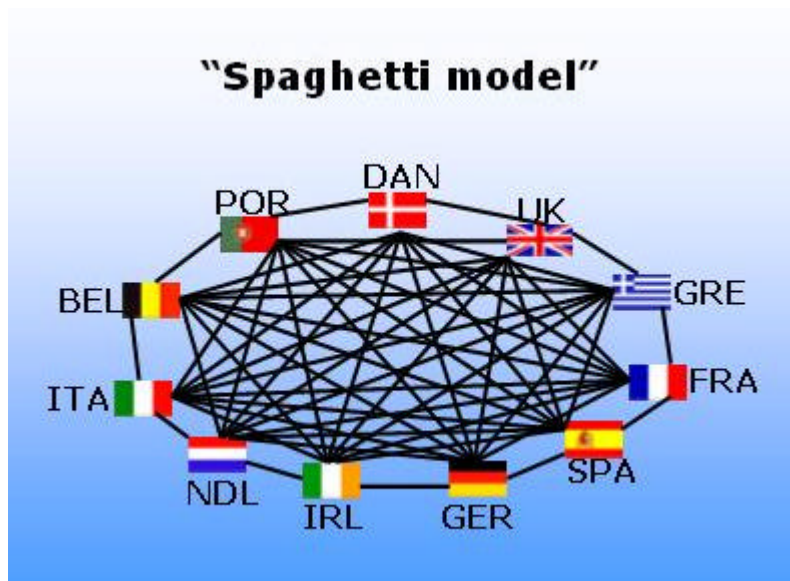


Figura 6: spaghetti model

Per risolvere il problema dell'eccessivo numero di collegamenti dello spaghetti model si è pensato di creare una nuova entità dedicata allo smistamento delle proposte di negoziazione in transito da una trading venues all'altra. La nuova entità viene definita "hub", mentre le singole trading venues con le quali interagisce assumono la funzione di "spoke".

Se nello spaghetti model ogni soggetto deve essere collegato a tutti gli altri, nel modello hub and spoke è sufficiente che la trading venues aderente si colleghi all'hub, indipendentemente dal destinatario della richiesta. In tal modo il numero dei collegamenti per un mercato con n partecipanti è ridotto ad n .

Un network che adotti una struttura hub and spoke è maggiormente strutturato rispetto ad uno spaghetti model data la presenza di un soggetto autonomo dai singoli partecipanti.

Il modello hub and spoke non è comunque privo di inconvenienti. Il funzionamento ottimale del mercato è garantito solo nel caso di completa integrazione anche nel clearing e nel settlement⁴⁵, inoltre l'accentramento in una singola struttura dell'attività di coordinamento rende il mercato fragile. In caso di blocco dell'hub divengono infatti impossibili tutti gli scambi sui titoli non negoziati localmente. Infine, nel caso il mercato oggetto di integrazione comprenda paesi differenti, non è chiaro come risolvere il problema della vigilanza sul mercato visto che l'hub, mettendo in relazione trading venues di diversi paesi, assume una natura internazionale mentre le autorità di vigilanza operano a livello locale.

⁴⁵ Nel caso l'hub si trovi a gestire delle trading venues che operano con una pluralità di gestori per il post-trading, l'hub si troverebbe a gestire anche l'attività di smistamento per il clearing ed il settlement.

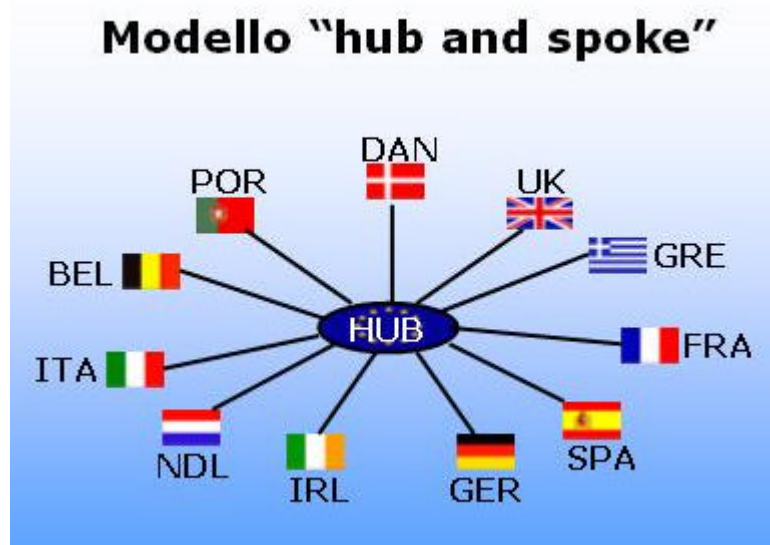


Figura 7: modello "hub and spoke"

Sia nella versione più cooperativa (spaghetti model) che in quella più gerarchica (hub and spoke) il network è un modello di integrazione forte. La riduzione della frammentazione del mercato è massiccia e l'attività di coordinamento impegna pesantemente tutti gli aderenti al sistema.

L'integrazione ottenuta grazie ai collegamenti in rete, rispettando le singole identità dei partecipanti, consente di assecondare il "national proud"⁴⁶ associato alla presenza di una exchange di riferimento a livello nazionale.

I network hanno il pregio di coinvolgere tutti gli utilizzatori pur non richiedendo un coinvolgimento diretto nella fase di avvio. Inoltre il risultato finale è di un'integrazione effettiva anche sul piano operativo. I titoli delle altre trading venues sono resi disponibili, senza la necessità di una duplice quotazione, inoltrando direttamente le proposte di negoziazione all'esterno della trading venues d'accesso.

Il principale difetto dei modelli a network è invece l'applicabilità, quasi esclusiva, ai mercati electronic based.

2.3.4 Le fusioni

Un'integrazione del mercato tramite fusioni raggiunge l'obiettivo di ridurre il numero dei soggetti coinvolti nello svolgimento di un'attività attraverso la creazione di un nuovo soggetto che sostituisce i precedenti. La nuova società non svolge quindi semplici incarichi di coordinamento ma si occupa del core business dei soggetti aderenti al progetto. Questi cedono la proprie strutture, i know how e le liquidità dei rispettivi mercati, cessando lo svolgimento della propria attività e

⁴⁶ Il tema dell'orgoglio nazionale legato alla presenza di una borsa ufficiale all'interno di un paese è affrontato da Claessens, Klingebiel e Schmukler. Gli autori sostengono che la presenza di una borsa ufficiale all'interno di una nazione sia avvertita come un'affermazione dell'identità nazionale prima ancora che come un meccanismo di scambio per i valori mobiliari. Un altro esempio di orgoglio nazionale è la presenza di compagnie aeree "di bandiera" anche in paesi che potrebbero avvalersi dei servizi offerti da compagnie estere. Per approfondimenti sul tema si veda Claessens S., Klingebiel D., Schmukler L., "The future of stock exchanges in emerging economies: evolution and prospects", Brooking-Wharton papers on financial services, 2002

ricevendo in cambio una partecipazione azionaria nel nuovo soggetto di borsa. Rientrando nell'ambito della finanza straordinaria, il processo di integrazione si caratterizza per l'ufficializzazione dell'integrazione anche a livello giuridico.

L'integrazione che segue un processo di fusione è sicuramente forte e pressoché irreversibile.

Le fusioni presentano notevoli vantaggi. Un primo vantaggio è la garanzia di una integrazione completa. Il nuovo soggetto gestisce a livello accentrato non solo le strutture operative, ma anche l'accesso al mercato ed il bacino d'utenza degli aderenti al progetto. In secondo luogo, una fusione ottimizza la gestione delle risorse dal momento che evita la duplicazione delle strutture, inevitabile nei modelli di tipo cooperativo (alleanze e network). Infine, dato che le precedenti organizzazioni confluiscono nel nuovo soggetto, si ridimensionano notevolmente i problemi di coordinamento.

Anche il modello integrativo delle fusioni non è privo di inconvenienti. Come tutte le operazioni di finanza straordinaria, esso risulta facilmente applicabile solo se i soggetti coinvolti sono costituiti in forma societaria. L'eventualità che le trading venues coinvolte abbiano subito un processo di demutualizzazione costituisce così un'ipotesi implicita del modello.

L'aspetto di maggiore preoccupazione delle fusioni riguarda la vigilanza sul mercato mobiliare. L'ambito nazionale della vigilanza difficilmente si concilia con progetti d'integrazione che coinvolgono soggetti di diverse nazioni. Nel caso del mercato europeo ad esempio, in assenza di un organo di vigilanza comunitario, la nuova società sarà soggetta al controllo dell'autorità responsabile per il paese dove questa è stata costituita. In tal modo le autorità dei paesi di appartenenza degli altri soggetti coinvolti perdono il controllo sull'intermediazione svolta dalle singole trading venues. Secondo il principio del home country control infatti il controllo sull'attività della trading venues europee spetta all'autorità del paese di origine. La possibilità di scegliere il paese nel quale costituire la nuova "società mercato" pone il rischio di arbitraggi regolamentari, grazie ai quali le società integrate trovano convenienza ad essere costituite nei paesi con una vigilanza meno stringente.

Una modalità di attuazione del modello che caratterizza la fase del trading e che presenta il vantaggio di aggirare il problema della vigilanza sul mercato, è quella delle fusioni implicite⁴⁷. Essa prevede la quotazione, in ogni trading venues aderente, dei titoli negoziati negli altri soggetti, nonché il riconoscimento reciproco degli intermediari ammessi alle negoziazioni. L'ammissione degli intermediari autorizzati abbinata alla condivisione dei titoli quotati replica in effetti i risultati di una fusione che avviene quindi in modo implicito. Bisogna considerare però che il mantenimento di una pluralità di strutture impedisce le sinergie delle fusioni "esplicite", mentre il problema in materia di vigilanza viene risolto solo in parte. Se infatti l'assenza di un soggetto transnazionale evita l'incertezza normativa in tema di vigilanza, contemporaneamente appesantisce la gestione integrata del mercato. La vigilanza risulta infatti duplice e parziale. Nel caso in cui il progetto di fusione implicita coinvolga due trading venues, ognuna di esse è controllata da un'autorità diversa (quella del paese di appartenenza) che vigila però solo sull'attività svolta nel singolo territorio nazionale.

La validità di un modello di fusione implicita è minata inoltre dall'ipotesi di eccessivo "fair-play" degli aderenti. In un progetto di fusione esplicita la trasformazione degli azionisti delle singole trading venues (sia owner che owner-member) in azionisti della nuova società accomuna tutti nel perseguimento di un obiettivo che è complessivamente condiviso con il progetto. Nel caso di fusione implicita invece il mantenimento di diverse strutture, e quindi di diversi stakeholder,

⁴⁷ Di Noia C., "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", quaderno di finanza Consob N°33, marzo 1999

abbinato all'abbassamento delle barriere tra le due trading venues, genera il rischio che una delle parti decida, contravvenendo agli accordi presi, di massimizzare la propria situazione ponendo in essere una strategia aggressiva nei confronti della controparte.

2.3.5 *Le acquisizioni ostili*

Il modello integrativo delle acquisizioni ostili rientra nei modelli basati sui processi di fusione ed acquisizione societaria. L'ipotesi base del modello, condivisa con le fusioni, è la presenza di due figure della exchange industry (exchange, ATS, gestori del post-trading, ecc.) entrambe costituite sotto forma societaria, mentre l'ipotesi aggiuntiva è la presenza, per una delle due, di un azionariato diffuso. Se entrambe le condizioni si verificano la società ad azionariato diffuso può essere oggetto di acquisizione ostile attraverso un'operazione di rastrellamento titoli o, nel caso in cui il titolo sia quotato, attraverso il lancio di un'operazione di pubblico acquisto (OPA). Il risultato, che vede una società attiva nell'intermediazione mobiliare acquisire il controllo di un'altra società della exchange industry, è di una integrazione del mercato.

Oltre all'ipotesi della struttura azionaria, le similitudini tra le acquisizioni ostili e le fusioni continuano nei risultati garantiti. Per le prime, come per le seconde, i vantaggi per i promotori dell'iniziativa integrativa sono sintetizzabili nelle possibili sinergie e nelle economie di scala o di scopo realizzabili. Anche per le acquisizioni ostili inoltre si verificano i problemi legati alla vigilanza di un soggetto non vincolato territorialmente ad un singolo paese. Rispetto alle fusioni, la cui natura contrattuale richiede l'accordo di ambo le parti, le acquisizioni ostili si differenziano per essere iniziative poste in essere unilateralmente.

2.3.6 *La concorrenza pura*

Affinché un mercato mobiliare subisca un processo integrativo basato sulla concorrenza pura è necessario che la riduzione delle barriere (tecniche, regolamentari, ecc.) sia tale che i singoli protagonisti della exchange industry possano competere liberamente tra loro. Grazie alla concorrenza aumenta la possibilità che uno o più soggetti pongano in essere strategie di espansione orizzontale del mercato finalizzate alla sottrazione di quote di mercato ai soggetti attivi nella medesima fase del processo produttivo.

La riduzione del numero di soggetti del mercato (integrazione) avviene per la cessazione delle attività da parte dei soggetti che, a causa della concorrenza, escono dal mercato. In questa prospettiva la concorrenza tra soggetti può quindi essere letta come un modello integrativo del mercato.

2.4 I percorsi integrativi

Il coinvolgimento in un singolo progetto di integrazione difficilmente porta ad una situazione di equilibrio nella quale si ottiene il massimo livello raggiungibile di integrazione. Un progetto di integrazione, anche solo tentato, provoca, anche negli stakeholder non coinvolti direttamente, oltre che nei promotori dell'iniziativa, dei comportamenti volti a reagire a quello che viene percepito come uno stimolo esterno e ai quali seguono repliche successive che alimentano ulteriormente l'interazione nel mercato. Il risultato vede nel complesso un processo integrativo del mercato di tipo step by step, articolato in una sequenza di fenomeni aggregativi che tendono a coinvolgere progressivamente porzioni del mercato sempre più significative. Ad ogni step integrativo segue

un'analisi dei risultati ottenuti e delle condizioni di mercato realizzate. I risultati di tale verifica costituiscono a loro volta gli input del processo decisionale che porterà alla definizione degli step successivi.

La possibilità per ogni stakeholder di influenzare con le proprie scelte i comportamenti degli altri soggetti del mercato e l'ampia gamma dei comportamenti attuabili da ogni soggetto fanno sì che i percorsi integrativi realizzabili all'interno di un mercato non siano univocamente predeterminabili. La sequenza degli step in grado di integrare un mercato può anzi essere diversa e, soprattutto in mercati che presentano ancora un elevato grado di frammentazione, le opportunità (ed i rischi) per i singoli stakeholder sono molte.

Anche se le motivazioni alla base del cambiamento del modello integrativo da uno step all'altro possono essere svariate, è possibile definire i principali collegamenti tra due step integrativi ricostruendone le logiche sottostanti.

I percorsi integrativi che possono considerarsi più significativi sono così sintetizzabili:

- ? Network \rightleftharpoons Fusioni
- ? Fusioni \rightleftharpoons Concorrenza
- ? Concorrenza \rightleftharpoons Acquisizioni ostili
- ? Alleanze + Alleanze
- ? Fusioni \rightleftharpoons Fusioni

Ognuno di questi passaggi può costituire un percorso integrativo completo o far parte di un percorso integrativo più ampio.

Le motivazioni alla base del passaggio da una forma integrativa basata su un network ad una attuata mediante fusioni sono legate al diverso grado di coinvolgimento dei partecipanti. I network, più flessibili ed in grado di mantenere separate le identità dei singoli aderenti, rappresentano una soluzione adatta ai momenti iniziali di un processo di integrazione. In questa fase i partecipanti hanno la possibilità di sperimentare gli effetti dell'integrazione riservandosi al tempo stesso un'opzione di uscita. Il passaggio ad una soluzione basata sulle fusioni rappresenta così il rafforzamento di un rapporto di collaborazione ormai sperimentato con esiti positivi. I soggetti del network, attraverso la fusione, cercano una razionalizzazione della struttura e la possibilità di sfruttare le sinergie legate ad una gestione accentrata. La maggiore visibilità garantita dall'utilizzo del medesimo brand costituisce un ulteriore incentivo.

Il passaggio da un modello basato sulle fusioni ad uno impostato sulla concorrenza pura va interpretato come uno step evolutivo del processo integrativo. Mentre nel caso "network \rightleftharpoons fusioni" appena analizzato il passaggio assume una natura di consolidamento di un'integrazione già di fatto avvenuta e rimanda le scelte di un'espansione nel mercato a momenti successivi, la scelta di porre in essere una strategia di espansione che risulti aggressiva nei confronti di altre realtà, insita nel passaggio "fusione \rightleftharpoons concorrenza pura", caratterizza i soggetti di dimensioni maggiori che, acquisita visibilità ed ampliati i propri ambiti operativi, sono alla ricerca delle economie di scala e/o di scopo derivanti da un'espansione sul mercato.

La scelta di porre in essere delle acquisizioni ostili nell'ambito di un ambiente concorrenziale rappresenta una modalità di integrazione ostile che un soggetto attivo su un mercato pone in essere generalmente dopo aver tentato, senza esito positivo, di porre in essere soluzioni alternative (es. proposte di alleanze o fusioni). Un'acquisizione ostile rappresenta quindi un "atto di forza", dopo il quale si perpetua il comportamento concorrenziale precedente e con il quale si cerca di prevalere la concorrenza assorbendone le strutture e l'operatività.

La strategia “Alleanze+Alleanze” costituisce una strategia difensiva posta in essere generalmente dalle entità di minori dimensioni. Essa consiste nello stringere accordi con soggetti diversi aventi ad oggetto aspetti diversi della propria attività. Si pone in essere una simile strategia quando un soggetto, che opera ad esempio nel trading (azionario e derivato) e che ha già un accordo con un'altra trading venues per la negoziazione dei titoli azionari, stringe un accordo con un terzo soggetto per l'operatività sugli strumenti derivati. La logica sottostante è di una diversificazione, volta a costituire dei collegamenti caratterizzati da un basso grado di coinvolgimento, per poi verificare il successo di diverse iniziative (generalmente in competizione tra loro) e scegliere con quale delle due porre in essere relazioni più durature. La scelta di stringere subito diverse alleanze, piuttosto che porre in essere una strategia indipendentista alla quale far seguire poi soluzioni impegnative con il soggetto che abbia dimostrato di prevalere nel gioco concorrenziale, rappresenta una tutela contro il rischio che la controparte dell'accordo (qualunque essa sia) possa, una volta acquisita una posizione di rilievo nel mercato, perdere interessi nei confronti della trading venues escludendola dal processo integrativo, nella prospettiva di sottrarne la liquidità attraverso la concorrenza pura, o che, pur coinvolgendola in un accordo integrativo, lo faccia con un potere contrattuale eccessivo. La presenza di accordi già in essere assicura alla singola trading venues un trattamento preferenziale.

Classificabile come una posizione d'attesa, la diversificazione degli accordi costituisce un equilibrio momentaneo. La scelta definitiva deve infatti precedere il più possibile la percezione diffusa dell'affermazione di un progetto integrativo sugli altri, in quanto l'interesse di un progetto integrativo sul singolo mercato è inversamente proporzionale alla quota di mercato raggiunta⁴⁸.

L'interesse nei confronti di un percorso integrativo basato sul susseguirsi di due fusioni (fusioni \neq fusioni) risiede nella funzione propedeutica della prima fusione nei confronti della seconda. La logica sottostante si basa sulla consapevolezza che i soggetti di dimensioni minori sono tendenzialmente svantaggiati nei processi integrativi basati sulle fusioni. Qualora le prospettive del mercato lasciano prevedere l'affermazione di un unico soggetto, quelli di dimensioni minori possono decidere di fondersi per dar vita a realtà maggiormente interessanti che potranno poi inserirsi nei progetti integrativi di maggiori dimensioni, evitando in tal modo il rischio di depressione e di conseguente uscita dal mercato.

La prospettiva, tipica dei percorsi “fusioni \neq fusioni”, di porre in essere delle scelte valutando non solo le conseguenze che queste potranno avere sul resto del sistema, ma cercando di considerare anche il comportamento di altri soggetti secondo le logiche della teoria dei giochi, sottolinea ulteriormente la natura complessa ed interattiva dei processi integrativi.

⁴⁸ Per sintetizzare il concetto appena esposto la metafora utilizzata da Marosi e Szeles risulta particolarmente calzante: “The beautiful lady will not get younger and more attractive” (Marosi G., Szeles N., “Isolation or association: a difficult choice for a regional exchange – the example of the Budapest stock-exchange”, FESE & ECMI Josph De la Vega Prize 2001, 2001)

Capitolo 3

Il ruolo degli stakeholder nei progetti di integrazione

- 3.1 La natura interattiva dei processi di integrazione
- 3.2 Gli owner
- 3.3 I member
- 3.4 Gli owner-member
- 3.5 Gli intermediari non autorizzati
- 3.6 Gli investitori
- 3.7 Gli emittenti
- 3.8 I fornitori di tecnologia
- 3.9 Le autorità di vigilanza
- 3.10 I gestori del clearing e del settlement
- 3.11 Gli ATS: CN ed ECN
- 3.12 Le agenzie di rating
- 3.13 Le agenzie di informazione
- 3.14 Stakeholder multiruolo e scelte condizionate
- 3.15 Fattori ambientali ed integrazione dei mercati: le forze centrifughe e le forze centripete

Capitolo 3 – Il ruolo degli stakeholder nei progetti di integrazione

3.1 La natura interattiva dei processi di integrazione

L'esito di un progetto di integrazione è il risultato dei rapporti tra una pluralità di stakeholder. Il processo interattivo che coinvolge i diversi portatori di interesse può essere assimilato a quello che caratterizza le reti neurali⁴⁹. Ogni stakeholder costituisce un nodo della rete in grado di reagire agli stimoli ricevuti dagli altri nodi che risultano, a loro volta, stimolati o inibiti dall'interazione con il mercato.

L'entità, la frequenza e soprattutto la sequenza degli stimoli lanciati nel mercato definiscono le linee dell'interazione e quindi gli esiti del processo integrativo. La conoscenza dei comportamenti assunti dalle diverse categorie di stakeholder nell'ambito di un processo integrativo risulta quindi imprescindibile per la definizione di un modello interpretativo dei processi di integrazione del mercato mobiliare europeo.

In primo luogo si rende necessario lo studio dei singoli comportamenti degli stakeholder nei diversi processi integrativi. L'analisi degli effetti da questi provocati sui singoli interessi consente di definire i criteri di fondo in base ai quali gli stakeholder definiscono le proprie strategie.

Il quadro deve però essere ampliato tenendo conto di possibili fenomeni distorsivi. In particolare l'ipotesi di un mercato in cui le singole funzioni vengono svolte da soggetti differenti risulta spesso distante dalla realtà operativa. Il principale fattore di correzione riguarda la possibilità che due o più figure del mercato (owner, member, emittenti, ecc.) vengano rivestite dal medesimo soggetto. I comportamenti di questo "stakeholder multiruolo" possono non coincidere con quelli delle singole figure prese singolarmente. È molto probabile anzi che gli interessi portati avanti dalle diverse figure si trovino a dover convergere verso un punto di incontro che risulterà più vicino agli interessi di una figura rispetto a quelli di un'altra in base al peso che il soggetto riconosce ai diversi interessi di cui è titolare. Sarà quindi la natura prevalente dello stakeholder multiruolo a definirne le nuove regole di comportamento. L'analisi si rivolge inoltre ai condizionamenti che ogni stakeholder provoca, e al tempo stesso subisce, relazionandosi con gli altri soggetti del mercato.

3.2 Gli owner

L'obiettivo principale dell'owner⁵⁰ è il conseguimento di un profitto proveniente dalla gestione dell'attività di borsa.

Gli approcci dell'owner nei confronti dell'integrazione dei mercati possono essere due. Se l'owner opera in una prospettiva di breve periodo, egli tenderà a massimizzare il valore delle azioni in suo possesso cercando di massimizzare i volumi di negoziazione, riducendo il pricing dei servizi erogati ed incentivando l'attività di listing. L'obiettivo è quello di esasperare le prestazioni della trading

⁴⁹ "La filosofia delle reti neurali (o reti neuronali), ispirandosi a sistemi biologici, considera un numero elevato di processori che hanno una capacità computazionale elementare, i neuroni artificiali o nodi, connessi ad altre unità dello stesso tipo. Ad ogni connessione è assegnato un peso, cioè può essere più o meno debole in modo tale che un neurone possa influenzarne un altro in funzione della "forza" della connessione fra i due, proprio come nei sistemi neurali biologici in cui un neurone (pre-sinaptico) influenza un altro neurone (post-sinaptico) in funzione del potenziale post-sinaptico." Smeraldi G., "Introduzione alle reti neurali", Università degli Studi e Politecnico di Torino, Technical Report 96-01, 1996

⁵⁰ Per una definizione delle figure qui analizzate si rimanda capitolo 1 del presente lavoro.

venues in vista di un progetto integrativo che preveda l'incorporazione in un soggetto diverso. La seconda alternativa, praticabile in un'ottica di medio-lungo periodo, consiste nel valutare le condizioni del mercato, seguendo le evoluzioni dei progetti integrativi in corso o proponendo una propria strategia integrativa, con l'obiettivo di salvaguardare la sopravvivenza e, in generale, gli interessi della società.

Qualora una exchange sia coinvolta in un processo integrativo basato sulle quotazioni multiple le possibilità di intervento da parte dell'owner sono ridotte, dato che l'iniziativa in questo caso è intrapresa dagli emittenti. L'owner può interagire con gli altri stakeholder cercando di attrarre sulla propria exchange gli emittenti che già hanno quotato dei titoli su altri mercati. Inoltre è interesse dell'owner evitare che i propri emittenti si rivolgano ad altre trading venues per la quotazione o anche solo la negoziazione dei propri titoli.

Nel caso delle alleanze gli owner ricoprono un ruolo di primo piano dato che spetta a loro proporre alleanze ad altre trading venues o valutare le proposte da queste formulate. L'ottica for profit degli owner fa sì che essi siano propensi a stringere delle alleanze se pensano di poter migliorare in questo modo le performance della propria impresa-mercato. Essi devono inoltre considerare i rischi di cannibalizzazione legati all'abbassamento delle barriere tra diverse trading venues⁵¹.

Le considerazioni appena svolte sono valide anche per le integrazioni basate sui network. Le decisioni in merito all'ingresso in un progetto integrativo di stampo cooperativo spettano anche in questo caso agli owner, che agiscono nella prospettiva di migliorare le performance del proprio investimento. La scelta di stringere un'alleanza piuttosto che entrare in un network è rimandata quindi a fattori legati al diverso impegno che le due soluzioni comportano.

La reazione degli owner di fronte ad un progetto di fusione può variare a seconda delle circostanze. La detenzione da parte dell'owner di una partecipazione di maggioranza piuttosto che di un pacchetto di minoranza ne condiziona pesantemente l'atteggiamento verso i progetti di fusione. Un owner di maggioranza, oltre all'interesse legato all'investimento azionario, porta avanti anche l'interesse legato al controllo della exchange. Un progetto di fusione che riduca pesantemente il ruolo dell'owner di maggioranza o, peggio ancora, preveda la perdita del controllo societario verrà da questi nettamente ostacolato. Qualora la fusione preveda comunque un ridimensionamento del ruolo dell'owner, ma di rilevanza marginale, questi valuterà la convenienza dell'operazione ritornando a parametri quali il profitto e la convenienza di medio-lungo periodo. Indipendentemente dal mantenimento del controllo societario, l'owner dovrà comunque valutare la prospettiva di una fusione se questa rappresenta una condizione necessaria per la sopravvivenza.

L'atteggiamento verso le fusioni degli owner di minoranza è di maggiore apertura. L'owner di minoranza è consapevole che le maggioranze qualificate richieste per la delibera di un progetto di fusione non gli garantiscono un potere decisionale assoluto, anche se lo mettono in condizione di incidere sulla scelta definitiva. Rispetto all'owner di maggioranza, gli interessi che egli porta avanti sono semplicemente legati al conseguimento del profitto. L'owner di minoranza valuterà quindi la convenienza ad aderire ad un progetto di fusione stimando i maggiori guadagni ad esso legati, considerando anche la necessità, in chiave prospettica, dell'adesione ad un progetto di integrazione.

Le acquisizioni ostili, data la natura aggressiva dell'iniziativa, stimolano una reazione difensiva negli owner di maggioranza, minacciati dall'eventualità di perdere il controllo della exchange. Gli owner di minoranza rappresentano invece gli stakeholder con il maggiore potere decisionale visto che, escluso il caso di un controllo esercitato tramite la maggioranza assoluta dei diritti di voto, è

⁵¹ Per approfondimenti sul tema si rimanda dal capitolo 2 del presente lavoro.

proprio la decisione di aderire o meno ad una proposta di acquisto a decretare il successo o il fallimento dell'acquisizione. La scelta degli owner è, anche in questo caso, legata ai contenuti della proposta (es. pagamento in denaro o con azioni di concambio, ecc.).

La decisione di lanciare una scalata societaria su un'altra trading venues è invece il frutto della ricerca di economie di scala e si basa sull'integrabilità delle diverse strutture. Sia per gli owner di maggioranza che per quelli di minoranza la decisione sulla strategia da intraprendere è rimessa a valutazioni di convenienza basate sulle aspettative.

In un quadro ambientale basato sulla concorrenza pura emerge la prospettiva imprenditoriale dell'attività di borsa. Gli owner delle varie trading venues cercano quindi di massimizzare il valore d'impresa prestando attenzione alle scelte di investimento e ai costi di gestione, cercando di ampliare la propria quota di mercato a scapito dei diretti concorrenti.

Il ruolo di primo piano rivestito dagli owner nella quasi totalità dei processi di integrazione ne fanno una figura imprescindibile nell'analisi dei processi di integrazione del mercato.

3.3 I member

Gli interessi dei member sono riconducibili all'utilizzo di servizi di borsa di elevata qualità. È in sostanza interesse dei member operare in mercato con elevata liquidità, che disponga di un'ampia gamma di strumenti, di un pricing per i servizi utilizzati ridotto e che si basi su un sistema di scambi affidabile. È inoltre interesse dei member mantenere il monopolio (o l'oligopolio) nell'accesso al mercato.

Processi integrativi che consentono loro di migliorare la qualità del mercato e che preservano la loro posizione monopolistica saranno accolti con favore. Al contrario soluzioni basate sull'accesso diretto alle negoziazioni o che prevedano anche solo un aumento del numero dei soggetti ammessi verranno ostacolate.

Nel caso delle quotazioni multiple le reazioni dei member non sono prevedibili in modo assoluto. Il mantenimento della distinzione tra le exchange e l'assenza di cambiamenti nel numero dei soggetti ammessi sul mercato sono aspetti accolti con favore. Per definire l'atteggiamento verso il processo integrativo nel suo complesso è però necessario confrontare l'efficienza delle exchange coinvolte. I member del mercato più efficiente accoglieranno volentieri la diffusione del cross-listing nella convinzione di riuscire a sottrarre liquidità al mercato meno efficiente. Al contrario i member di quest'ultimo, vedendosi costretti ad aumentare gli sforzi finalizzati a migliorarne l'efficienza, guarderanno alle quotazioni multiple con cautela.

Per i member le quotazioni multiple costituiscono comunque uno stimolo esterno al quale possono reagire ponendo in essere una strategia più o meno difensiva. La capacità per questi stakeholder di intervenire sugli esiti dell'integrazione è ridotta.

Le differenze tra le varie tipologie di accordi che rientrano nelle alleanze tra mercati rendono gli atteggiamenti dei member nei confronti di questa forma di integrazione alquanto mutevoli. La natura debole dell'integrazione garantisce la separazione tra le trading venues coinvolte trovando il favore dei member. Con minore entusiasmo è accolta invece l'eventualità che l'alleanza preveda il cross-membership. Si verifica in tal modo sia un aumento del mercato di riferimento, sia un aumento degli intermediari autorizzati ad operarvi. Se l'incremento subito dal numero degli intermediari autorizzati è superiore all'incremento subito dalle dimensioni del mercato i member

guarderanno con sfavore l'accordo nel suo complesso. In questo caso infatti si verifica un aumento, in termini relativi, degli intermediari autorizzati (member) e di conseguenza una riduzione del vantaggio monopolistico riconosciuto ad ogni member. Nel caso opposto (incremento relativo delle dimensioni del mercato) l'integrazione verrà valutata positivamente.

L'atteggiamento dei member nei confronti dei network risulta complessivamente favorevole. Sia nella versione hub and spoke che nello spaghetti model non è previsto cross-membership e l'aumento della gamma degli strumenti negoziabili è un fattore valutato positivamente. Se inoltre gli investitori del mercato di una trading venues mostrano una preferenza per i titoli domestici (home bias), per i member si prospetta un aumento dei volumi di negoziazione. Mentre infatti gli investitori domestici continuano ad alimentare la domanda e l'offerta di titoli nazionali, gli investitori esteri generano una nuova domanda, della quale beneficiano anche i member domestici.

L'eventualità che il mercato coinvolto non presenti spiccati livelli di home bias, o comunque la prospettiva che tale fenomeno svanisca nel tempo per un mutamento delle preferenze di investimento, provoca una riduzione delle transazioni domestiche ed un incremento degli scambi internazionali. Se, come è logico aspettarsi, l'effetto sostituzione tra i titoli domestici e quelli esteri non provoca una diminuzione dei volumi complessivi degli scambi, i member non risultano svantaggiati dall'integrazione del mercato.

Le fusioni tra mercati sono probabilmente le soluzioni integrative più delicate per i member. L'aumento delle dimensioni del mercato e del numero dei titoli trattati si contrappone ad un aumento del numero dei member. A differenza delle forme integrative più leggere, dove l'aumento del numero dei intermediari autorizzati avveniva in un mercato solo virtualmente integrato, nelle fusioni la concorrenza è nettamente superiore. Il cambiamento della struttura del mercato può essere riconosciuto come un'opportunità o come una fonte di rischio a seconda della vocazione più o meno internazionale del member. Un intermediario interessato a negoziare esclusivamente titoli domestici⁵² non trae beneficio dall'ampliamento del numero di titoli disponibili, mentre risente dell'aumento del numero dei member. Il rischio di un cambiamento nelle preferenze degli investitori che li faccia rivolgere verso titoli esteri rende ancor più precaria la posizione sul mercato dei member ad operatività locale. Gli intermediari a vocazione internazionale riescono invece a trarre beneficio dall'aumento dei titoli negoziati, bilanciando così l'aumento della concorrenza con l'aumento del mercato di riferimento. Ipotizzando che siano i member più piccoli ad avere la preferenza per i titoli domestici e che i member a vocazione internazionale siano quelli di maggiori dimensioni, si arriva alla conclusione che i progetti integrativi basati sulle fusioni siano accolti con favore dagli intermediari di grandi dimensioni, mentre gli intermediari più piccoli percepiscono le fusioni come fenomeni pericolosi e, come tali, da evitare.

L'integrazione cercata attraverso le acquisizioni ostili lasciano i member sostanzialmente indifferenti. Il cambiamento nel controllo della trading venues non intacca infatti i loro interessi, a meno che, a seguito dell'acquisizione, non abbia luogo un processo di fusione (o meglio di incorporazione).

La concorrenza tra mercati costituisce per i member una situazione del mercato che tende a mettere in competizione tra loro anche i member dei diversi mercati. I member preferiscono ovviamente situazioni di scarsa concorrenza che tutelano maggiormente gli accessi monopolistici.

⁵² Con il termine domestico si indicano i titoli negoziati nella trading venues di provenienza del member. In seguito ad una fusione che integri trading venues di diversi paesi il concetto di titolo domestico perde invece di significatività.

Si può quindi concludere che i member preferiscono soluzioni integrative più leggere a progetti che implicano cambiamenti strutturali. I member di maggiori dimensioni tendono inoltre ad assumere comportamenti più aperti verso l'integrazione rispetto agli intermediari di dimensioni più contenute.

3.4 Gli owner-member

La figura dell'owner-member nasce dalla sovrapposizione tra la figura del member e quella dell'owner. La frequenza di tale sovrapposizione così come l'importanza che le due figure assumono nei processi di integrazione ne suggeriscono una trattazione specifica.

L'owner-member agisce tenendo in considerazione gli interessi di entrambi gli aspetti della sua duplice natura.

Nel caso delle quotazioni multiple la natura di owner lo porta a guardare l'integrazione in modo più o meno positivo a seconda delle prospettive concorrenziali nutrite nei confronti dell'altra realtà integrata. Come member invece egli risulta pressoché indifferente.

Nel caso delle alleanze, in quanto owner, egli valuta la possibilità di migliorare l'efficienza del mercato. L'eventuale progetto integrativo verrà valutato però tenendo conto anche della salvaguardia della posizione che, in quanto member, egli occupa sul mercato.

Il network è forse la soluzione più chiara dal punto di vista dell'owner-member. In quanto owner, attraverso il network, egli cerca di migliorare l'appetibilità del mercato, aumentano infatti i titoli trattati ed il bacino d'utenza. La tutela assicurata ai member, che mantengono l'esclusività nell'accesso al mercato, indica un giudizio favorevole anche in questo caso. La probabilità che un owner-member scelga la soluzione del network per avviare un processo integrativo è quindi elevata.

Il parere dell'owner-member nel caso di fusioni è invece controverso. L'atteggiamento assunto come owner è condizionato dal fatto che esso sia coinvolto in prima persona nella gestione del mercato (owner di maggioranza) o sia invece titolare di una partecipazione di minoranza. L'interesse di tutelare la propria posizione di controllo rende infatti gli owner maggiormente attenti nelle valutazioni. Il parere espresso in quanto member porta infine a giudicare con sfavore i processi di fusione. La strategia posta in essere dagli owner-member è quindi il frutto di una media ponderata dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dalla fusione.

In merito alle acquisizioni ostili, l'owner-member può esserne promotore o subirne l'iniziativa da parte di un altro soggetto: il comportamento assunto nei due casi è scontato. L'atteggiamento dell'owner prevale nettamente in questo caso sulla natura member, in genere tendenzialmente indifferente a tali iniziative.

Infine un'integrazione che avvenga mediante il confronto concorrenziale rientra nei rischi imprenditoriali insiti nello svolgimento dell'attività di borsa. Gli atteggiamenti degli owner-member sono quindi finalizzati ad ampliare le proprie quote di mercato a scapito dei diretti concorrenti.

3.5 Gli intermediari non autorizzati

Gli intermediari non autorizzati si definiscono tali in quanto, non avendo accesso diretto al mercato, inseriscono le proprie proposte di negoziazione attraverso gli intermediari autorizzati (member). Come per i member anche per gli intermediari "non-member" gli interessi ricercati sono di un

mercato efficiente, a differenza dei primi però i secondi, non usufruendo di un accesso privilegiato al mercato, hanno libera scelta in merito alla trading venues sulla quale far convergere i propri ordini. Se diverse piazze negoziano lo stesso titolo, l'intermediario non autorizzato può valutare la trading venues da utilizzare, mentre il member sceglie necessariamente di operare sulla propria. Sono quindi gli intermediari non autorizzati, forse più degli investitori stessi, a decretare la riuscita o il fallimento, non solo di una trading venues, ma anche di un progetto di integrazione.

Le quotazioni multiple vengono accolte dagli intermediari non autorizzati in modo positivo in quanto, aumentando la competizione tra le trading venues, aumentano l'efficienza del mercato. Aspetti legati alla price-discovery possono però preoccupare gli intermediari non autorizzati consapevoli che una frammentazione della liquidità legata ad un titolo diminuisce il valore informativo delle quotazioni ufficiali.

Per quanto riguarda le alleanze queste, diminuendo le differenze tra i mercati, rendono le trading venues maggiormente confrontabili anche per gli intermediari non autorizzati.

L'aumento delle dimensioni del mercato e la possibilità di negoziare su nuovi titoli, entrambi offerte dai network, rappresentano per questa categoria di stakeholder dei miglioramenti del mercato valutati positivamente. Nel caso di intermediari attivi su più mercati, grazie ai network, si apre loro la possibilità di unificare l'accesso al mercato scegliendo di operare con un solo member, e quindi con un'unica trading venues, riducendo il numero di rapporti da gestire ed ottimizzandone i relativi costi.

Anche le fusioni offrono diversi vantaggi. I principali riguardano (1) la possibilità di operare su un mercato più liquido, (2) un miglioramento della price-discovery e (3) la disponibilità di un accesso unificato alle negoziazioni di borsa. Il rischio di possibili comportamenti monopolistici, e quindi di un peggioramento nel pricing per i servizi borsa, costituisce invece un fattore valutato negativamente.

Un atteggiamento di sostanziale indifferenza riguarda le acquisizioni ostili. Il cambiamento nel controllo della trading venues in sé, purché ad esso non seguano cambiamenti più profondi, non intacca nessuno degli interessi portati avanti dagli intermediari non autorizzati.

Un'integrazione che si sviluppi a seguito della semplice concorrenza tra trading venues interessa direttamente questa categoria di intermediari. Sono loro infatti che, valutando i diversi servizi offerti, spostano la liquidità da una trading venues all'altra decretandone l'affermazione o l'uscita dal mercato.

3.6 Gli investitori

Nella categoria degli investitori vengono compresi tutti i soggetti che alimentano la domanda e l'offerta di valori mobiliari, ad esclusione di coloro che svolgono l'attività di compravendita titoli nell'ambito di accordi presi con una o più trading venues finalizzati a garantire la liquidità del mercato (market maker). Rientrano quindi tra gli investitori sia gli investitori privati sia gli investitori istituzionali (FCI, Sicav, fondi pensione, ecc.).

Gli investitori sono interessati alla disponibilità di un mercato liquido, che consenta loro di negoziare a condizioni vantaggiose in termini di pricing e velocità di esecuzione. Dato che tutte le forme di integrazione analizzate comportano un miglioramento del mercato in tal senso, gli investitori non mostrano preferenze particolari per una forma integrativa rispetto ad un'altra.

Come utenti finali del mercato, agli investitori non interessa la scomposizione del processo produttivo di borsa, così come sono indifferenti verso le caratteristiche strutturali ed operative del mercato. L'interesse portato avanti non è infatti rivolto alle modalità con le quali avvengono gli scambi quanto invece alla qualità del risultato di tale attività⁵³.

L'impossibilità per gli investitori di operare direttamente sul mercato interagendo con i gestori della trading venues scelta (accesso diretto) fa sì che gli intermediari (autorizzati o non) rappresentino l'interfaccia unica per gli investitori. Questi, nell'ambito della propria attività di intermediazione, esercitano un forte potere di indirizzo sia sulle scelte di investimento che sul "luogo" di negoziazione. Se quindi gli investitori dispongono teoricamente di un'elevata capacità di incidenza sulla riuscita dei progetti integrativi essi, in pratica, non riescono ad esercitarla.

Il ruolo marginale degli investitori nei processi di integrazione fa sì che questi ultimi diventino un fenomeno gestito esclusivamente da "addetti ai lavori" piuttosto che dagli utilizzatori del sistema stesso.

3.7 Gli emittenti

L'interesse degli emittenti è rivolto in modo prevalente alla fase del listing. Nonostante ciò, essi hanno un ruolo importante nei processi integrativi perché, decidendo il mercato dove quotarsi, forniscono al medesimo nuovi titoli incrementandone la gamma degli strumenti offerti e di conseguenza l'interesse suscitato negli investitori.

La scelta del mercato di quotazione ricade in genere sul mercato domestico o, in caso di quotazione su un mercato estero, su un mercato che fornisca una visibilità internazionale e che garantisca le migliori condizioni in termini di liquidità.

Il modello delle quotazioni multiple, vedendo negli emittenti i soggetti promotori dell'iniziativa, riconosce loro un ruolo primario. L'atteggiamento degli emittenti si rivela favorevole anche verso le alleanze, i network, le fusioni e le acquisizioni ostili. Tutti questi modelli producono infatti l'effetto di aumentare la visibilità dei titoli quotati. Il rischio per gli emittenti in caso di concorrenza pura tra mercati è invece di essere quotati in un mercato marginalizzato.

La possibilità di spostarsi da un mercato all'altro, chiedendo il delisting nel vecchio mercato ed il listing nel nuovo, non va inoltre sottovalutata. L'impoverimento del listino rappresenta infatti per un mercato una grave perdita di immagine, oltre che una riduzione dei prodotti disponibili.

3.8 I fornitori di tecnologia

La tendenza che ha portato nel corso degli anni '90 ad una trasformazione dei mercati open outcry in mercati electronic based, ha riposizionato i fornitori di tecnologia all'interno del processo produttivo di borsa.

⁵³ Il concetto è efficacemente sintetizzato da Krantz quando afferma che "for consumers the exchange is like a water tap: consumers do not think about where the water comes from in their kitchen sinks. They assume that it will always be there. When it is not, they blame the water company, regardless of whether the fault lies two states away in ad dam made by another company altogether"(citazione in Galper J., "Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories", International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), 2000)

Dal punto di vista operativo si sono rese disponibili nuove soluzioni. Grazie alle nuove tecnologie (1) all'asta a chiamata si aggiunge l'alternativa di un'asta continua, diviene possibile (2) il remote access al mercato, così come (3) viene incrementata la trasparenza pre-trade del mercato⁵⁴.

La responsabilità del funzionamento del mercato viene così a dipendere dal funzionamento delle piattaforme di negoziazione (trading engine). Da semplici "fornitori" di hardware e di software i responsabili della tecnologia assumono il ruolo di "collaboratori permanenti", completamente integrati nel processo produttivo.

Le modalità con le quali i fornitori di tecnologia possono essere coinvolti nell'ambito della borsa sono diverse.

Una prima soluzione è quella che li vede nel ruolo di semplici fornitori del mercato. Questi, su indicazione della soggetto di borsa richiedente (trading venues, gestori del post-trading, ecc.), progettano e realizzano un sistema automatizzato che cedono, rimanendo in tal modo all'esterno della struttura di borsa. Saranno i responsabili informatici della borsa ad occuparsi del funzionamento e della gestione della sistema stesso.

Un'alternativa vede invece i fornitori di tecnologia impegnati in un rapporto coordinato e continuativo in base al quale, oltre alla realizzazione, si occupano anche della gestione ordinaria delle negoziazioni. Pur rimanendo nell'ambito della semplice prestazione di servizi, in questo caso il coinvolgimento dei fornitori di tecnologia risulta notevolmente superiore.

Un terzo livello di "integrazione" tra una struttura di borsa ed un fornitore di tecnologia vede la realizzazione, attraverso una joint venture con la società di gestione, di una società dedicata allo sviluppo e alla gestione di un mercato elettronico. Il legame maggiormente strutturato prevede in questo caso un rapporto di medio-lungo termine.

Un fornitore di tecnologia può comunque scegliere di prestare un'attività di consulenza ad una società di gestione in merito alla realizzazione di una piattaforma informatica per la negoziazione dei titoli che risulti però sviluppata all'interno della società di gestione medesima. Questa soluzione prevede ovviamente la maturazione all'interno della trading venues di competenze informatiche idonee a guidare un processo così delicato.

Un ultimo coinvolgimento nei mercati di borsa da parte dei fornitori di tecnologia vede questi ultimi interessarsi ad una scalata societaria che faccia loro assumere il controllo del soggetto di borsa (exchange, trading venues, gestore del clearing e del settlement, ecc.). L'assottigliamento delle competenze economico-finanziarie richieste per la gestione dell'attività di borsa a favore di conoscenze di natura informatica ha avvicinato i fornitori di tecnologia al mercato mobiliare in misura tale da metterli in condizione di gestire direttamente l'intero processo produttivo. Nella prospettiva dei fornitori di tecnologia iniziative del genere sono interpretabili come "integrazioni a valle". Si comincia infatti ad operare nel business della propria clientela integrando le proprie strutture con quelle di soggetti attivi nell'intermediazione mobiliare (exchange, ECN, CN, gestori del post-trading, ecc.).

L'analisi delle altre possibili sovrapposizioni dei ruoli che coinvolgono i fornitori di tecnologia è affrontata successivamente. Analizziamo invece il ruolo di questi stakeholder nei diversi progetti di integrazione.

⁵⁴ L'incremento della trasparenza pre-trade si concretizza nella possibilità di conoscere le migliori proposte di negoziazione in acquisto ed in vendita in base alle quali immettere nel mercato le proprie proposte di negoziazione.

Le quotazioni multiple, basandosi sul listing e non coinvolgendo la struttura operativa dei mercati, non coinvolgono in nessun modo i fornitori di tecnologia.

Le alleanze, riguardando spesso l'armonizzazione di aspetti che comprendono anche la tecnologia, coinvolgono, se pur indirettamente, anche i fornitori di tecnologia. Il ruolo da questi svolto in tali modelli integrativi è comunque limitato.

I network invece, basandosi sulla predisposizione di un mercato electronic based, coinvolge direttamente anche i fornitori di tecnologia. Indipendentemente dall'adozione di un modello hub and spoke o di uno spaghetti model, i collegamenti tra i vari nodi della rete devono essere gestiti a livello telematico. Il ruolo dei fornitori di tecnologia è quindi cruciale. Per comprendere la centralità di questi stakeholder in un progetto basato su un network basti pensare alle difficoltà di collegare mercati che adottano diverse piattaforme informatiche (progettate e gestite da soggetti diversi) rispetto all'eventualità che tutti i soggetti coinvolti utilizzino la medesima tecnologia.

La condivisione degli standard è un fattore di rilievo anche nel caso delle fusioni. Oltre al caso di due mercati che abbiano acquistato la medesima tecnologia, si ipotizzi l'esempio di un mercato che, sviluppata una piattaforma di negoziazione all'interno della propria organizzazione, decida di fornire la medesima tecnologia ad altri mercati. L'eventualità di una fusione, così come di un'acquisizione ostile, risultano notevolmente facilitate. In questa prospettiva la cessione della propria tecnologia può essere interpretata come una mossa effettuata nella prospettiva di un processo integrativo predeterminato. Nel caso delle fusioni, la possibilità di gestire un unico mercato consentendo l'accesso da diversi luoghi, attenua i problemi legati all'orgoglio nazionale di un paese che, nel caso il nuovo soggetto decidesse di collocare la propria sede operativa all'estero, si vedrebbe privato anche fisicamente della propria borsa di riferimento.

Nel caso infine della concorrenza pura si osservi come la diversa tecnologia può fare la differenza tra due soggetti in competizione.

Il ruolo della tecnologia nei processi integrativi, e quindi il peso dei soggetti che ne controllano lo sviluppo e la distribuzione, risultano estremamente rilevante. Un progetto integrativo non può infatti prescindere da considerazioni di carattere tecnico. La considerazione che i limiti operativi dei mercati open outcry si manifesteranno in maniera crescente, lasciando spazio a mercati electronic based, sottolinea ulteriormente la rilevanza della tecnologia e quindi del relativo controllo. La considerazione che le principali trading venues a livello mondiale (Nyse ed LSE) prevedono ancora la possibilità di negoziare nella modalità open outcry⁵⁵, non è sufficiente a ridimensionare il ruolo svolto dalla tecnologia all'interno dei mercati.

3.9 Le autorità di vigilanza

L'interesse delle autorità di vigilanza si riferisce generalmente a concetti di stabilità ed efficienza dei mercati. La prevalenza di un obiettivo principale su un obiettivo da raggiungere solo in via

⁵⁵ Posizioni a difesa dei mercati open outcry sembrano emergere nei lavori di Hasan-Malkamaki-Schmiedel (Hasan I., Malkamaki M., Schmiedel H., "Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence", Bank of Finland discussion paper, 2002) e nei lavori di Coffee (Coffee J.C., "Competition among securities markets: path dependent perspective", Columbia University – Columbia Law School – The Center for Law and Economic Studies, 2002). Il favore ancora riscosso dai mercati open outcry (Nyse e LSE) si crede però sia da attribuire ad una posizione guadagnata precedentemente, basata sullo sfruttamento di un brand consolidato che garantisce elevati livelli di liquidità ed una visibilità internazionale.

subordinata e l'affidamento dei controlli a diverse istituzioni piuttosto che ad un'unica autorità caratterizzano i sistemi di controllo dei Paesi europei.

Gli interventi in tema di vigilanza possono riguardare aspetti regolamentari (definizione della normativa di riferimento), aspetti legati al controllo degli emittenti (requisiti del listing) ed aspetti riguardanti la tutela della trasparenza del mercato (es. normativa sull'insider trading). Con il rilascio delle autorizzazioni per l'apertura di nuovi mercati, o meglio di nuove trading venues, le autorità di vigilanza riescono poi a modificare la struttura stessa del mercato.

Questa capacità direttiva, che potrebbe assumere rilievo anche nei processi d'integrazione, va però ridimensionata considerando che la vigilanza sul mercato europeo è affidata ai singoli Paesi e che quindi il controllo sul mercato è esercitato in modo frammentato.

Nel caso delle quotazioni multiple la gestione a livello locale della vigilanza porta le autorità a percepire appena questo processo integrativo. I singoli titoli "cross-listed" vengono infatti sottoposti alle medesime procedure riservate per i titoli nazionali.

La maggiore visibilità dei progetti basati sulle alleanze fa sì che le autorità di vigilanza si rivolgano ad esse al fine di valutarne le conseguenze sul sistema mobiliare. Il potere d'intervento delle autorità di vigilanza è comunque limitato visto che le decisioni sull'opportunità di stringere un'alleanza spettano alle società di gestione.

I modelli basati sui collegamenti in rete che coinvolgono trading venues controllate da diverse autorità di vigilanza richiedono da parte di quest'ultime un'attività di coordinamento. In realtà, se le differenze nei controlli di vigilanza sono troppo forti, è improbabile che si arrivi ad un network. I soggetti preposti alla vigilanza assumono quindi un ruolo rilevante ai fini dell'integrazione. Una normativa, ed in generale un sistema dei controlli, inadeguati può frenare la spinta integrativa di alcuni soggetti del mercato.

Paradossalmente la rilevanza delle singole autorità di vigilanza nei processi di fusione è inferiore rispetto a quella esercitabile nei network, nonostante le fusioni siano una forma di integrazione più forte. In caso di fusione i soggetti coinvolti decidono dove collocare (territorialmente) la sede del nuovo soggetto. Sarà quindi solo l'autorità di vigilanza del paese scelto a controllare il mercato integrato.

La frammentazione dei controlli apre così lo spazio ad arbitraggi regolamentari di non poco conto. Contemporaneamente, il trasferimento dei controlli sul mercato ad un'autorità estera, che non abbia però natura sopranazionale, può costituire un forte deterrente all'avvio di processi di fusione.

Un'integrazione posta in essere mediante delle acquisizioni ostili lascia pochi spazi all'autorità di vigilanza. La natura privata dei soggetti coinvolti fa sì infatti che queste forme integrative rientrino all'interno dei processi di integrazione societaria. In assenza di golden share da parte del Governo o di altri strumenti di intrusione affidati dalle autorità di vigilanza, non è possibile interferire sul processo integrativo. Ciò non toglie che il controllo sul mercato aggredito rimane alla medesima autorità di vigilanza.

Il coinvolgimento delle autorità di vigilanza nei processi di integrazione basati sulla concorrenza pura è minimo. La concorrenza è infatti il risultato della libertà di iniziativa che caratterizza i mercati mobiliari. Questa non può quindi essere arrestata dalla vigilanza, anche se questo modello di integrazione può creare forti problemi in termini di stabilità del mercato.

3.10 I gestori del clearing e del settlement

I gestori del clearing e del settlement costituiscono i principali operatori del post-trading. L'interesse esclusivo di questi stakeholder nell'ambito dei processi integrativi è di un ampliamento dell'operatività, finalizzato allo sfruttamento di economie di scala, da ottenere tramite un'integrazione orizzontale del mercato.

La rilevanza dei costi legati alla gestione del post-trading, in particolare per le operazioni cross-border, rende l'integrazione in questa fase particolarmente auspicabile⁵⁶. Le fusioni e le acquisizioni sono i modelli più adeguati a raggiungere tale scopo. Questi, unificando le strutture dei diversi soggetti coinvolti, consentono infatti il raggiungimento delle economie di scala cercate. Il monopolio che viene generalmente garantito nelle singole trading venues ai protagonisti del post-trading fa escludere infine un'integrazione basata sulla concorrenza pura.

3.11 Gli ATS: CN ed ECN

La presenza di alternative trading system (ATS) è un primo effetto del cambiamento in atto nei mercati mobiliari. Sia gli electronic communication network (ECN) che i crossing network (CN) si propongono infatti come alternative ai mercati tradizionali (exchange).

Per comprendere i comportamenti tenuti da questi stakeholder nelle varie ipotesi integrative è utile analizzarne gli aspetti essenziali. Una prima caratteristica degli ATS è l'interesse focalizzato sulla fase del trading che porta questi soggetti a chiedere il riconoscimento presso le autorità di vigilanza come intermediari (broker/dealer) piuttosto che come borse (exchange). La figura degli ATS non è stata infatti ancora regolamentata a livello normativo ed è quindi possibile per questi stakeholder sfruttare quello che può definirsi un "arbitraggio normativo". Da un punto di vista puramente tecnico l'attività di intermediazione svolta da una exchange nella fase di trading non differisce dall'attività svolta da un intermediario che abbina direttamente le proposte di negoziazione ricevute dai propri clienti. Se l'interesse di un ATS è quindi focalizzato sul trading, i minori obblighi ai quali sono sottoposti i broker/dealer rispetto alle exchange, portano questi stakeholder a registrarsi come intermediari.

La possibilità di dar vita ad una trading venues parallela ai mercati ufficiali può essere limitata dalla presenza di un obbligo di concentrazione degli scambi a favore dei mercati ufficiali. In base a questa norma agli ATS viene concesso di operare solo quando non sia possibile operare sui mercati ufficiali, riconoscendo loro una funzione di mercati after-hour. Solo recentemente, a seguito della demutualizzazione, gli obblighi di concentrazione hanno perso di significato. La natura privata dei mercati e la conseguente caduta dei monopoli riconosciuti alle exchange ha infatti trasformato l'obbligo di concentrazione in un vantaggio ingiustificato concesso ad un operatore del mercato (la exchange) e, in quanto tale, è stato rimosso.

Un terzo aspetto che consente di chiarire le posizioni degli ATS nei confronti delle integrazioni è la loro natura di free-rider. Gli Ecn garantiscono l'affidabilità delle quotazioni sfruttando la price discovery dei mercati ufficiali. Sia gli Ecn che i Cn inoltre si appoggiano alle exchange per l'attività di listing. Il rapporto tra ATS ed exchange non può quindi essere di pura concorrenza. Qualora gli

⁵⁶ In riferimento al mercato mobiliare europeo Lannoo sostiene che "Data show that cross-border transactions generally are ten to twenty times more expensive than domestic ones..." Lannoo K., "Updating EU securities market regulation", Centre for European Policy Studies (CEPS), 2000

ATS divenissero le trading venues prevalenti del mercato, il rischio che le exchange di riferimento cessino la propria attività e quindi interrompano anche il listing, o semplicemente l'eventualità che perdano la loro funzione di riferimento per il pricing, mette a repentaglio la sopravvivenza degli stessi ATS. In definitiva, in assenza di una separazione tra listing e trading, un mercato basato sugli ATS non può rappresentare una soluzione di equilibrio di medio-lungo periodo.

L'interesse degli ATS per le quotazioni multiple è pressoché nullo. L'ipotesi di una specializzazione funzionale del mercato che è alla base dello sviluppo degli ATS porta questi stakeholder a concentrarsi sulla fase di trading, ignorando quindi il listing.

Maggiore interesse è suscitato dalle alleanze. La possibilità di stringere accordi con una o più exchange, soprattutto per il trading after hour, può interessare gli ATS in quanto permette di ampliare i volumi di negoziazione ed aumentare la visibilità presso gli investitori. Si ritengono invece poco probabili alleanze tra diversi ATS. La natura tendenzialmente chiusa di queste iniziative porta inoltre ad escludere soluzioni basate sui collegamenti in rete.

Le probabilità di fusioni tra ATS incontra minori difficoltà. L'accentrimento degli scambi ed i ridotti costi di negoziazione sono comunque garantiti dalle fusioni che offrono in più la possibilità di aumentare i volumi di negoziazione. L'atteggiamento verso questo modello integrativo è positivo anche quando coinvolga esclusivamente delle exchange. Un'integrazione dei "mercati ufficiali" migliora infatti i servizi di price discovery da queste offerti.

Scarso entusiasmo suscitano le acquisizioni ostili. L'approccio tendenzialmente autonomista degli ATS li porta infatti a preferire un'espansione nel mercato basata sullo sviluppo interno. È infatti la concorrenza pura la strategia naturale degli ATS, anche se bisogna far attenzione alla dipendenza strutturale nei confronti delle exchange.

Gli ATS si rivelano quindi delle strutture con una bassa propensione a partecipare a progetti d'integrazione. Presupponendo una specializzazione funzionale della exchange industry, essi escludono integrazioni verticali, mentre, con l'attuale struttura del mercato, una perfetta integrazione orizzontale non è tecnicamente realizzabile.

3.12 Le agenzie di rating

L'interesse perseguito dalle agenzie di rating è diversificare il proprio mercato utilizzando nell'attività di listing il know how acquisito nella valutazione d'impresa. Questo interesse è, per il momento, solamente prospettico. L'inserimento delle agenzie di rating nel processo produttivo di borsa richiede infatti, alla pari degli ATS, un approccio funzionale alla gestione del mercato: tale prospettiva non è necessariamente destinata a rimanere una soluzione teorica. La considerazione che in alcuni paesi l'admission to listing sia già separato dall'admission to trading suggerisce un'apertura concorrenziale, oltre che sul trading, anche sul listing⁵⁷.

Come stakeholder prospettico, le agenzie di rating non possono partecipare attivamente in nessuna delle ipotesi integrative formulate nel presente lavoro (quotazioni multiple, alleanze, ecc.). Gli stakeholder direttamente coinvolti nei processi integrativi devono però considerare il ruolo che le agenzie di rating potranno assumere in futuro.

⁵⁷ Il riferimento per il mercato europeo è al Regno Unito dove l'attività di admission to listing è affidata alla FSA - Financial Services Authority - mentre (per il mercato azionario) l'admission to trading spetta alla LSE - London Stock Exchange.

3.13 Le agenzie di informazione

Gran parte delle considerazioni fatte per le agenzie di rating sono valide anche per le agenzie di informazione. Le prime, come le seconde, portano avanti degli interessi solo potenziali. Entrambe inoltre auspicano una gestione funzionale del mercato che affidi le diverse fasi del processo produttivo di borsa a soggetti diversi.

L'interesse delle agenzie di informazione è rivolto all'ottenimento di un canale preferenziale alle informazioni di borsa. Queste, rappresentando per gli stakeholder in questione il principale input del processo produttivo, si collocano a monte della catena del valore. A differenza quindi delle agenzie di rating, interessate a strategie che si muovono in senso orizzontale, le agenzie di informazione, ottenendo il controllo delle informazioni di borsa, pongono in essere una strategie di integrazione verticale.

Il fatto di essere sostanzialmente dei "clienti" della exchange industry, interessati ad acquistare le informazioni di borsa, rende le agenzie di informazione totalmente indifferenti ai processi integrativi.

3.14 Stakeholder multiruolo e scelte condizionate

Lo studio dei comportamenti che i singoli stakeholder possono assumere nei diversi modelli integrativi chiarisce solo le regole essenziali attraverso le quali i soggetti della exchange industry entrano in relazione tra loro. Per comprendere a fondo i meccanismi interattivi che collegano i diversi stakeholder è necessario valutare le possibili sovrapposizioni nei ruoli che danno vita alla figura degli stakeholder multiruolo e considerare i condizionamenti che ogni soggetto esercita (ed al tempo stesso subisce) svolgendo la propria attività.

La presenza di stakeholder multiruolo è un fenomeno che si verifica frequentemente nei mercati mobiliari. Un primo caso vede la figura dell'investitore sovrapporsi a quella dell'owner. A seguito della demutualizzazione la libera circolazione delle azioni relative alla exchange ne ha reso possibile l'acquisto anche da parte degli investitori⁵⁸. Questi si trovano così ad essere contemporaneamente fornitori e fruitori dei servizi di borsa. Proporzionalmente al capitale investito essi assumono la veste di proprietari della exchange e, in quanto investitori, si pongono nei confronti del mercato come utilizzatori del sistema. Il riconoscimento della libera negoziabilità per le azioni della exchange rende possibile anche la sovrapposizione tra la figura del fornitore della tecnologia e la figura dell'owner. Mentre per l'investitore-owner l'acquisto delle azioni rappresenta in genere una modalità di diversificazione dell'investimento, nel caso dei fornitori di tecnologia esso assume la valenza di partecipazione. La possibilità che tale partecipazione sia di maggioranza e che il fornitore di tecnologia assuma quindi il controllo di una exchange non è da escludere⁵⁹.

L'ingresso nella gestione dei mercati mobiliari da parte dei fornitori di tecnologia può avvenire anche attraverso la realizzazione di un ATS. La forte componente tecnologica di tali trading venues

⁵⁸ In merito è interessante osservare la posizione di Gallai (2003) che, pur distinguendoli, ritiene strettamente legati il concetto di demutualization e quello di publicly listed exchange. Secondo l'autore "The demutualization of an exchange is a process by which a non-profit member-owned organization is transformed into a for-profit shareholder corporation. Ownership is somewhat more open." mentre una exchange può dirsi publicly listed quando "its shares are listed on the exchange it operates and are freely negotiable among investors".

⁵⁹ Solo per citare un esempio del mercato europeo si consideri che la Stockholmbörsen è controllata dal proprio fornitore di tecnologia OM.

e la specializzazione nella fase del trading rende il know how dei fornitori di tecnologia sufficiente per avviare un simile progetto. Il risultato vede la sovrapposizione tra la figura dell'ATS e quella del fornitore di tecnologia. In quanto imprese questi ultimi possono infine sovrapporsi alla figura degli emittenti attraverso la quotazione su una exchange.

La scelta di una exchange di quotare le proprie azioni su se stessa, praticando quindi il selflisting, sovrappone la figura della exchange con quella dell'emittente. Attraverso il selflisting la natura imprenditoriale dell'attività di borsa trova così pieno riconoscimento. La situazione che si viene a creare è anomala: la società di gestione sottopone se stessa alla verifica dei requisiti richiesti per il listing e successivamente controlla la regolarità del trading riguardante i propri titoli. La considerazione che l'attuazione di comportamenti opportunistici espone l'exchange ad un rischio reputazionale non cambia la sostanza delle cose.

Una sovrapposizione particolarmente interessante ai fini dell'integrazione dei mercati è quella che vede gli owner di una exchange partecipare anche al capitale di un ATS. La natura competitiva tra le due trading venues ne risulta inevitabilmente compromessa, mentre se ne avvantaggia la possibilità di alleanze.

Il coinvolgimento in un ATS può riguardare anche il member di una exchange. In tal caso è la possibilità per l'intermediario di direzionare la liquidità verso una trading venues piuttosto che un'altra ad articolare le valutazioni in chiave competitiva.

La casistica delle combinazioni tra i vari ruoli comprende anche il caso (1) di emittenti che, acquistando azioni della exchange, diventano owner, quello (2) di intermediari (autorizzati o meno) che diventano emittenti e (3) quello di intermediari che diventano owner.

Concentrando l'attenzione sugli stakholder multipli maggiormente in grado di incidere sui processi di integrazione, si consideri il caso di un soggetto che fornisce la tecnologia ad una exchange e che, allo stesso tempo, è owner in un'altra exchange. Questa potrebbe essere una situazione auspicabile in quanto il coinvolgimento nelle due trading venues del medesimo soggetto è in grado di favorirne l'integrazione.

Nell'ambito delle integrazioni verticali le exchange possono invece acquisire il controllo dei gestori del clearing e del settlement, pur mantenendo strutture formalmente separate.

Tra le sovrapposizioni più rilevanti c'è sicuramente quella che vede una exchange diventare fornitrice di tecnologia di altre exchange. Lo sviluppo al suo interno di una piattaforma per le negoziazioni di borsa la mette in condizioni di rivolgersi ad altre trading venues in qualità di fornitrice di tecnologia. Questa strategia consentirebbe alla exchange-fornitrice di ammortizzare i costi realizzativi della piattaforma, creando al tempo stesso un collegamento con altre strutture che potrebbe rivelarsi decisivo in un progetto d'integrazione. La rilevanza del fattore tecnologico all'interno del processo produttivo di borsa incentiva sicuramente lo sviluppo di competenze informatiche all'interno delle exchange. La convergenza di interessi tra i fornitori di tecnologia e le exchange electronic based ne confonde però i relativi business, rendendo più difficoltoso distinguere quelli di natura "core" da quelli che possono invece essere considerati accessori. La definizione del core-business delle exchange ha conseguenze anche sul piano strategico. Se si considera l'attività di ricerca e sviluppo nel campo informatico come un business ormai definitivamente incorporato nell'attività di borsa, l'idea di assumere una posizione di vantaggio sviluppando internamente una piattaforma di negoziazione trova un suo fondamento. Se al contrario si considera tale attività come esternalizzabile, soluzioni basate sull'outsourcing risultano maggiormente coerenti.

Prestando infine attenzione agli stakeholder prospettici del mercato, è il caso di notare come l'assunzione di una partecipazione all'interno di una exchange o di un ATS rappresenta un primo contatto con l'exchange industry che può risultare utile, ad esempio, qualora una trading venues decidesse di esternalizzare alcuni business come la gestione delle informazioni o l'attività di listing.

Il modello di mercato prospettato risulta tutt'altro che futuristico. La realtà europea presenta anzi esempi di sovrapposizioni ben più articolate nelle quali il principale fornitore di tecnologia del mercato ha assunto il controllo della exchange sulla quale era quotato e che già era self-listed, tentando successivamente l'acquisizione ostile di un'altra exchange⁶⁰.

Nel definire le proprie strategie i vari stakeholder tendono ad agire in funzione delle scelte che gli altri stakeholder hanno compiuto o si prevede compiranno, considerando anche gli effetti che i propri comportamenti avranno a loro volta sugli altri soggetti del mercato. A titolo esemplificativo si consideri l'ipotesi di due exchange in entrambe le quali un soggetto detiene una partecipazione di minoranza che, in caso di fusione, farebbe dell'owner il principale azionista di riferimento. Gli owner di maggioranza delle due exchange, consapevoli del vantaggio che la fusione porterebbe all'owner comune, scarteranno questa ipotesi integrativa per evitare il rischio di indebolire la propria posizione, o procederanno alla fusione solo dopo aver raggiunto un accordo che tuteli entrambi in merito al controllo della exchange (es. patti di sindacato di voto, joint venture, ecc.).

Un'analisi esaustiva di tutte le possibili evoluzioni del mercato non è ovviamente proponibile. Tale conclusione, oltre ad emergere dall'analisi svolta, è rafforzata dalla considerazione che la natura prevalente dei vari stakeholder, e quindi le relative funzioni obiettivo, tendono a mutare nel tempo. I rapporti e gli equilibri esistenti tra i vari stakeholder coinvolti devono però essere considerati per valutare le probabilità di successo di un progetto di integrazione. Le considerazioni svolte quindi sono da interpretarsi come linee guida da utilizzare per valutare casi concreti di integrazione.

3.15 Fattori ambientali ed integrazione dei mercati: le forze centrifughe e le forze centripete

Gli stakeholder del mercato mobiliare si muovono all'interno di un ambiente di riferimento dal quale subiscono condizionamenti di varia natura. Lo studio dei fattori ambientali nell'ambito dei processi di integrazione del mercato mobiliare europeo consente di far emergere gli aspetti non direttamente collegabili ad un singolo stakeholder ma che risultano comunque in grado di influenzare la riuscita dei progetti di integrazione.

Si tratta sia di fattori macroeconomici, sia di fattori relativi a scelte strutturali operate dai singoli mercati. Alcuni di questi fattori, quando presenti, agevolano l'integrazione e vengono perciò definiti come forze centripete, altri invece, ponendo degli ostacoli all'integrazione rappresentano delle forze centrifughe⁶¹. Per qualcuno di questi fattori la rilevazione fornisce un'indicazione chiara ed univoca, per altri invece è necessario approfondirne la natura in quanto sono in grado sia di ostacolare che di fornire un contributo positivo all'integrazione.

⁶⁰ Il riferimento è ad OM, fornitore di tecnologia, che ha assunto il controllo della Stockholmbörsen tentando la scalata della London Stock Exchange – LSE. Per una trattazione specifica dell'accaduto si rimanda alla seconda parte del presente lavoro.

⁶¹ Le espressioni “centrifugo” e “centripeto” abbinate ai processi di integrazione vengono ripresi dal lavoro di Malkamaki M., Topi J., “Strategic challenger for exchanges and securities settlement”, Bank of Finland discussion paper, 1999

Le forze centrifughe dei processi integrativi sono in gran parte legate a differenze in aspetti di carattere economici, normativi e culturali. Un primo elemento in grado di ostacolare l'integrazione tra due o più mercati è l'utilizzo di valute differenti. Mentre il problema può sembrare marginale per il mercato europeo vista l'introduzione dell'euro, va però osservato che il mercato inglese ed il mercato svizzero sono fuori dell'unione monetaria europea e che, allo stesso modo, i paesi scandinavi ad eccezione della Finlandia utilizzano ancora le rispettive monete nazionali. La necessità per un mercato di quotare i propri strumenti utilizzando un unico metro di riferimento rende pressoché impossibile una reale integrazione tra mercati appartenenti ad aree monetarie differenti.

Differenze nella struttura dei mercati costituiscono a loro volta una forza centrifuga in grado di mantenere la frammentazione. La scelta di un mercato open outcry piuttosto che di un mercato electronic based (1), una struttura del mercato order driven o quote driven (2), così come l'adozione della negoziazione continua al posto del sistema ad asta a chiamata (3), o ancora livelli più o meno elevati di trasparenza pre-trade e post-trade (4), sono tutti elementi in grado creare delle differenze tra i mercati tali da renderne difficoltosa l'integrazione.

Norme in tema dei mercati mobiliari contrastanti con la normativa vigente in un altro mercato possono a loro volta costituire una barriera in grado di arrestare un processo integrativo.

Se quelli citati si riferiscono ad aspetti regolamentari che, in quanto tali, possono essere armonizzati, fattori di carattere linguistico e culturale richiedono tempi di cambiamento molto più lunghi.

Il riconoscimento della natura cooperativa dei mercati o all'opposto la convinzione che essi rappresentano un bene pubblico possono costituire un problema fondamentale di non semplice soluzione.

Maggiori ostacoli provengono dall'uso di diverse lingue nei diversi mercati, tanto più se queste appartengono a ceppi linguistici differenti. L'adozione dell'inglese come lingua internazionale rischia di non rappresentare un'alternativa universalmente accettata.

Un fenomeno in grado di condizionare negativamente l'integrazione dei mercati mobiliari è la preferenza da parte degli investitori di un singolo paese a negoziare esclusivamente titoli domestici. Il fenomeno, riportato in letteratura come home bias⁶², ridimensiona le aspettative di un aumento della liquidità dei singoli titoli dovuto all'integrazione riducendo così anche l'interesse dei soggetti promotori. Quello del home bias rischia però di essere un falso problema. È ovvio infatti che in un mercato dove è possibile negoziare solo titoli domestici si manifesta una preferenza per titoli nazionali. Non si può quindi escludere che a seguito dell'integrazione la disponibilità di titoli esteri possa ridimensionare l'home bias facendolo diventare un fenomeno di rilevanza marginale. Risultano comunque maggiormente integrabili mercati in cui gli investitori già attuano una diversificazione geografica degli investimenti.

Un fattore più difficile da gestire è l'orgoglio nazionale legato all'esistenza di una exchange di riferimento⁶³. Progetti integrativi basati sull'integrazione delle strutture oltre che dei mercati (es. fusioni) possono trovare l'avversione di alcuni stakeholder (fra tutti gli owner) per motivi che risultano appunto indipendenti da valutazioni di convenienza economica.

⁶² Da Rin M., "Mercato unico delle azioni? Ci vorrà ancora tempo", Università di Torino, Torino, 1999.

⁶³ Si vedano Claessens S., Klingebiel D., Schmukler L., "The future of stock exchanges in emerging economies: evolution and prospects", Brooking-Wharton papers on financial services, 2002.

L'affidamento delle diverse fasi del processo produttivo a soggetti diversi genera una frammentazione verticale del mercato. Tra le conseguenze di questa struttura c'è un aumento del numero dei soggetti coinvolti nella gestione. In caso di integrazione tra diversi mercati la presenza di un numero elevato di soggetti, riducendo le probabilità di trovare un accordo, ostacola il processo integrativo.

Anche le dimensioni ridotte di un mercato possono costituire un ostacolo all'integrazione quando ad esse corrispondano intermediari con un limitato ambito operativo. Se infatti la necessità di un'integrazione non è avvertita dagli operatori, interessati esclusivamente alla negoziazione su titoli domestici, è difficile che stimoli in senso contrario provengano da altri stakeholder. A sostegno di queste affermazioni c'è la considerazione che, nel caso di un mercato a prevalenza di owner-member, questi soggetti preferiscono tutelare il loro accesso preferenziale al mercato piuttosto che godere dei benefici riservati agli owner di un mercato integrato.

Il fattore tecnologico infine può rappresentare un ostacolo all'integrazione. Nell'ipotesi che due mercati utilizzino una diversa tecnologia, le prospettive di un adeguamento strutturale ed i costi ad esso connessi rappresentano un deterrente all'integrazione.

Passando alle forze centripete si può notare come l'integrazione tra diversi mercati risulta sicuramente facilitata dall'utilizzo della stessa valuta. Le considerazioni svolte in precedenza sulla funzione integrativa dell'euro rimangono ovviamente valide, così come le considerazioni fatte circa la struttura del mercato. Mercati che siano accomunati dalla scelta, ad esempio, di una struttura electronic based, quote driver e basati su un sistema di negoziazione continua risultano sicuramente facilmente integrabili.

Un fattore che agevola l'integrazione è il cross-listing. Come si è già avuto modo di accennare nel corso del presente lavoro, il cross-listing svolge una funzione coadiuvante dell'integrazione in quanto rassicura i promotori di una iniziativa integrativa sulla possibilità di incrementare la liquidità del mercato.

Una normativa che risulti armonizzata, anche se solo nei principi base, è un ulteriore fattore aggregativo. A tal proposito l'azione svolta dall'UE attraverso l'emanazione di direttive e regolamenti va accolta sicuramente con favore. Purtroppo la lentezza del processo legislativo comunitario non permette di fare affidamento sulla normativa come fattore trainante dell'integrazione.

Così come differenze profonde nella cultura dei soggetti coinvolti in un processo di fusione può rappresentare una forza centrifuga, al contrario la condivisione anche solo di alcuni aspetti culturali e soprattutto l'utilizzo della stessa lingua sono fattori fortemente aggregativi⁶⁴.

La struttura societaria dei mercati, ed in generale il riconoscimento della natura privata dei mercati, è a sua volta un elemento di forza per l'integrazione. Inoltre l'eventualità che la borsa abbia provveduto a quotare i propri titoli (selflisting), agevolando la trasferibilità del controllo proprietario, rafforza le possibilità integrative del mercato.

Rimanendo in tema di controllo societario è inoltre importante che il controllo della exchange, ed in generale il controllo di un gestore del mercato (trading venues, ma anche gestori del clearing e del settlement) sia affidato a soggetti diversi dai member. La possibilità che l'interesse della exchange

⁶⁴ A conferma basti verificare come i due principali progetti aggregativi in corso, Euronext ed Eurex, comprendano rispettivamente paesi di lingua neo-latina (Francia, Belgio, Spagna e Portogallo) e paesi invece di lingua tedesca (Germania e Svizzera).

venga prevaricato dalla sovrapposizione degli interessi dei member sconsiglia infatti una commistione dei due ruoli (owner e member).

A prescindere dalle altre scelte operative la scelta di una struttura operativa electronic based riduce notevolmente le problematiche integrative, ed inoltre, l'utilizzo della medesima tecnologia, o meglio ancora della medesima piattaforma, minimizza i problemi tecnici legati all'integrazione.

Forze centrifughe	Forze centripete
Diverse valute	Stessa valuta
Diversa struttura del mercato: ? Open outcry Vs electronic based ? Order driven Vs quote driven ? Asta a chiamata Vs Negoziazione continua ? Livelli di trasparenza pre-trade e post-trade	Struttura del mercato simile: ? Open outcry Vs electronic based ? Order driven Vs quote driven ? Asta a chiamata Vs Negoziazione continua ? Livelli di trasparenza pre-trade e post-trade
Diversità nella normativa di riferimento	Omogeneità nella normativa
Diversità culturali	Affinità culturali
Diversità linguistiche	Affinità linguistiche
Home bias	Elevati livelli di cross-listing
Orgoglio nazionale	Struttura privata del mercato
Frammentazione verticale del mercato	Selflisting
Ridotte dimensioni del mercato	Prevalenza di non member nella gestione della exchange
Prevalenza degli owner-member nella struttura proprietaria	Natura electronic based del mercato
Diversità nella tecnologia impiegata	Compatibilità/Condivisione della tecnologia

Tabella 1 : forze centrifughe e forze centripete dell'integrazione

Parte II

L'integrazione del mercato mobiliare europeo e le prospettive di Borsa Italiana

Capitolo 4

La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei

- 4.1 Le caratteristiche considerate
- 4.2 La struttura dei mercati mobiliari europei
 - 4.2.1 Gli strumenti negoziati e la segmentazione del mercato
 - 4.2.2 La natura pubblica o privata dei mercati: la demutualizzazione
 - 4.2.3 I sistemi di negoziazione
 - 4.2.4 Il post trading nei mercati europei
 - 4.2.5 Il grado di integrazione nazionale dei singoli mercati
 - 4.2.6 La vigilanza sul mercato mobiliare europeo
- 4.3 I mercati europei a confronto

Capitolo 4 – La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei

4.1 Le caratteristiche considerate

La definizione della struttura di un mercato mobiliare passa attraverso l'individuazione delle caratteristiche essenziali del mercato stesso. Le diversità tra i vari mercati, espresse in termini di segmentazione, di natura del gestore (pubblica o privata), di dimensioni e di vigilanza suggeriscono la definizione di una griglia di analisi in grado di fornire un metro di valutazione con il quale misurare le diverse realtà nazionali.

Le osservazioni vengono effettuate ipotizzando una segmentazione del mercato in cinque diversi comparti:

- ? azionario;
- ? obbligazionario;
- ? derivato;
- ? covered warrant;
- ? fondi.

Nei casi in cui la verifica empirica ha mostrato una diversa ripartizione si è tenuto conto delle peculiarità del mercato analizzato senza con questo stravolgere l'impostazione di fondo adottata.

Per ogni comparto si considerano alcune variabili in grado di fornire indicazioni sulle modalità di gestione delle diverse fasi del processo produttivo (listing, trading, clearing, settlement e custody) prestando particolare attenzione alla fase di trading.

Per i primi due momenti (listing e trading) vengono rilevati (1) la struttura open outcry o electronic based del mercato e (2) la natura pubblica o privata dello stesso. Informazioni sulla società di gestione del mercato (3), rilevate per ogni segmento, consentono di verificare il grado di integrazione orizzontale sul trading, così come informazioni circa la tecnologia utilizzata (4) permettono di pesare il ruolo dei fornitori di tecnologia. La demutualizzazione del mercato (5) è osservata in quanto parametro rilevante ai fini dell'integrazione. L'assegnazione del clearing (6), del settlement (7) e del custody (8) a soggetti diversi, piuttosto che ad un'unica autorità, completa l'analisi fornendo indicazioni circa il grado di integrazione del singolo mercato sia in senso orizzontale che in senso verticale.

4.2 La struttura dei mercati europei⁶⁵

I mercati europei considerati comprendono tutti i paesi dell'area mediterranea (Portogallo, Spagna, Italia e Grecia), dell'Europa continentale (Francia, Belgio, Olanda, Germania, Austria e Svizzera), della Gran Bretagna (Regno Unito e Irlanda), della Scandinavia (Danimarca, Norvegia, Svezia e Finlandia), comprese le Repubbliche baltiche della Lettonia, dell'Estonia e della Lituania, ed i principali mercati dell'Europa dell'est (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria).

Una panoramica così ampia consente una visione allargata del mercato europeo coerente con le tendenze integrative mostrate in ambito politico e valutario (allargamento dell'UE a 25 stati e adesione all'UME di nuovi paesi membri)⁶⁶. La scelta di presentare le osservazioni seguendo

⁶⁵ In appendice al presente lavoro è riportato il quadro dettagliato per paese della struttura di ognuno dei mercati analizzati.

⁶⁶ Lee R., "The future of stock exchange in european union accessions countries", Oxford finance group, 2003

tendenzialmente un criterio geografico è invece finalizzata a facilitare il confronto tra paesi che mostrano affinità culturali e linguistiche.

4.2.1 Gli strumenti negoziati e la segmentazione del mercato

I titoli maggiormente diffusi nei mercati europei sono le azioni e le obbligazioni. Tutti i paesi considerati negoziano nei propri mercati questi strumenti. La presenza in un paese di mercati azionari ed obbligazionari accomuna le piazze finanziarie più evolute a quelle più giovani. È invece l'assenza di derivati, covered warrant e fondi comuni d'investimento a caratterizzare i mercati meno sviluppati.

Lo sviluppo all'interno di un mercato dei comparti azionari ed obbligazionari, prima che di quelli derivati, dei c.w. e dei fondi, è un processo fisiologico. Azioni e obbligazioni costituiscono i principali sottostanti dei derivati di borsa e sono le attività alla base dei FCI. Le modalità di impiego di questi strumenti sono inoltre adatte a soddisfare esigenze di investimento complesse, che non vengono in genere manifestate dagli investitori dei mercati più giovani. Questa chiave di lettura spiega l'assenza di mercati derivati in Irlanda⁶⁷, Lettonia e Lituania. Risulta inoltre coerente con questa tesi l'assenza in Lituania e Lettonia, oltre che in Ungheria e Repubblica Ceca, di negoziazioni su c.w. e fondi.

Il differente grado di sviluppo dei diversi mercati mobiliari nazionali si manifesta anche nelle scelte fatte per la segmentazione dei mercati stessi. Ancora una volta gli strumenti derivati aiutano a distinguere le diverse realtà nazionali. Dei 19 paesi nei quali sono negoziati strumenti derivati, 9 paesi (Portogallo, Austria, Svezia, Norvegia, Finlandia, Estonia, Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca) non possiedono un mercato ad hoc. Questa scelta caratterizza invece i paesi nei quali l'interesse verso questi strumenti, espresso in termini di volumi di negoziazione, è maggiore (Germania, UK, Italia, Francia, Belgio, Olanda, Spagna, ecc.).

La struttura del mercato mostra anche come i mercati azionari sono quelli che trovano maggiore articolazione in diversi segmenti, mentre gli scambi sulle obbligazioni e sugli altri strumenti avvengono molto più spesso in mercati non segmentati.

⁶⁷ Nel caso del mercato irlandese l'assenza di un mercato nazionale trova giustificazione nella vicinanza economica, linguistica e culturale, oltre che geografica, dell'Irlanda nei confronti dell'Inghilterra. La presenza di un mercato già affermato quale Euronext-Liffe, ha avuto un ruolo determinante nel trasferimento sul mercato inglese delle negoziazioni in derivati e nella chiusura dell'IFOX – Irish Future and Options Exchange, avvenuta nel 1996.

Paese	Numero segmenti mercato azionario	Numero complessivo di segmenti del mercato
Italia	3	11
Spagna	1	2
Portogallo	5	5
Grecia	6	6
Francia	5	5
Belgio	0	0
Germania (Frankfurt Börse)	3	4
Austria	1	4
Svizzera	2	5
Olanda	2	3
UK	4	4
Irlanda	4	7
Danimarca	0	0
Svezia	0	0
Norvegia	0	0
Finlandia	0	0
Estonia	0	0
Lettonia	0	0
Lituania	0	0
Polonia	3	3
Ungheria	1	3
Rep. Ceca	4	4

Tabella 1 : numero di segmenti del mercato azionario a confronto con il totale dei segmenti del mercato

Analizzando l'assetto complessivo dei singoli mercati nazionali si può vedere come 11 paesi su 22 (Portogallo, Austria, Irlanda, Norvegia, Finlandia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Ungheria, Rep. Ceca) hanno scelto di negoziare tutti gli strumenti su un unico mercato, mentre 4 paesi su 22 tendono ad abbinare un mercato diverso ad ogni strumenti (Italia, Svezia, UK, Danimarca). Non mancano soluzioni intermedie con un mercato "principale" nel quale sono negoziati tutti i titoli ad eccezione di qualche strumento, per il quale le trattazioni avvengono in segmenti dedicati o in mercati autonomi.

Paese	Numero mercati	Numero segmenti (totale dei segmenti presenti in ogni mercato)	Numero società di gestione	Previsione di un mercato apposito per gli strumenti finanziari derivati (Si/No)
Italia	11	11	2	Si
Spagna	4 ^{*1} + 2	2	3	Si
Portogallo	1	5	1	No
Grecia	2	6	1	Si
Francia	4	5	2	Si
Belgio	2	0	2	Si
Germania	9	4	9	Si
Austria	1	4	1	No
Svizzera	4	5	2	Si
Olanda	2	3	2	Si
UK	4	4	3	Si
Irlanda	1	7	1	Assente
Danimarca	3	0	1	Si
Svezia	2	0	2	No
Norvegia	1	0	1	No
Finlandia	1	0	1	No
Estonia	1	0	1	No
Lettonia	1	3	1	Assente
Lituania	1	0	1	Assente
Polonia	1	3	1	No
Ungheria	1	3	1	No
Rep. Ceca	1	4	1	No

Tabella 2 : segmentazione dei mercati nazionali europei

^{*1}Le quattro stock-exchange del mercato spagnolo sono unificate nel progetto BMEX. Esse mantengono comunque una propria autonomia formale.

Il numero delle società di gestione presenti in ogni mercato può costituire una proxy del livello di concentrazione del mercato nella fase di trading.

Riconoscendo a TLX un ruolo marginale nel mercato italiano, si vede come l'Italia sia un mercato estremamente integrato nella fase di trading. Borsa Italiana Spa gestisce pressoché tutti i comparti del mercato italiano (azionario, obbligazionario, derivato, c.w., fondi).

Non altrettanto si può dire per il mercato spagnolo che, pur presentando 3 società di gestione (Bmex, Banco de España e Meff), sconta la presenza nel comparto azionario di quattro exchange (Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao e Bolsa de Valencia) che, pur collegate tramite il progetto BMEX, sono ancora formalmente autonome.

Merita un approfondimento anche il caso tedesco. Le nove exchange presenti in Germania sembrano indicare un mercato molto frammentato. Osservando i volumi di negoziazione e la capitalizzazione dei mercati si individuano però due exchange con una funzione trainante per il

mercato (Frankfurt Börse ed Eurex) che, appartenendo entrambe al Deutsche Börse Group, rendono il mercato tedesco estremamente integrato.

Se si correggono le indicazioni dei dati sugli assetti dei diversi mercati tenendo in considerazione i legami societari tra le varie exchange emerge l'elevato livello di integrazione nazionale sul trading. Il numero dei soggetti operativi sui singoli mercati è mediamente basso, segno che i mercati singolarmente considerati sono particolarmente integrati.

4.2.2 La natura pubblica o privata dei mercati: la demutualizzazione

Il processo di privatizzazione dei mercati di borsa è praticamente concluso. Ad eccezione della Vilnius Stock Exchange (Lituania) e del Banco de España (Spagna) tutti i gestori del mercato operano come soggetti di diritto privato.

È bene ricordare che la forma giuridica di società per azioni è solo un primo passo verso una gestione delle exchange di tipo for-profit. La possibilità che le azioni delle “nuove borse” siano rimaste di proprietà dei soggetti pubblici che le gestivano in precedenza limita l'impatto del cambiamento, così come una sovrapposizione tra proprietari (owner) ed utilizzatori (member) può provocare degli effetti distorsivi nella gestione della exchange.

Paese	Società di gestione	Natura
Italia	Borsa Italiana Spa	Privata
Italia	TLX Spa	Privata
Spagna	BMEX	Privata
Spagna	Banco de España	Pubblica
Spagna	Meff	Privata
Portogallo	Euronext-Lisboa	Privata
Grecia	ASE – Athens Stock Exchange	Privata
Francia	Euronext-Paris	Privata
Francia/Belgio/Olanda/UK	Euronext-Liffe	Privata
Belgio	Euronext-Brussels	Privata
Germania	Frankfurt Börse	Privata
Germania/Svizzera	Eurex	Privata
Austria	Wiener Börse	Privata
Svizzera	SWX – The Swiss Exchange	Privata
Olanda	Euronext-Amsterdam	Privata
UK	LSE – London Stock Exchange	Privata
Irlanda	ISE – Irish Stock Exchange	Privata
Danimarca	CSE – Copenhagen Stock Exchange	Privata
Svezia	Stockholmbörsen	Privata
Norvegia	Oslo Børs	Privata
Finlandia	HEX – The Helsinki Exchange	Privata
Estonia	HEX – Tallin	Privata
Lettonia	RSE – Riga Stock Exchange	Privata
Lituania	VSE – Vilnius Stock Exchange	Pubblica
Polonia	WSE – Warsaw Stock Exchange	Privata
Ungheria	BSE – Budapest Stock Exchange	Privata
Rep. Ceca	PSE – Prague Stock Exchange	Privata

Tabella 3 : natura pubblica o privata delle exchange europee.

I dati sulla demutualizzazione dei vari mercati danno un'idea dei tempi e della progressione del cambiamento. La Stockholmbörsen, prima in Europa a demutualizzarsi nel 1993, ha dato inizio ad un processo che ha coinvolto non solo i maggiori mercati europei.

Exchange	Anno di demutualizzazione
Stockholmbörsen	1993
HEX – The Helsinki Exchange	1995
SWX – The Swiss Exchange	1995 ⁶⁸
CSE – Copenhagen Stock Exchange	1996
Borsa Italiana Spa	1997
Euronext – Brussels	1997
Euronext – Amsterdam	1997
Eurex	1998 ⁶⁹
ASE – Athens Stock Exchange	1999
Euronext – Lisboa	1999 ⁷⁰
Euronext – Paris	2000
LSE – The London Stock Exchange	2000
FWB – Frankfurt Börse (Deutsche Börse)	2001
Oslo Børs	2001
BSE – The Budapest Stock Exchange	2002
BMEX	2002 ⁷¹

Tabella 4 : demutualizzazione dei mercati europei.

La Stockholmbörsen ha inoltre deciso di quotare i propri titoli azionari sulla stessa exchange che gestisce, praticando così un' "autoquotazione". Il selflisting è rimasta, per il momento, un'esperienza isolata al caso svedese. Sarà il consolidamento nel tempo del concetto di borsa come "impresa privata", tutto sommato recente, a contribuire in modo determinante alla diffusione di questa pratica.

4.2.3 I sistemi di negoziazione

La rilevanza assunta nei mercati di borsa dalla tecnologia ha visto le varie exchange adeguarsi, intraprendendo percorsi differenti. Le soluzioni praticate sono riconducibili a quattro diverse strategie. La prima vede le singole exchange sviluppare internamente la propria piattaforma di negoziazione, avvalendosi eventualmente di consulenze esterne. La seconda strategia è di commissionare ad una società specializzata la realizzazione di un'apposita piattaforma. Alternativamente (terza strategia) si può ottenere la disponibilità di una piattaforma sviluppata da un'altra exchange e da questa già adottata. Infine una quarta strategia, speculare rispetto alla precedente, prevede un investimento nella realizzazione di trading engine che non sono finalizzati a soddisfare le proprie esigenze ma che sono potenzialmente utilizzabili da altre exchange con le quali si possono così condividere i costi di realizzazione.

⁶⁸ La SWX – The Swiss Exchange – è nata nel 1995 direttamente sotto forma privata dalla fusione delle borse di Basilea, Ginevra e Zurigo.

⁶⁹ Eurex è nato nel 1998 direttamente sotto forma privata.

⁷⁰ Euronext – Lisboa è nata dalla fusione tra la Lisbon Stock Exchange e la Porto Derivatives Exchange Association.

⁷¹ La BMEX è nata nel 2002 direttamente sotto forma privata. Essa raggruppa la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Bilbao e la Bolsa de Valencia.

Lo sviluppo interno è stato scelto tra gli altri dalla Borsa Italiana Spa, dal BMEX spagnolo, dal London Stock Exchange e dalla Swiss Exchange. Il ricorso a fornitori di tecnologia specializzati è stato invece preferito dalla Athens Stock Exchange, dalla Budapest Stock Exchange e dalla Prague Stock Exchange. Come si avrà modo di vedere successivamente nel presente lavoro, il forte potere integrativo legato alla tecnologia ha portato gran parte delle exchange esaminate a mettersi in condizione di fornire tecnologia ad altri mercati o al contrario di adottarne le relative soluzioni. Per le exchange-fornitrici il riferimento è ad Euronext Paris, alla Börse Frankfurt e alla Stockholmbörsen, mentre sono exchange-utilizzatrici quelle appartenenti al progetto Euronext (Amsterdam, Bruxelles, Lisbona), la Irish Stock Exchange, la Wiener Börse e le exchange del nord europa e del baltico (Copenaghen, Oslo, Helsinki, Tallin, Riga).

Paese	Exchange	Tecnologia	Paese produttore	Mercati	Partnership/Consulenze esterne
Italia	Borsa Italiana	Bit-System	Italia (Interna)	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi	OM Technology
Italia	TLX	OMTM	Svezia (OM)	-	
Portogallo	Euronext-Lisboa	NSC-Ve	Francia	Azioni Obbligazioni	
		SEND	Spagna	Derivati	
Spagna	BMEX	SIBE + floor	Spagna (Interna)	Azioni	
	Meff	Meff S/Mart	Spagna	Derivati	
Grecia	ASE	OM	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
	ADEX	ASIK	Svezia (OM)	Derivati	
Francia	Euronext-Paris	NSC	Francia (Interna)	Azioni Obbligazioni	
Belgio	Euronext-Brussels	NSC-Ve	Francia	Azioni Obbligazioni	
Francia Belgio Olanda UK	Euronext-Liffe	Liffe-Connect	UK (Interna)	Derivati	
Olanda	Euronext-Amsterdam	NSC-Ve	Francia	Azioni Obbligazioni	
Germania	Börse Frankfurt	Xetra Xontro	Germania (Interna)	Azioni Obbligazioni	
		Xetra Funds	Germania (Interna)	Fondi	
Germania Svizzera	Eurex	Eurex	Germania (Interna)	Derivati	
Austria	Wiener Börse	Xetra	Germania	Azioni Obbligazioni	OM Technology
UK	LSE	SETS SEATS Plus	UK (Interna)	Azioni Obbligazioni	

		SEAO SEAO International		C.w. Fondi	
Irlanda	ISE	Xetra	Germania	Azioni	
		EuroMTS	Italia	Obbligazioni	
Danimarca	CSE	Saxess	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
		Click	Svezia (OM)	Derivati	OM Technology
Norvegia	Oslo Børs	Saxess	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
		Click	Svezia (OM)	Derivati	OM Technology
Svezia	Stockholmbörsen	Saxess	Svezia (OM) (Interna)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
		Click	Svezia (OM) (Interna)	Derivati	OM Technology
Finlandia	HEX	Saxess	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
		Click	Svezia (OM)	Derivati	OM Technology
Estonia	HEX- Tallin	Saxess	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
Lettonia	RSE	Saxess	Svezia (OM)	Azioni Obbligazioni	OM Technology
Lituania	VSE	Tlaps	Lituania (Interna)	Azioni Obbligazioni	
Ungheria	BSE	MMTS	Australia	Azioni Obbligazioni Derivati	Computershare
Rep. Ceca	PSE	Spad System	-	Azioni Obbligazioni Derivati	

Tabella 5 : tecnologie di borsa delle exchange europee.

4.2.4 Il post trading nei mercati europei

La caratteristica più evidente del post trading del mercato mobiliare europeo è la presenza nel clearing dei derivati di un soggetto diverso da quello presente nei mercati spot. Questa è giustificata dalla necessità di gestire delle negoziazioni nelle quali i rischi di controparte sono amplificati rispetto ai mercati spot a causa della distanza temporale tra il momento dell'accordo ed il momento del regolamento della transazione. L'utilizzo del sistema dei margini e la presenza di una clearing house, che caratterizzano i mercati derivati, richiedono una gestione separata ed un soggetto diverso rispetto ai mercati spot. La presenza di diversi soggetti nel post trading non è però giustificata solamente da motivazioni legate alla natura degli strumenti negoziati.

Nelle realtà più evolute si può notare come anche nei mercati spot il clearing viene gestito da un soggetto diverso rispetto al settlement ed al custody. Emerge quindi come, con l'evoluzione del mercato, si afferma una specializzazione funzionale che affida, anche all'interno del post trading, le singole fasi del processo produttivo a soggetti differenti.

L'affidamento delle diverse fasi del post trading a soggetti diversi sul piano giuridico non impedisce di individuare dei gruppi societari in grado di rendere totalmente integrato un mercato. SWX (exchange svizzera) e Virt-X (exchange inglese) sono invece esempi di come è possibile gestire il post trading consentendo agli utilizzatori della exchange di scegliere tra diversi soggetti.

L'affidamento del post trading a realtà prettamente nazionali è ancora prevalente, anche se non mancano soggetti che, attraverso un'integrazione orizzontale del mercato, operano contemporaneamente in diversi paesi. Il riferimento è principalmente a LCH.Clearnet, Euroclear, e Clearstream.

Paese	Exchange	Clearing	Settlement	Custody	Strumenti
Italia	Borsa Italiana	Cassa compensazione e garanzia (CC&G)	Monte Titoli	Monte Titoli CSD estere	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
	Borsa Italiana	Clearstream Euroclear	Monte Titoli	Monte Titoli CSD estere	Obbligazioni
	TLX	TLX	Euroclear Clearstream	Monte Titoli	Azioni Obbligazioni C.w.
Spagna	BMEX	Iberclear			Azioni Obbligazioni
	Banco de España	Iberclear			Obbligazioni
	Meff	Iberclear			Derivati
Portogallo	Euronext – Lisboa	LCH.Clearnet		Interbolsa NA	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Grecia	ASE	HCSD			Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
	ADEX	ADECH (Adex Clearing)	HCSD		Derivati
Francia	Euronext – Paris	LCH.Clearnet	Euroclear		Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
Francia Belgio Olanda UK	Euronext – Liffe	LCH.Clearnet		Euroclear	Derivati

Belgio	Euronext – Brussels	LCH.Clearnet		Euroclear CIK	Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
Germania	Frankfurt Börse	Eurex Clearing	Clearstream		Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
Germania Svizzera	Eurex	Eurex Clearing		Clearstream	Derivati
Austria	Wiener Börse	Oesterreiche Kontrollbank - OeKB			Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Svizzera	SWX – The Swiss Exchange	SIS EuroSic	SIS EuroSic	SIS	Azioni Obbligazioni C.W. Fondi
Olanda	Euronext – Amsterdam	LCH.Clearnet	Euroclear		Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
UK	LSE	LCH.Clearnet	Crest (Gruppo Euroclear)		Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
	Virt-X	LCH.Clearnet X-Clear	Crest SIS Euroclear	Crest SIS Euroclear	Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
Irlanda	ISE	ISE	Crest (Gruppo Euroclear)		Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
Danimarca	CSE	Vaerdipapircentralen			Azioni Obbligazioni C.w. Fondi
	FUTOP	Secur		Vaerdipapircentralen	Derivati
Svezia	Stockholmbörsen	VPC			Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Norvegia	Oslo Børs	VPS			Azioni Obbligazioni C.w. Fondi

	Oslo Børs	NOS (Norwegian Future and Options Clearing House)	VPS	Derivati
Finlandia	HEX	Helsinki Securities and Derivative Exchange Clearing House	The Finnish Central Securities Depositories	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Estonia	HEX - Tallin	HEX - Tallin	Estonian CSD	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Lettonia	RSE	RSE	Bank of Latvia Latvian Central Depositories	Azioni Obbligazioni Fondi
Lituania	VSE	VSE	Settlement Centre of Bank of Lituania (NSEL + CSDL + Bank of Lituania)	Azioni Obbligazioni
Polonia	WSE		NSD	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi
Ungheria	BSE		Keler	Azioni Obbligazioni Derivati C.w.. Fondi
Rep. Ceca	PSE		UNIVYCAS	Azioni Obbligazioni Derivati C.w. Fondi

Tabella 6 : il post trading dei mercati europei.

4.2.5 Il grado di integrazione nazionale dei singoli mercati

Il numero complessivo di soggetti della exchange industry che opera all'interno di un paese è un primo indicatore del grado di integrazione di un singolo mercato nazionale. Più grande è il numero dei gestori del mercato minore è il grado di integrazione del mercato stesso.

Il grado di integrazione di un mercato va però calcolato considerando la possibilità che due o più soggetti appartengano al medesimo gruppo societario. La scelta di decentrare la gestione delle singole fasi del processo produttivo affidandole a diversi soggetti, o alternativamente la scelta di

accentrare la gestione del mercato in una singola entità, non devono influenzare le valutazioni sul grado di integrazione del mercato.

L'integrazione del mercato deve essere misurata valutando anche il peso delle singole exchange, per evitare di classificare come frammentato un mercato nel quale ci sono dieci exchange, tra le quali una però rappresenta da sola la quasi totalità degli scambi, e considerare maggiormente integrato un mercato in cui, pur essendoci due sole exchange, queste si ripartiscono equamente il mercato.

Paese	Exchange	Livello di integrazione
Italia	Borsa Italiana (TLX)	Alto
Spagna	BME -Bolsa de Madrid -Bolsa de Barcelona -Bolsa de Bilbao -Bolsa de Valencia Banco de España Meff	Medio
Portogallo	Euronext – Lisboa Euronext – Liffe	Alto
Grecia	ASE ADEX	Medio-Alto
Francia	Euronext – Paris Euronext – Liffe	Medio-Alto
Belgio	Euronext – Brussels Euronext – Liffe	Medio-Alto
Germania	Deutsche Börse Eurex ...	Alto
Austria	Wiener Börse	Alto
Svizzera	SWX Eurex	Medio-Alto
Olanda	Euronext – Amsterdam Euronext – Liffe	Alto
UK	LSE Euronext Liffe Virt-X	Medio
Irlanda	ISE	Alto
Danimarca	CSE FUTOP	Medio-Alto
Svezia	Stockholmbörsen	Alto
Norvegia	Oslo Børs	Alto
Finlandia	HEX	Medio-Alto
Estonia	HEX – Tallin	Medio-Alto
Lettonia	RSE	Medio-Alto
Lituania	VSE	Medio-Alto
Polonia	WSE	Alto
Ungheria	BSE	Alto
Rep.Ceca	PSE	Alto

Tabella 7 : livello di integrazione (trading e post-trading) dei singoli mercati nazionali.

Il grado di integrazione in Europa all'interno dei singoli mercati nazionali è mediamente medio-alto.

I mercati più integrati sono quelli italiano, tedesco ed austriaco. In ognuno di essi l'intero processo produttivo di borsa è gestito da una sola holding che controlla le diverse società incaricate di gestire le varie fasi del mercato.

L'assetto più frequente vede un soggetto occuparsi del listing e del trading ed un altro curare l'intera fase del post trading (clearing, settlement e custody). Questa soluzione caratterizza i mercati irlandese, danese, svedese, norvegese, polacco, ungherese e ceco.

La Spagna ed il Regno Unito mostrano un elevato grado di frammentazione. Nel caso del Regno Unito la frammentazione può essere motivata dalla necessità di gestire mercati grandi (in termini di capitalizzazione, numero di strumenti trattati e volumi di negoziazione). Le scelte fatte dalle varie exchange inglesi di concentrarsi su un singolo comparto rientra così in una logica di specializzazione di prodotto. Nel caso della Spagna la presenza di diverse exchange non può essere vista come il risultato di una segmentazione consapevole del mercato, quanto piuttosto come l'eredità di un mercato storicamente privo di un'unica borsa di riferimento. Mentre in Inghilterra il comparto azionario è presidiato dalla LSE ed il comparto derivato si identifica in Euronext – Liffe, in Spagna le diverse exchange operano negli stessi comparti. Anche adottando un'ottica di gruppo la prospettiva sostanzialmente non cambia.

I mercati più giovani (Polonia, Repubblica Ceca e Repubbliche Baltiche) mostrano elevati livelli di integrazione. Le dimensioni limitate di questi mercati consigliano un modello a gestione accentrata come soluzione ottimale dal punto di vista economico. Grazie all'integrazione nazionale queste exchange possono ragionare con maggiore lucidità sulla possibilità di entrare in un progetto di integrazione internazionale.

La situazione di un mercato mobiliare europeo, fortemente integrato a livello nazionale, non deve far giungere a conclusioni affrettate sul grado di integrazione del mercato nel suo complesso. Per un quadro completo è infatti necessario prendere in considerazione anche i progetti di integrazione internazionali e valutare in generale i rapporti tra le varie exchange.

4.2.6 La vigilanza sul mercato mobiliare europeo

Il sistema della vigilanza sul mercato mobiliare europeo assume non poca rilevanza se si considera che il quadro normativo sul controllo del mercato mobiliare è un fattore in grado di influenzare l'integrazione del mercato sia positivamente sia negativamente.

L'affermazione del principio dell'home country control⁷², che demanda alle singole autorità nazionali il compito di vigilare sul mercato, impedisce la creazione di un'unica autorità europea in materia finanziaria.

L'autonomia di cui godono i singoli paesi rende il quadro della situazione alquanto eterogeneo. Gran parte dei paesi considerati (14 su 22) prevede un'unica authority. Tra questi il Regno Unito (FSA), la Francia (AMF), il Belgio (CBFA) e l'Olanda (AFM). Negli altri casi la ripartizione dei controlli tra diverse autorità segue criteri orientati al perseguimento di diversi obiettivi (vigilanza

⁷² Per approfondimenti sugli aspetti legati alla vigilanza del mercato europeo si veda Hertig G., Lee R., "Four predictions about the future of EU securities regulation", Oxford finance group – Swiss institute of technology, 2003

per finalità) o prevede un'authority principale alla quale sono affiancate autorità di settore con specifiche competenze (vigilanza istituzionale o funzionale)⁷³.

Paese	Autorità (Unica/Diverse)	Vigilanza
Italia	Diverse	? Consob ? Banca d'Italia
Spagna	Diverse	? Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ? Banco de España
Portogallo	Unica	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Grecia	Unica	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)
Francia	Unica	Autorité des Marchés Financiers (AMF)
Belgio	Unica	Commission Bancaire, Financière et des Assurance (CBFA)
Olanda	Unica	Security board of the Netherland (AFM)
Germania	Diverse	? Wiesbaden (The market supervisory office) ? BAFin (German Federal Securities affairs supervisory body) ? Autorità locali delle singole borse valori ? Organismi di controllo e supervisione delle negoziazioni delle singole borse valori
Svizzera	Diverse	? Swiss Federal Banking Commission (SFBC) ? Swiss Exchange – SWX (“partial self-regulation”)
Austria	Unica	The Financial Market Authority (FMA)
UK	Unica	Financial Services Authority (FSA)
Irlanda	Unica	Bank of Ireland
Danimarca	Diverse	? Danish Financial Supervisory Authority ? Danish Securities Council
Svezia	Diverse	? Stockholmbörsen ? Swedish Financial Supervisory Authority (SFSA) ? Xact Fonder (solo per ETF) ? OM London Exchange (solo per i derivati)
Norvegia	Diverse	? Oslo Børs ? The Banking, Insurance and Security Commission of Norway
Finlandia	Unica	Financial Supervision Authority
Estonia	Unica	Financial Supervision Authority (Agency of Bank of Estonia)
Lettonia	Unica	Financial and Capital Market Commission
Lituania	Diverse	? Bank of Lithuania ? Security Commission (Ministero delle Finanze) ? (State Insurance Supervisory Authority)
Polonia	Unica	Polish Securities and Exchange Commission
Repubblica Ceca	Unica	Supervisory Board
Ungheria	Unica	Hungarian Financial Supervisory Authority

Tabella 8 : la struttura dei controlli di vigilanza sul mercato mobiliare europeo.

⁷³ Si veda Forestieri G., Mottura P., “Il sistema finanziario”, Egea, Milano, 2003

4.3 I mercati europei a confronto

Confrontando i vari mercati si possono individuare realtà con un carattere più deciso di altre che, oltre ad avere una forte influenza sui mercati circostanti, svolgono su questi anche una funzione trainante nell'ambito del cambiamento.

I mercati svedesi e finlandesi (OMHEX Group) sono di riferimento per i mercati baltici (Lettonia, Estonia, Lituania) e scandinavi (Norvegia e Danimarca). La Germania (Deutsche Börse Group) esercita un'influenza notevole sui paesi di lingua tedesca (Austria e Svizzera), mentre la Francia, tramite il progetto Euronext, dirige lo sviluppo dei mercati belga, olandese e portoghese.

Dal punto di vista delle relazioni internazionali l'Italia risulta autonoma e mostra ancora una propria identità. Essa non risulta quindi né trainante né trainata da altre exchange.

L'Irlanda rappresenta la realtà più aperta del panorama europeo. Appoggiandosi sul mercato inglese (Euronext – Liffe) per l'attività in derivati, utilizza una tecnologia tedesca (Xetra) per le negoziazioni azionarie ed una tecnologia italiana (EuroMTS) per gli scambi obbligazionari.

Quelle della Polonia, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria sembrano essere posizioni d'attesa. Le scarse dimensioni di questi mercati non forniscono loro delle prospettive di sviluppo certe, mentre l'assenza di legami con mercati esteri le lascia per il momento fuori dal processo integrativo europeo.

Capitolo 5

I progetti di integrazione in atto nel mercato europeo: caratteristiche, natura dei progetti e prospettive di realizzazione

5.1 I tentativi di integrazione del passato

5.2 I progetti integrativi in corso

5.2.1 Il progetto Euronext

5.2.2 Il progetto Eurex

5.2.3 Il progetto EuroMTS

5.2.4 Il progetto Norex

5.2.5 Il progetto OMHEX

5.2.6 Il progetto Clearstream

5.2.7 Il progetto Euroclear

5.3 Gli ATS in Europa

5.4 L'integrazione nei mercati non europei

Capitolo 5 – I progetti di integrazione in atto nel mercato europeo: caratteristiche, natura dei progetti e prospettive di realizzazione

5.1 I tentativi di integrazione del passato

La tendenza all'integrazione manifestata dai singoli mercati nazionali ha caratterizzato (e sta caratterizzando tuttora) il mercato mobiliare europeo nel suo complesso⁷⁴. I numerosi progetti integrativi in corso sono solo le ultime espressioni di un fenomeno che ha avuto le sue prime avvisaglie in alcune iniziative rivolte ad integrare diversi mercati e che non hanno però superato la fase progettuale o, seppur avviati, non hanno portato agli esiti sperati. Tra i tentativi non andati a buon fine vale la pena ricordare il “gruppo degli otto”, il progetto iX ed il progetto EuroNM.

Quello definito come “gruppo degli otto” è stato probabilmente il primo progetto integrativo di ampio respiro nel panorama europeo. Ad esso hanno partecipato le exchange dei principali paesi europei: Amsterdam, Bruxelles, Francoforte, Londra, Madrid, Milano, Parigi e Zurigo (Swiss Exchange).

L'obiettivo era la creazione di un mercato europeo delle blue chips affiancato dai singoli mercati nazionali nei quali avrebbero continuato ad essere negoziati i titoli di rilevanza nazionale. L'integrazione sarebbe avvenuta attraverso un collegamento in rete delle singole sedi nazionali (network), che avrebbero così mantenuto la propria identità.

Le trattative avviate nel 1999 hanno messo i soggetti promotori di fronte alle difficoltà tipiche dei network (problemi di coordinamento, differenze tecnologiche, incertezze normative, ecc.⁷⁵) spingendoli ad abbandonare il progetto che così non è mai stato avviato.

Il numero eccessivo dei soggetti coinvolti e la situazione prematura del mercato, ancora coinvolto nei processi di demutualizzazione, sono individuabili come le cause principali del fallimento dell'iniziativa.

Nel maggio del 2000 la London Stock Exchange (LSE) e la Deutsche Börse (DB) annunciano il progetto di fusione iX, poi presentato formalmente nel luglio dello stesso anno. Da tale progetto integrativo sarebbe nato il mercato omonimo che avrebbe costituito il punto di riferimento del mercato mobiliare europeo sia per il numero dei titoli che per i volumi negoziati. La rilevanza dell'iniziativa è amplificata dalla detenzione di Eurex da parte di Deutsche Börse. iX avrebbe così unificato i principali mercati azionari e derivati europei.

L'accordo prevedeva la fusione dei partecipanti in un'unica entità (iX – The International Exchange) il cui capitale sarebbe stato ripartito equamente tra LSE e DB. Le due exchange avrebbero così condiviso tutto ad eccezione di Clearstream, società già controllata da DB ed attiva nel post-trading, il cui azionariato sarebbe rimasto invariato. Il clearing del mercato sarebbe stato comunque interessato da un'attività di coordinamento tra la stessa Clearstream e CrestCo, attiva sul mercato inglese. DB avrebbe inoltre contribuito al successo dell'iniziativa mettendo a disposizione la piattaforma Xetra.

⁷⁴ Si veda Alemanni B., “La concorrenza nella exchange industry” in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Bancaria editrice, Roma, 2001

⁷⁵ Una trattazione dei modelli integrativi basati sui network è stata affrontata nel capitolo 2 del presente lavoro al quale si rimanda per approfondimenti.

La solidità del progetto ha convinto ad interessarsi all'iniziativa anche la Borsa Italiana e la BMEX spagnola in vista di un allargamento che avrebbe previsto anche un'alleanza strategica con il Nasdaq.

Gli obiettivi dichiarati di iX erano il raggiungimento di economie di scala, l'ampliamento delle opportunità di investimento e l'offerta di un'ampia gamma di servizi che avrebbero coinvolto non solo il trading ma anche servizi informativi e tecnologici.

A determinare il fallimento dell'iniziativa ha contribuito in maniera determinante l'OPA ostile lanciata da OM Technology sulla LSE. Avvenuta tra la presentazione del progetto di fusione (luglio 2000) e l'approvazione da parte dell'assemblea di DB (prevista per settembre 2000), l'offerta pubblica ha fatto slittare questo secondo appuntamento poi annullato. L'introduzione di un terzo stakeholder è stato sicuramente un fattore di disturbo che ha evidenziato gli aspetti più fragili del progetto, ma non è identificabile come la causa esclusiva dell'abbandono dell'iniziativa. Fattori di carattere regolamentare, strutturale e, per alcuni aspetti, politici sono risultati determinanti.

L'affidamento della vigilanza sulla exchange alle autorità tedesche ha suscitato il disappunto delle autorità di controllo britanniche. La scelta di collegare tra loro realtà facenti capo a due diversi sistemi monetari ha rappresentato inoltre un ostacolo non marginale. Dal punto di vista politico il progetto iX non ha infine incontrato il favore degli esponenti politici inglesi meno europeisti, preoccupati del legame eccessivo che il progetto avrebbe generato tra l'economia inglese e l'euro. A questi aspetti principali si sono sommati aspetti marginali⁷⁶ che nel complesso hanno portato i soggetti promotori ad abbandonare l'iniziativa.

A differenza dei precedenti il progetto EuroNM ha raggiunto la fase di implementazione. EuroNM è stato avviato nel 1996 da un network di mercati specializzati nella negoziazione di titoli appartenenti a società ad elevato potenziale di crescita. Sostanzandosi in un network, il progetto si fondava su una serie di "contatti relazionali", ovvero di accordi che prevedono margini di flessibilità discreta da parte dei partecipanti⁷⁷. Il legame tra i partecipanti non si concretizza così in una partecipazione azionaria, ma si riferisce alla presenza di un "interesse comune": il risultato è il mantenimento, per i singoli paesi partecipanti, di una governance autonoma.

I soggetti coinvolti sono stati il Nouveau Marché (Francia), il Neuwe Markt (Olanda), EuroNM Belgium (Belgio), il Neuer Markt (Germania) ed il Nuovo Mercato (Italia). La finalità di EuroNM era la costituzione di un mercato virtualmente unitario, composto da diversi mercati membri che condividono esperienze e risorse.

La realizzazione del progetto è stata perseguita tramite l'armonizzazione dei criteri di ammissione, negoziazione e comunicazione (in termini di trasparenza) imposti alle società di gestione, mentre i collegamenti tra le diverse sedi erano basati da link telematici di natura transnazionale. La logica di funzionamento era quindi basata sul mantenimento di una presenza locale del singolo mercato, abbinata ad una visibilità internazionale.

Le motivazioni alla base dell'abbandono del progetto sono in questo caso di natura empirica. Oltre il 60% del mercato si concentrava su titoli tedeschi. Ciò ha reso il mercato eccessivamente sbilanciato verso la piazza di Francoforte provocando una perdita di interesse negli altri paesi aderenti. Il progetto, avviato nel 1996, è stato abbandonato alla fine del 2000.

⁷⁶ Il riferimento è agli aspetti di national proud riguardo la sede fisica della nuova exchange e la scarsa integrazione nel post-trading che avrebbe potuto compromettere l'obiettivo della riduzione dei costi.

⁷⁷ Per approfondimenti si veda Lucarelli C. , "Gli accordi internazionali fra mercati", in Basile I. (coordinato da), "Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry", Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001.

5.2 I progetti integrativi in corso

I progetti integrativi che interessano il mercato mobiliare europeo sono diversi. È ancora possibile distinguere progetti orientati prevalentemente ad un'integrazione pre-trading da altri orientati invece al clearing ed al settlement.

Le integrazioni orizzontali sembrano però destinate a dar vita a soluzioni integrate anche verticalmente dato che, come è già emerso nel corso del presente lavoro, è solo da un'integrazione tra la fase di trading ed il post-trading (straight through processing) che si possono raggiungere i maggior vantaggi legati alle economie di scala, alla riduzione dei costi di negoziazione e alla velocità di esecuzione degli ordini.

In merito all'orientamento dell'integrazione verso un unico mercato piuttosto che verso una pluralità di mercati attivi a livello europeo ma che siano espressione di una segmentazione per prodotto (diversi mercati per diversi strumenti) non emergono ancora indicazioni chiare. Mentre è frequente il coinvolgimento nel medesimo progetto sia di mercati azionari che di mercati obbligazionari, i derivati tendono a rappresentare realtà autonome.

Ciò che è chiaro è che la tendenza all'integrazione è destinata a protrarsi nel tempo⁷⁸. Ogni paese europeo è stato interessato almeno da un processo integrativo ed i progetti in corso coinvolgono direttamente pressoché tutte le principali exchange europee. Fanno eccezione la BMEX spagnola e la Borsa Italiana che, almeno per il momento, portano avanti una strategia autonomista.

Di seguito vengono analizzati i progetti integrativi attualmente in corso cercando di identificarne la struttura, le dimensioni, i punti di forza e quelli di debolezza, per giungere ad una valutazione circa il grado di sviluppo raggiunto e le prospettive future.

5.2.1 Il progetto Euronext

Euronext è il progetto integrativo più interessante in atto nel mercato europeo. I motivi di tale interesse si trovano nel numero dei paesi coinvolti, nel tasso di sviluppo dell'iniziativa e nella struttura organizzativa sottostante.

Il progetto è stato avviato nel settembre 2000 dalle exchange di Parigi, Amsterdam e Bruxelles e, a soli due anni di distanza, ha già coinvolto il mercato portoghese (BVL – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto) ed il Liffe (Londo Interbank Financial Future and Options Exchange).

Euronext nasce come “progetto di fusione” anche se l'integrazione delle diverse strutture in un'unica entità è posto come un obiettivo finale da raggiungere a seguito della standardizzazione dei requisiti di quotazione, delle regole di negoziazione, dell'adozione della medesima tecnologia e della condivisione degli accessi da parte di tutti gli operatori del mercato.

La scelta di definire un obiettivo, tanto ambizioso quanto vincolante, senza forzarne i tempi di realizzazione rappresenta sicuramente un punto di forza dell'iniziativa. I singoli aderenti sono quindi consapevoli che una partecipazione all'iniziativa porterà ad un'integrazione completa anche

⁷⁸ Alemanni B., “L'integrazione dei mercati finanziari nell'era dell'Euro”, Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin working paper, 2003

dal punto di vista strutturale, ma sono tutelati dai rischi di stravolgimento del mercato legati a cambiamenti troppo repentini.

L'assetto attuale identifica come soluzioni standard l'adozione delle piattaforme Liffe-Connect per i derivati ed NSC per il comparto azionario. Dal punto di vista organizzativo le singole sedi nazionali rappresentano i punti di accesso di un medesimo mercato electronic based gestito in modo accentrato. Non si configura quindi la fattispecie network quanto piuttosto una "fusione operativa".

La scelta di rimandare la fusione delle exchange e di mantenere così le singole entità ha evitato (almeno per il momento) problemi di natura regolamentare, visto che ogni exchange rimane sottoposta alle autorità di vigilanza del paese di appartenenza.

Con l'acquisizione del Liffe Euronext ha esteso la sua competenza al mercato dei derivati. Ciò rappresenta un ulteriore motivo di interesse visto che l'integrazione tocca così tutti i comparti del mercato. A seguito dell'integrazione della exchange inglese è avvenuta la fusione della London Clearing House (LCH) con Clearnet, dalla quale è nata la LCH.Clearnet SA. Ne è seguita una condivisione tra i mercati aderenti della tecnologia Clearing 21 che ha permesso di giungere ad un'integrazione anche nel post-trading.

La chiarezza del percorso integrativo, la flessibilità del processo di integrazione e la condivisione delle strutture operative costituiscono i punti di forza dell'iniziativa che sconta però il rischio che l'attività di coordinamento tra le varie strutture appesantisca la gestione della exchange, ciò soprattutto se il numero dei soggetti coinvolti aumenterà. I problemi regolamentari e di vigilanza, momentaneamente rimandati grazie al mantenimento di entità separate, dovranno poi trovare soluzione.

A sostegno del progetto ci sono comunque due anni di attività (che lasciano ipotizzare il superamento della fase di avvio), l'elevato numero di soggetti appartenenti a diversi paesi ed i legami di Euronext con altre realtà del mercato. Il riferimento è al mercato polacco (WSE – Warsaw Stock Exchange) e al mercato finlandese (HEX – Helsinki Exchange) con i quali sono stati stretti rispettivamente accordi per la fornitura di tecnologia ed accordi di cross-membership. Inoltre le piattaforme NSC e Clearing21 supportano, direttamente o indirettamente, diversi altri mercati (Canada's Montreal Exchange, SIMEX – Singapore International Monetary Exchange - e CME – Chicago Mercantile Exchange).

5.2.2 Il progetto Eurex

Nel dicembre 1996 la Deutsche Börse AG e la SWX – Swiss Exchange – firmano una lettera d'intenti per fondere la Deutsche Terminbörse ed il Soffex (Swiss Options and Financial Future Exchange) in un'unica società poi denominata Eurex – The European Exchange. Nel 1998 la fusione viene attuata ed il capitale di Eurex ripartito equamente tra DB e SWX.

Eurex nasce come mercato esclusivamente derivato ed il suo sviluppo è legato a questi strumenti. La gamma degli strumenti negoziati comprende derivati su titoli obbligazionari, azionari, ETF, indici e tassi d'interesse. L'allargamento progressivo anche verso titoli esteri e quindi la negoziazione di derivati con sottostanti olandesi, finlandesi, francesi, italiani, svizzeri ed americani, oltre che tedeschi, esprime la strategia espansionistica del mercato svizzero-tedesco, basata su un

assorbimento concorrenziale di contratti già negoziati in altre trading venues, finalizzato all'affermazione di Eurex come mercato derivato di riferimento in Europa (e non solo)⁷⁹.

Il controllo totalitario da parte di Eurex su Eurex Clearing AG fa sì che le negoziazioni si svolgano completamente all'interno di un'unica piattaforma informatica⁸⁰. Questo straight through processing consente un abbassamento dei costi che ha portato Eurex a diventare il mercato mondiale con il maggior numero di contratti conclusi⁸¹.

L'allargamento di Eurex ha interessato anche i mercati a pronti. Tramite Eurex Bond, Eurex ha integrato le negoziazioni sui titoli di stato tedeschi a pronti con quelle a termine. Inoltre nel marzo 2003 Eurex Clearing è diventata controparte diretta (CCP – Central CounterParty) per le transazioni azionarie della piazza di Francoforte (sia per la parte telematica degli scambi avvenuti su Xetra che per le negoziazioni sul floor).

Il processo espansivo di Eurex passa anche attraverso accordi di natura contrattuale come quello stipulato nell'aprile 1999 con HEX – Helsinki Exchange. L'accordo prevede il riconoscimento su Eurex degli operatori ammessi nel mercato finlandese. In cambio HEX si impegna a non lanciare nuovi strumenti derivati che avessero come sottostante titoli finlandesi e a trasferire i principali derivati finlandesi su Eurex.

A differenza di Euronext, basato su una logica cooperativa, Eurex punta su una strategia che assorbe liquidità dagli altri mercati attraverso un processo concorrenziale.

I punti di forza di Eurex sono l'elevata qualità del servizio (integrazione del processo produttivo e bassi costi di negoziazione), l'ampia gamma di prodotti offerti e la leadership raggiunta. A questi si somma la compattezza della struttura e l'assenza di questioni regolamentari lasciate in sospeso. Rappresentano invece lati oscuri dell'iniziativa il carattere eccessivamente nazionale del progetto, che potrebbe comprometterne uno sviluppo futuro per ragioni di national proud e ragioni politiche in genere. Il rischio che un unico mercato configuri un monopolio europeo nel settore della exchange industry è un ulteriore fattore di preoccupazione.

La rilevanza di Eurex nel panorama europeo si comprende meglio considerando che la Deutsche Börse, oltre a detenere il 50% di Eurex, controlla direttamente la Frankfurt Börse, la quale a sua volta esercita un'influenza notevole sui mercati austriaci (Wiener Stock Exchange) ed irlandesi (Irish Stock Exchange)⁸².

5.2.3 Il progetto EuroMTS

EuroMTS è una società privata di diritto inglese totalmente partecipata da MTS Spa e riconosciuta dalla FSA come broker/dealer. Tecnicamente si tratta di un sistema di negoziazione elettronica di titoli di stato denominati in Euro.

EuroMTS svolge prevalentemente una funzione di coordinamento tra diversi wholesale market nazionali. Il modello prevede l'utilizzo della medesima piattaforma tecnologica da parte di diversi

⁷⁹ Sul tema della concorrenza nei mercati derivati si veda Alemanni B., "The market for derivatives products: co-operation vs competition", Newfin, Milano, 1999

⁸⁰ Per la fase di post-trading è comunque possibile avvalersi dei servizi di Euroclear e Clearstream.

⁸¹ Nel 2002 i contratti negoziati su Eurex hanno superato quota 801 milioni (fonte www.eurexchange.com).

⁸² Sia la Wiener Stock Exchange che la Irish Stock Exchange si avvalgono della tecnologia Xetra sviluppata da Deutsche Börse.

mercati tra loro indipendenti. Ogni nuovo mercato entra nel sistema come una nuova finestra del medesimo book di negoziazione. La logica aggregativa è quindi di stampo cooperativo e la società EuroMTS ha il compito di gestire i rapporti tra le varie exchange nazionali, oltre che di curare la manutenzione e lo sviluppo delle architetture informatiche⁸³.

Il modello di mercato prospettato è di tipo piramidale⁸⁴, in cui in ogni paese, oltre ai mercati retail è presente un mercato all'ingrosso dei titoli di stato (MTS)⁸⁵, che ha come riferimento a livello europeo l'EuroMTS, dove vengono negoziati titoli per tagli elevati o elevatissimi.

Attualmente fanno parte del progetto EuroMTS:

- ? MTS Austrian Market
- ? MTS Deutschland
- ? MTS Greek Market
- ? MTS Ireland
- ? NewEuroMTS
- ? EuroCreditsMTS

NewEuroMTS è il mercato dedicato ad una parte dei paesi che nel corso del 2004 entreranno a far parte dell'UE (Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia e Slovenia). EuroCredit MTS è invece una divisione di EuroMTS riservata agli "high quality covered bonds" (es. pfandbriefe, obligations foncieres, cédulas hipotecarias e UK covered bonds). Dal 2000 infine è entrata a far parte del progetto anche MTS Japan.

La natura cooperativa del progetto lascia i singoli mercati liberi di scegliere le regole di ammissione e di negoziazione. La vigilanza è gestita a livello nazionale ed anche il C&S è lasciato alla scelta dei singoli mercati aderenti così che il progetto EuroMTS si configura come un accordo focalizzato sul trading e finalizzato alla condivisione della tecnologia.

L'estrema flessibilità del progetto, che ne ha finora facilitato lo sviluppo, rischia di rappresentare il fattore critico dell'iniziativa. Rimane infatti da chiedersi quale peso avranno in futuro i problemi di coordinamento e come verrà affrontato l'ammodernamento delle infrastrutture informatiche condivise.

5.2.4 Il progetto Norex

Nel giugno 1997 la Copenhagen Stock Exchange e la Stockholmsbörsen firmano una lettera d'intenti a seguito della quale nel gennaio 1998 concludono un accordo dal quale ha avuto origine il Norex – Nordic Exchange.

Negli anni successivi la ICEX - Iceland Stock Exchange – (giugno 2000) e la Oslo Børs (ottobre 2000) hanno aderito all'iniziativa e, nello stesso anno, le Baltic Exchange (Riga Stock Exchange, Tallin Stock Exchange e Vilnius Stock Exchange) firmavano a loro volta una lettera d'intenti⁸⁶.

⁸³ EuroMTS si avvale della tecnologia sviluppata dalla SIA – Società Italiana per l'Automazione. Il sistema è fisicamente collocato a Milano.

⁸⁴ L'espressione è ripresa da Lucarelli C., "Il mercato EuroMTS", in Basile I. (coordinato da), "Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry", Newfin, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

⁸⁵ La struttura auspicata prevede un mercato controllato dagli stessi market maker incaricati di alimentarne le negoziazioni.

⁸⁶ Il 28 maggio 2001 le Baltic Exchange si sono pronunciate per una sospensione momentanea del processo di adesione, rimandando quindi la firma dell'accordo.

Infine, pur non aderendo direttamente all'iniziativa, anche la Helsinki Exchange risente dell'influenza del Norex⁸⁷ che relaziona quindi tutti i mercati mobiliari del Nord Europa.

Il progetto si basa su un'alleanza tra exchange indipendenti che si impegnano a cooperare per il rispetto di alcuni principi fondamentali. Un principio base del Norex è la cross-membership. Ogni operatore ammesso a negoziare all'interno di un mercato dell'alleanza deve poter operare anche nelle altre exchange. L'obiettivo del cross-membership viene perseguito attraverso l'eliminazione delle entrance-fees e l'armonizzazione dei criteri di ammissione.

Un secondo principio è rappresentato dal "single point of liquidity". In base ad esso si evita la trattazione del medesimo titolo su più trading venues garantendo la concentrazione degli scambi su un'unica exchange e, di conseguenza, tutelando la liquidità del titolo stesso.

Un terzo pilastro del Norex è la condivisione della tecnologia. Tutte le exchange si impegnano ad adottare la piattaforma SAXESS, sviluppata da OM Technology ed impiegata inizialmente dalla Stockholmbörsen. La condivisione del medesimo trading engine, di natura order-driven e predisposto per il remote access, consente l'armonizzazione e l'interazione tra i partecipanti al mercato ponendo in essere di fatto un unico mercato virtuale.

Il quarto pilastro del Norex riguarda la condivisione degli aspetti regolamentari (common regulatory framework). In base a tale principio le singole exchange si impegnano ad armonizzare sia i requisiti di ammissione (membership requirements) sia le regole di negoziazione (trading rules) al fine di consentire il riconoscimento reciproco degli operatori⁸⁸.

Gli obiettivi del Norex sono di formare un unico mercato mobiliare per il Nord Europa. Non si può quindi escludere che in futuro l'alleanza non lasci spazio a soluzioni integrative più forti. Per il momento l'integrazione tocca solamente i mercati a pronti (ne risultano quindi esclusi i derivati) e non coinvolge gli aspetti legati al settlement e, in generale, al post-trading.

L'eccessivo sbilanciamento verso la fase del trading ovvero la scarsa attenzione verso gli aspetti del post-trading, costituiscono l'anello debole della catena ed identificano i punti deboli dell'iniziativa⁸⁹. La flessibilità assicurata da una formula cooperativa di basso contenuto vincolante (alleanza) a un percorso di armonizzazione chiaro e preciso rappresentano invece dei fattori di successo.

5.2.5 Il progetto OMHEX

OMHEX è la società nata dalla fusione avvenuta nel settembre 2003 tra OM Technology e la Helsinki Exchange (HEX). Il progetto va ben oltre la fusione, di per sé già rilevante, tra una exchange ed un fornitore di tecnologia. OM costituisce il principale fornitore di tecnologie di borsa per i mercati europei ed è tra le imprese leader del settore a livello mondiale⁹⁰. Già prima della fusione inoltre OM controllava direttamente la Stockholmbörsen ed è stata protagonista nel 2000 dell'OPA ostile lanciata nei confronti della London Stock Exchange. Il progetto OMHEX rientra quindi in una strategia integrativa più ampia portata avanti da OM Technology.

⁸⁷ I legami tra HEX ed il Norex verranno approfonditi nell'analisi riguardante il progetto OMHEX.

⁸⁸ In riferimento al principio del common regulatory framework, le exchange facenti parte del Norex si sono uniformate agli standard GICS (Global Industry Classification Standard).

⁸⁹ I vertici del Norex si dichiarano consapevoli di tale disequilibrio, attribuendo tuttavia al processo integrativo del trading una forza trainante dell'intero processo aggregativi del mercato.

⁹⁰ OM offre servizi ad oltre 300 clienti sparsi in 10 paesi. Sono inoltre 27 le exchange che dipendono da sistemi OM.

Nell'ambito di OMHEX è stata sviluppata la divisione HEX – Integrated Market⁹¹ – della quale fanno parte, oltre alla Stockholmbörsen e la Helsinki Exchange, anche le exchange di Tallin e Riga.

Molti dei soggetti coinvolti da OMHEX partecipano contemporaneamente al Norex e la sua tecnologia standard (Saxess) è stata sviluppata dalla stessa OM. È quindi plausibile ipotizzare una convergenza in futuro delle due iniziative. A differenza del Norex, OMHEX interessa sia i mercati cash che quelli derivative ed offre servizi anche di clearing e settlement.

Il progetto si basa su operazioni di finanza straordinaria che hanno mantenuto separate le identità dei singoli mercati. Il ruolo di fornitore di tecnologia svolto da OM ed i stretti legami con le altre exchange nord-europee rende comunque abbastanza riduttiva una classificazione di OMHEX nell'ambito delle semplici fusioni.

Valutando il progetto nel suo complesso vanno apprezzati il coinvolgimento di realtà con spiccate analogie linguistiche e culturali e la scelta di integrare competenze informatiche con competenze finanziarie. Le prospettive di riuscita del progetto (integrazione dei mercati baltici e scandinavi) sembrano inoltre buone.

5.2.6 Il progetto Clearstream

Clearstream rappresenta, insieme ad Euroclear, il solo progetto integrativo che si concentri nel post-trading non coinvolgendo affatto la fase del trading. Il mercato europeo è ancora estremamente frammentato in una pluralità di CSD che operano a livello nazionale. Questo anche se, paradossalmente, è proprio nel post-trading che l'integrazione dei mercati può portare i maggiori benefici.

Una gestione accentrata dei processi di settlement e di custody consente di ridurre a semplici flussi elettronici la fase di regolazione della transazione. Oltre ai costi di coordinamento tra le varie CSD un'integrazione orizzontale del post-trading eliminerebbe i costi legati al mantenimento di una pluralità di strutture che in sostanza svolgono la medesima attività.

Come altri progetti Clearstream nasce dalla fusione, nel maggio 1999, di due organismi preesistenti: Deutsche Börse Clearing e Cedel International. È importante notare come la fusione sia seguita al rifiuto di Cedel International, già attiva nel post-trading transnazionale, di unirsi ad Euroclear.

Il controllo da parte di Deutsche Börse del 50% di Clearstream avvicina il progetto alle altre iniziative del mercato tedesco con le quali condivide la natura (fusione) e l'appartenenza ad un gruppo societario.

La struttura di Clearstream prevede un'integrazione attuata mediante la fusione per assorbimento di nuove aderenti che entrerebbero così nella compagine azionaria della stessa Clearstream. La tendenziale riluttanza delle CSD nazionali ad aderire a progetti di fusione internazionale ha comunque portato Clearstream a prevedere, in alternativa alla fusione, la predisposizione di link bilaterali con le CSD che lo richiedessero.

Attualmente Clearstream opera in 39 mercati domestici offrendo ad oltre 2.500 clienti servizi di clearing e settlement su più di 150.000 titoli domestici ed internazionali. Oltre al mercato europeo,

⁹¹ OMHEX è articolato in due divisioni. Oltre alla HEX – Integrated Market – che si occupa della gestione delle exchange, è presente la divisione OM Technology, che è invece incaricata degli aspetti tecnologici.

dove opera prevalentemente in Germania e Lussemburgo, Clearstream opera anche sulle piazze finanziarie di New York ed Hong Kong.

Vista la situazione del mercato europeo non è facile fare delle previsioni circa il futuro del progetto. Lo stretto legame con il mercato tedesco ne limita le possibilità di ampliamento in altri mercati e rischia di relegare Clearstream nel ruolo di società di servizi del gruppo Deutsche Börse.

5.2.7 Il progetto Euroclear

Euroclear è una società di diritto belga affermatasi nella seconda metà degli anni '90 nell'ambito del settlement e del custody dei mercati mobiliari. Il modello integrativo adottato è di tipo "hub and spoke". Le singole entità nazionali si collegano ad Euroclear che assume così il ruolo di hub.

I mercati collegati ad Euroclear sono quello belga, quello francese e quello olandese. Nel settembre 2002, grazie all'acquisizione di Crest, società attiva sulle transazioni internazionali nel Regno Unito, sono inoltre collegati anche il mercato inglese e quello irlandese.

La comunanza dei soggetti coinvolti ha portato Euroclear ad avvicinarsi al progetto Euronext contrapponendosi così al mercato tedesco ed a Clearstream.

Rispetto a quest'ultimo la strategia di Euroclear appare maggiormente dinamica come testimonia l'impegno preso nei confronti dei vari mercati di uniformare la piattaforma per il settlement entro il 2005.

5.3 Gli ATS in Europea

L'integrazione del mercato mobiliare europeo non passa solamente attraverso i progetti integrativi che coinvolgono le exchange "ufficiali" dei singoli paesi. L'affermazione dei mercati electronic based ha ridimensionato notevolmente i costi legati alla struttura dei mercati riducendo le barriere all'ingresso che caratterizzavano l'exchange industry del passato e ha reso possibile lo sviluppo di sistemi di negoziazione alternativi a quelli tradizionali (ATS – Alternative Trading System). Gli ATS, sottraendo liquidità alle exchange ufficiali, entrano in competizione con queste ultime. La natura transnazionale che spesso li contraddistingue ne fa inoltre dei progetti integrativi a tutti gli effetti.

L'interesse verso gli ATS come progetti integrativi è alimentato da una serie di considerazioni. Gli ATS si basano su un'architettura informatica che spesso integra i processi di trading con quelli del post trading secondo una logica di straight through processing. L'efficienza operativa che ne deriva rende gli ATS, dal punto di vista strettamente tecnico, estremamente competitivi nei confronti delle exchange ufficiali.

La natura alternativa degli ATS li porta a registrarsi come dealer piuttosto che come exchange, beneficiando di minori vincoli di vigilanza che conferiscono a queste iniziative una maggiore flessibilità operativa.

Un terzo fattore d'interesse verso gli ATS è legato alla loro natura privata e per alcuni aspetti "ufficiosa" che gli consente di aggirare i problemi di national proud presenti nei progetti che coinvolgono mercati ufficiali.

I progetti legati agli ATS europei hanno avuto esiti contrastanti. Alcune iniziative non sono riuscite a superare la fase di avvio, altre si sono sviluppate seguendo il progetto iniziale, mentre altre ancora hanno richiesto ed ottenuto la qualifica di mercato regolamentato (exchange) abbandonando così la natura originaria.

Nasdaq Europe è un caso di progetto marginalizzato dal mercato. Avviato nel 2001, rientra in una strategia più ampia, attuata dal Nasdaq⁹², finalizzata a replicare il modello operativo collaudato nel mercato americano. Oltre all'iniziativa europea fanno parte del progetto anche Nasdaq Japan ed Nasdaq Canada. L'idea alla base delle singole realtà è di condividere la medesima tecnologia stringendo accordi con partner locali che assumono il ruolo di "portatori di liquidità". Gli esiti per il mercato europeo non sono stati positivi cosicché si è deciso di interrompere il progetto.

Stessa sorte è toccata a Jiway. Nato da una joint venture di OM Technology con Morgan Stanley Dean Witter, la società ha concluso la propria attività il 31 gennaio 2003 dopo che nell'ottobre precedente OM Technology aveva comunicato l'imminente chiusura dell'iniziativa. In questo caso è risultata decisiva l'evoluzione positiva dei progetti Norex, e soprattutto OMHEX, che, coinvolgendo direttamente OM, ha fatto perdere interesse verso soluzioni considerate alternative, come appunto Jiway.

Maggiore fortuna hanno avuto Instinet ed E-Crossnet che rappresentano esempi di realtà affermatesi nell'ambito degli ATS. Instinet è un "global agency broker"⁹³ la cui funzione è di relazionare diverse trading venues (exchange, Ecn, ecc.) al fine di trovare le migliori condizioni per abbinare una proposta di negoziazione inserita nel sistema.

L'attività di intermediazione svolta presenta quindi una forte componente legata alla ricerca della controparte, effettuata secondo i principi di best execution. Il sistema, totalmente electronic based, funziona pressoché ininterrottamente (H24)⁹⁴ garantendo un completo anonimato delle transazioni.

Instinet, tramite una membership diretta o mediante dei collegamenti di diversa natura pone in relazione pressoché tutti i mercati ufficiali europei⁹⁵, svolgendo in tal modo una sostanziale attività di collegamento.

Il modello Instinet è stato replicato nel mercato americano con INET⁹⁶ (iniziativa attivata sempre all'interno del Gruppo Instinet) che offre la possibilità di operare su un pacchetto di titoli del Nasdaq e su altri titoli accedendo tramite il Nasdaq stesso o tramite altre trading venues americane.

E-Crossnet riprende in diversi punti la struttura di Instinet. Come quest'ultimo ha una natura electronic based che gli consente di operare in diversi paesi (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Svezia, Svizzera e Regno Unito) e come Instinet si basa sulla fornitura di un accesso unico ad una pluralità di mercati.

⁹² Il NASDAQ – North American Association of Share Dealers Automated Quotation – è il mercato americano per le imprese a media capitalizzazione e per le imprese legate ai settori tecnologici dell'economia.

⁹³ L'espressione è quella utilizzata nel sito ufficiale (www.instinet.com) per definire l'iniziativa.

⁹⁴ Le giornate di negoziazione hanno termine alle 18:40 (Ora di Londra) e riprendono alle 18:45 dopo che il sistema ha provveduto a cancellare le proposte di negoziazione rimaste inevase. Il venerdì le negoziazioni terminano alle 18:40 ed il sistema non accetta nuove proposte fino alle 19:30 della domenica.

⁹⁵ Sono collegati Borsa Italiana Spa, Copenhagen Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext Amsterdam, Euronext, Paris, Euronext Brussels, Helsinki Exchange, London Stock Exchange, Madrid Stock Exchange, Oslo Börs, Stockholmbörsen, Swiss Exchange, Wiener Börse e Virt-X.

⁹⁶ Il progetto è operativo dal 9 febbraio 2004.

Lanciato agli inizi del 2001, E-Crossnet si caratterizza per la politica di riduzione dei costi di negoziazione attuata attraverso l'abbandono del bid-ask spread. Le controparti di una transazione utilizzano infatti il medesimo prezzo, calcolato in modo che risulti equidistante dalle quotazioni in acquisto ed in vendita esposte nei book delle trading venues di riferimento. La considerazione che Merrill Lynch e Bloomberg sono i promotori dell'iniziativa conferiscono al progetto un ulteriore motivo di interesse.

Tradepoint fornisce un esempio di come un progetto avviato come ATS possa trovare un inquadramento ufficiale come exchange. Il progetto nasce nella seconda metà degli anni '90 su iniziativa di un consorzio di partecipanti⁹⁷, ed è costituito come trading facility della London Stock Exchange. Basato su un'integrazione verticale del processo produttivo (straight through processing) e supportato da una forte componente tecnologica, si è affermato come trading venues sulle blue chips europee.

Nell'ottobre 2000 Tradepoint e SWX – The Swiss Exchange – danno vita a Virt-X, successivamente riconosciuto come Recognised Investment Exchange (RIE) nel mercato UK e sottoposto alla vigilanza della FSA. La natura di exchange non ha comunque impedito a Tradepoint (ormai Virt-X) di continuare a concentrarsi sulla fase di trading, negoziando titoli quotati da altre exchange.

Gli esiti avuti dagli ATS europei non sembrano intaccare il ruolo primario delle exchange all'interno dei singoli mercati nazionali.

L'affermazione di progetti integrativi electronic based che coinvolgono le exchange ufficiali ha sminuito la necessità di ricorrere a soluzioni integrative "alternative", scoraggiando l'avvio di nuovi ATS e suggerendo il passaggio di questi ultimi verso soluzioni caratterizzate da un maggior grado di ufficialità e visibilità.

5.4 L'integrazione dei mercati non europei

L'integrazione dei mercati mobiliari è un fenomeno che non riguarda in via esclusiva l'Europa, pur non rappresentando un fenomeno diffuso in modo generalizzato. Ad eccezione dei mercati Nordamericani, le piazze finanziarie del resto del mondo stanno ancora affrontando i processi di demutualizzazione e, in alcuni casi, la scelta che si prospetta loro riguarda lo sviluppo di un mercato interno piuttosto che l'utilizzo di un mercato estero già sviluppato ed in grado di offrire servizi migliori.

Negli USA le presenze del Nyse e del Nasdaq nel comparto azionario e del CBOE e CBOT sui derivati sono ancora forti. Questi però sono affiancati da un reticolo di ECN che alimentano una competizione che vede nei tempi di esecuzione e nei costi di transazione le variabili chiave.

L'analisi del mercato americano sembra però attribuire alla natura degli ECN un carattere transitorio, già ipotizzabile dall'osservazione della realtà europea. La crescita dimensionale degli ECN conduce infatti le realtà più affermate a chiedere il riconoscimento di exchange, ripudiando l'iniziale natura di broker/dealer. A questo proposito il caso Archipelago è emblematico.

Nato nel 1997 a seguito dell'implementazione nel mercato americano della New Order Handling Rules (1996) che ha consentito agli ECN di interagire direttamente con il Nasdaq system,

⁹⁷ Tra i soggetti promotori figurano Merrill Lynch, Deutsche Bank, ABN Amro, JP Morgan, Morgan Stanley, Instinet, Archipelago e Credit Suisse First Boston.

Archipelago ha rappresentato una delle realtà più interessanti del mercato americano degli ultimi anni. Dopo l'avvio le tappe successive sono state la fusione nel 2001 con Redibook (altro ECN leader del mercato) e, nel 2002, l'alleanza con il Pacific Exchange (PCX) dalla quale è derivato ArcaEx – The Archipelago Exchange. Dal febbraio 2003 la trasformazione di ArcaEx da ECN ad exchange è stata completata⁹⁸.

Tra i fenomeni aggregativi transnazionali il più interessante è il progetto Globex. Nato nel 1999, ha avuto avvio dall'iniziativa del Chicago Mercantile Exchange, dei mercati francesi MONEP e MATIF (ormai Euronext Pars) e del Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), al quale si sono poi aggiunti nel 1999 il mercato brasiliano (Bolsa de Mercadorias e Futures), il mercato canadese (Canada's Montreal Exchange) e, più recentemente (2000), il MEFF spagnolo.

Globex, come altri progetti integrativi, si basa sulla condivisione della medesima piattaforma che garantisce un'interfaccia di negoziazione unica. Grazie al Globex tutti gli strumenti dei singoli mercati sono disponibili all'insieme degli operatori. Questi immettono i propri ordini nel sistema che provvederà ad inoltrarli sulla exchange di riferimento.

Il progetto riesce così ad integrare con un'interfaccia unica i singoli mercati che mantengono comunque la propria autonomia giuridica ed operativa.

Nel 1998 è stata avviata la versione Europea denominata EuroGlobex, la cui rilevanza è stata ridimensionata dall'avvio negli anni successivi di progetti integrativi di maggior peso (Gruppo degli otto, Euronext, ecc.). Erano coinvolti in EuroGlobex, per la Francia, il MATIF ed il MONEP, il MEFF spagnolo, il MIF italiano e la Bolsa de derivados do Porto per il Portogallo.

Al momento quindi il mercato europeo rappresenta l'area maggiormente coinvolta dai processi integrativi. Non si può comunque escludere che dall'esito positivo dei progetti in corso non possano trovare ispirazione e slancio soggetti appartenenti a realtà extraeuropee.

⁹⁸ Tra gli owner di ArcaEx si trovano E-Trade, Charles Schwab, Goldman Sachs, JP Morgan, Instinet, Merrill Lynch, The Pacific Exchange, Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston, Bank of America e TD Waterhouse.

Capitolo 6

Le prospettive di Borsa Italiana Spa alla luce dei progetti di integrazione in corso

- 6.1 La rilevanza di Borsa Italiana Spa nel panorama europeo
- 6.2 Il grado di internazionalizzazione del mercato mobiliare italiano
- 6.3 Borsa Italiana e l'integrazione del mercato mobiliare europeo: le strategie percorribili

Capitolo 6 – Le prospettive di Borsa Italiana Spa alla luce dei progetti di integrazione in corso

6.1 La rilevanza di Borsa Italiana Spa nel panorama europeo

I criteri in base ai quali le exchange identificano le controparti con le quali avviare un processo di integrazione riconoscono nelle dimensioni del mercato di appartenenza un fattore chiave della scelta. L'obiettivo principale di un processo di integrazione è la formazione di una realtà in grado di attrarre un numero maggiore di utenti, siano essi emittenti o investitori.

I fattori in base ai quali questi ultimi identificano la trading venue alla quale rivolgersi sono riconducibili all'ampiezza della gamma di strumenti negoziati (azioni, obbligazioni, ecc.), al numero di titoli disponibili per ogni strumento (es. numero di azioni disponibili per le negoziazioni) e alla liquidità. Si comprende così come realtà già affermate sotto questo punto di vista beneficiano di una maggiore forza negoziale nei confronti di mercati con un numero esiguo di strumenti e con bassi livelli di liquidità.

Sono i mercati più grandi a definire i termini dell'integrazione con i mercati minori, quando addirittura la prospettiva integrativa non passi per una scelta più aggressiva, basata sulla competizione diretta e finalizzata ad assorbire la liquidità dei concorrenti più deboli. La valutazione delle dimensioni di una trading venues assume quindi notevole rilievo per la comprensione del ruolo svolto all'interno del mercato europeo e soprattutto per valutarne le prospettive di integrazione. Se le dimensioni di un mercato sono rilevanti in termini assoluti, esse assumono importanza maggiore se considerate in termini relativi, ponendo cioè i dati della singola exchange in relazione con i dati delle altre realtà del mercato.

Per valutare le prospettive di Borsa Italiana all'interno del futuro scenario del mercato mobiliare europeo è quindi necessario comprenderne la rilevanza misurandone le dimensioni. I parametri in base ai quali si è deciso di effettuare la valutazione sono la capitalizzazione del mercato, il numero di titoli quotati ed il livello di turnover. Dall'accostamento dei singoli mercati gestiti (Mta, Mtf, Idem, ecc.) si possono inoltre trarre indicazioni sull'ampiezza dell'offerta degli strumenti mobiliari.

La capitalizzazione di un mercato è data dalla sommatoria del prodotto, in un determinato momento, tra il prezzo dei titoli quotati ed il relativo numero di titoli in circolazione (totale delle emissioni)⁹⁹. La capitalizzazione esprime quindi il valore complessivo del mercato come somma dei valori delle società in esso negoziate. Si tratta di un indicatore adatto soprattutto per valutazioni di mercati azionari.

Il turnover indica il controvalore in euro di tutti gli scambi avvenuti su un singolo titolo o strumento in un determinato arco temporale (generalmente pari ad un anno). La turnover velocity si calcola rapportando il controvalore annualizzato delle transazioni effettuate (turnover) alla capitalizzazione del mercato. Entrambi gli indicatori forniscono quindi un'indicazione dell'interesse mostrato, in un

⁹⁹

$$Capitalizzazione_mercato = \sum_{i=1}^n Prezzo_i * NumTitoli_i$$

Dove:

Capitalizzazione mercato = capitalizzazione del mercato

Prezzo_i = prezzo del titolo i al momento della valutazione.

NumTitoli_i = numero totale di titoli i emessi dalla società emittente.

determinato periodo, dagli investitori di uno specifico titolo, di un particolare strumento, o di un intero mercato.

Exchange	Valore a fine mese (Milioni di Euro)	Variazione % da inizio 2004 (Euro)
Athens Stock Exchange	90.180,97	6,7
Bratislava Stock Exchange	2.197,56	-0,3
Budapest Stock Exchange	14.343,07	8,4
Copenhagen Stock Exchange	106.341,30	13,5
Cyprus Stock Exchange	4.220,00	10,8
Deutsche Börse	864.097,00	1,0
Euronext	1.721.912,00	4,6
Helsinki Exchanges	157.068,60	16,3
Iceland Stock Exchange	9.237,32	25,5
Irish Stock Exchange	68.385,73	1,4
Borsa Italiana	507.942,40	4,2
Vilnius Stock Exchange (Lituania)	3.293,90	18,4
Ljublijana Stock Exchange	6.180,74	7,9
London Stock Exchange	2.061.904,00	7,2
Luxembourg Stock Exchange	31.565,72	6,6
Malta Stock Exchange	1.161,29	15,3
Oslo Børs	94.465,40	11,5
Prague Stock Exchange	16.092,52	31,0
Spanish Exchanges (BME)	608.899,10	5,8
Stockholmbörsen	247.031,30	7,7
SWX – The Swiss Exchange	598.367,50	3,8
Virt-X	-	-
Warsaw Stock Exchange	31.737,90	8,1
Wiener Börse	50.356,00	12,4

Tabella 1: capitalizzazione di mercato (tutti i segmenti, azioni domestiche – Milioni di Euro)

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 2: Market Capitalization - All market segments, domestic equity (Euro Millions), 2004

Dall’analisi dei dati di mercato¹⁰⁰ emerge quanto segue. Nel comparto azionario Borsa Italiana si colloca dietro le “integrated exchange”. L’exchange italiana è al sesto posto in termini di capitalizzazione e al quinto sia per società quotate¹⁰¹ che per turnover complessivo del mercato. Essa non appare quindi tra i principali attori del mercato e trova nel Bmex ed in Swx realtà con le quali confrontarsi più da vicino.

¹⁰⁰ I dati si riferiscono alle statistiche pubblicate dalla FESE – Federation of european stock exchange – nel mese di febbraio 2004.

¹⁰¹ Il dato sul numero delle società quotate fa riferimento al totale tra società nazionali e società estere (279 titoli). Limitando il confronto ai titoli domestici Borsa Italiana si colloca al settimo posto, mentre considerando solo i titoli scivola al decimo.

Exchange	Numero di società con titoli quotati		
	Nazionali	Estere	Totale
Athens Stock Exchange	342	1	343
Bratislava Stock Exchange	358	0	358
Budapest Stock Exchange	49	1	50
Copenhagen Stock Exchange	186	7	193
Cyprus Stock Exchange	152	0	152
Deutsche Börse	679	182	861
Euronext	1.033	-	-
Helsinki Exchanges	140	3	143
Iceland Stock Exchange	47	0	47
Irish Stock Exchange	54	11	65
Borsa Italiana	270	9	279
Vilnius Stock Exchange (Lituania)	44	0	44
Ljublijana Stock Exchange	141	-	-
London Stock Exchange	2.300	373	2.673
Luxembourg Stock Exchange	43	195	238
Malta Stock Exchange	14	0	14
Oslo Børs	156	20	176
Prague Stock Exchange	62	1	63
Spanish Exchanges (BME)	-	-	-
Stockholmbörsen	261	17	278
SWX – The Swiss Exchange	289	130	419
Virt-X	-	432	-
Warsaw Stock Exchange	189	1	190
Wiener Börse	104	21	125

Tabella 2: numero di società con titoli quotati (Tutti i segmenti di mercato)

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 3: Listed companies – All market segment, 2004

Il turnover velocity index indica Borsa Italiana come la realtà più dinamica del panorama europeo dopo la Stockholmbörsen. Rapportando il controvalore delle transazioni alla capitalizzazione del mercato, emerge come il mercato italiano e quello svedese siano gli unici con valori superiori all'unità.

Exchange	Titoli nazionali		Titoli esteri	Totale
	Turnover velocity ²	Transazioni effettuate ¹ (Milioni di Euro)	Transazioni effettuate ¹ (Milioni di Euro)	
Athens Stock Exchange	0,4	3.393,9	38,9	3.432,80
Bratislava Stock Exchange	0,0	32,4	0,0	32,40
Budapest Stock Exchange	0,6	721,8	1,1	31,15
Copenhagen Stock Exchange	0,5	6.594,6	182,7	6.777,30
Cyprus Stock Exchange	0,1	47,0	0,0	47,00
Deutsche Börse	1,0	98.420,0	10.148,0	108.568,00
Euronext	0,9	157.287,0	2.547,0	159.834,00
Helsinki Exchanges	0,9	14.796,5	342,9	15.139,40
Iceland Stock Exchange	0,2	701,2	0,0	701,20
Irish Stock Exchange	0,1	3.389,0	3,3	3.392,30
Borsa Italiana	1,2	53.904,6	6.959,0	60.863,60
Vilnius Stock Exchange (Lituania)	0,1	29,4	0,0	29,40
Ljubljana Stock Exchange	0,1	79,8	0,0	79,80
London Stock Exchange	0,6	215.650,0	135.850,3	351.500,30
Luxembourg Stock Exchange	0,0	38,8	1,6	40,40
Malta Stock Exchange	0,1	7,7	0,0	7,70
Oslo Børs	0,8	7.622,3	996,0	8.618,30
Prague Stock Exchange	0,0	1.256,5	71,6	1.328,10
Spanish Exchanges (BME)	0,9	83.886,8	260,5	84.147,30
Stockholmbörsen	1,3	33.815,4	3.863,0	37.678,40
SWX – The Swiss Exchange	0,1	3.527,9	785,9	4.313,80
Virt-X	-	-	56.744,0	56.744,00
Warsaw Stock Exchange	0,3	849,5	38,3	887,80
Wiener Börse	0,3	1.398,0	32,0	1.430,00

Tabella 3: turnover mercati azionari

**¹ Controvalore in milioni di Euro del totale delle transazioni telematiche e delle transazioni avvenute sul floor nel mese di Febbraio 2004.*

**² Il Turnover velocity è il rapporto tra il controvalore annualizzato delle transazioni effettuate (Turnover) e la capitalizzazione del mercato.*

Fonte: rielaborazione dell'autore su dati FESE – Federation of European Securities Exchanges, "European Securities Exchanges Statistics (February 2004)":

? Table 4a: Domestic Equity Turnover – All market segment, 2004;

? Table 4b: Foreign Equity Turnover – All market segment, 2004.

Il Nuovo Mercato è il terzo in Europa per numero di società quotate, per capitalizzazione e per transazioni effettuate. Il SeDeX (ex MCW¹⁰²) è quarto per numero di titoli quotati e terzo per turnover, mentre l'MTF è il quarto in Europa sia per numero di titoli quotati che per turnover. Se quindi Borsa Italiana nel comparto azionario è ben lontana dalle dimensioni di LSE, Euronext e Deutsche Börse, essa non rappresenta una realtà trascurabile del panorama europeo.

Exchange	Mercato	Numero di società con titoli quotati	Capitalizzazione di mercato (Milioni di Euro)	Transazioni effettuate ¹ (Milioni di Euro)
Athens Exchange	New Market	8	260,5	17,1
Bratislava Stock Exchange	-	20	0,0	0,0
Budapest Stock Exchange	-	-	-	-
Euronext	-	128	6.503,0	355,0
Helsinki Exchange	Helsinki Exchange	15	631,1	35,5
Irish Stock Exchange	ITEQ	5	849,1	2,4
Borsa Italiana	Nuovo Mercato	43	8.310,2	1.602,1
London Stock Exchange	techMark e AIM	937	467.410,7	52.163,2
Spanish Exchange (BME)	Nuevo Mercado	14	12.720,3	3.199,5

Tabella 4: nuovi mercati

**¹ Controvalore in milioni di Euro del totale delle transazioni telematiche e delle transazioni avvenute sul floor nel mese di Febbraio 2004.*

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 6: New Markets, 2004

¹⁰² L'MCW – Mercato dei covered warrant – ha cambiato denominazione dal maggio 2004 divenendo SeDeX – mercato dei securitised derivatives. SeDeX è il mercato regolamentato telematico di Borsa Italiana dove è possibile negoziare, tramite gli intermediari autorizzati, i *securitised derivatives*, ossia i derivati le cui caratteristiche contrattuali sono incorporate in un titolo negoziabile emesso generalmente da un istituzione finanziaria (Fonte: sito Borsa Italiana www.borsaitalia.it)

Exchange	Numero di titoli quotati	Turnover
Budapest Stock Exchange	-	0,0
Deutsche Börse	55	2.998,3
Euronext	49	1.028,0
Helsinki Exchanges	1	6,2
Borsa Italiana	13	211,1
Stockholmsbörsen	2	99,1
SWX – The Swiss Exchange	19	417,8
Virt-X	13	65,1

Tabella 5: ETF

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 8: ETFs, 2004

Exchange	Numero di titoli quotati	Turnover
Athens Exchange	-	-
Budapest Stock Exchange	-	-
Deutsche Börse	26.694	4.153,2
Euronext	5.037	462,0
Helsinki Exchanges	259	75,8
Irish Stock Exchange	5	0,0
Borsa Italiana	2.986	1.606,4
Londons Stock Exchange	601	37,9
Luxembourg Stock Exchange	1.872	14,2
Oslo Børs	68	11,2
Spanish Exchanges (BME)	1.295	146,5
Stockholmsbörsen	1.211	152,7
SWX – The Swiss Exchange	3.186	1.719,8
Warsaw Stoxk Exchange	41	0,1
Wiener Börse	743	0,9

Tabella 6: covered warrants

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 7: Covered Warrants, 2004

Il comparto dei titoli di stato e delle obbligazioni private vede la presenza del mercato italiano al sesto posto per turnover complessivo. Da una scomposizione dei dati il risultato non cambia (sesto posto) per i titoli di stato nazionali, mentre peggiora per le obbligazioni private nazionali (settimo posto) migliorando invece (quarto posto) per le obbligazioni internazionali. La scarsa offerta del mercato italiano nel suo complesso, espressa in termini di numero di titoli quotati, emerge anche nel comparto obbligazionario, che vede Borsa Italiana staccata anche dalla Wiener Börse, dalla Cse – Copenhagen stock exchange - e dalla Oslo Børs.

Exchange	Titoli di stato nazionali	Obbligazioni private nazionali	Obbligazioni internazionali	Totale
Athens Exchange	0,0	2,7	-	2,7
Bratislava Stock Exchange	518,4	2,7	0,0	521,1
Budapest Stock Exchange	39,2	22,5	0,0	61,7
Copenhagen Stock Exchange	24.156,6	35.963,2	69,8	60.189,6
Cyprus Stock Exchange	1,2	1,2	-	2,4
Deutsche Börse	28.038,0	4.059,0	2.505,0	34.602,0
Euronext	1.686,0	0,0	0,0	1.686,0
Helsinki Exchanges	0,0	0,2	0,0	0,2
Iceland Stock Exchange	1.377,2	64,8	2,0	1.444,0
Irish Stock Exchange	2.795,8	0,0	0,0	2.795,8
Borsa Italiana	13.753,0	662,4	354,3	14.769,7
Vilnius Stock Exchange	48,1	-	-	48,1
Ljubljana Stock Exchange	21,1	1,6	-	21,1
London Stock Exchange	180.924,0	1.173,2	1.107,6	183.204,8
Luxembourg Stock Exchange	0,0	0,0	9,4	9,4
Malta Stock Exchange	7,6	1,2	-	8,8
Oslo Børs	4.179,3	1.528,7	2,9	5.710,9,0
Prague Stock Exchange	1.928,6	73,3	26,1	2.028,0
Spanish Exchanges (BME)	211.124,0	33.666,0	0,0	24.4790,0
Stockhombörsen	84.532,2	22.985,9	3,2	107.521,3
SWX – The Swiss Exchange	3.820,8	2.439,0	5.987,8	12247,6
Warsaw Stock Exchange	45,1	1,0	0,0	46,1
Wiener Börse	3,1	17,1	1,7	21,9

Tabella 7: obbligazioni (turnover)

Fonte: elaborazione dell'autore su dati FESE – Federation of European Securities Exchanges, "European Securities Exchanges Statistics (February 2004)":

? Table 10a: Bond Turnover – Domesti Public Sector, 2004

? Table 10b: Bond Turnover – Non Public Sector, 2004

? Table 10c: Bond Turnover – International, 2004

Exchange	Titoli di stato nazionali	Obbligazioni private	Obbligazioni internazionali	Totale
Athens Exchange	66	65	-	-
Bratislava Stock Exchange	37	28	2	67
Budapest Stock Exchange	26	42	1	69
Copenhagen Stock Exchange	140	2.058	70	2.268
Cyprus Stock Exchange	60	10	-	-
Deutsche Börse	1.014	5.073	1.313	7.400
Euronext	320	3.006	-	-
Helsinki Exchanges	17	238	7	262
Iceland Stock Exchange	77	249	4	330
Irish Stock Exchange	34	539	3.438	4.011
Borsa Italiana	114	308	72	494
Vilnius Stock Exchange	37	-	-	-
Ljubljana Stock Exchange	41	53	-	-
London Stock Exchange	141	5.336	4.374	9.851
Luxembourg Stock Exchange	5	0	21.667	21.672
Malta Stock Exchange	39	27	-	-
Oslo Børs	295	529	10	831
Prague Stock Exchange	14	53	16	83
Spanish Exchanges (BME)	377	2.379	64	2.820
Stockholmbörsen	117	1.292	47	1.456
SWX – The Swiss Exchange	158	519	574	1.251
Warsaw Stock Exchange	59	14	4	77
Wiener Börse	151	2.337	113	2.601

Tabella 8: obbligazioni – numero di titoli quotati

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 11: Listed Bonds – All markets segments, 2004

La posizione di rilievo di Borsa Italiana emerge anche dall’analisi dei dati sul comparto derivato. Esclusi gli individual stock future, introdotti in Italia solo nel luglio 2002, l’Idem rappresenta il quarto mercato in Europa dietro Eurex, Euronext e Stockholmbörsen.

Exchange	Paese	Option su azioni		Future su azioni		Option su indici azionari		Future su indici azionari	
		Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)	Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)	Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)	Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)
Otob Market.at	Austria	85.557	242,1	-	-	3.156	105,8	2.200	68,7
Copenhagen Stock Exchange	Danimarca	15.911	49,2	0	0,0	50	0,2	51.796	190,1
Helsinki Exchange	Finlandia	20.855	33,2	349.231	395,6	0	0,0	0	0,0
Eurex	Germania + Svizzera	17.649.999	42.171,0	-	-	8.929.945	226.586,0	10.161.136	442.775,0
ADEX	Grecia	3.483	3,9	63.266	97,7	97.576	639,0	253.996	1.665,3
Budapest Stock Exchange	Ungheria	0	-	39.646	181,7	0	-	23.802	101,0
IDEM	Italia	685.173	2.587,1	22.006	87,0	180.718	12.348,9	345.332	35.135,1
Euronext	Olanda + Francia + Belgio + Portogallo + Inghilterra	32.789.750	28.810,0	459.371	1.303,0	7.252.986	150.760,0	3.758.451	192.428,0
Oslo Børs	Norvegia	340.2303	-	-	-	84.524	-	80.261	-
Warsaw Stock Exchange	Polonia	-	-	7.999	18,9	12.077	42,4	330.734	1.157,5
Spanish Exchange (BME)	Spagna	612.291	872,7	194.254	240,3	22.373	1.845,6	370.353	30.551,9
Stockholmbörsen	Svezia	8.624.716	4.094,8	139.529	88,6	840.378	6.289,2	1.346.014	10.144,7

Tabella 9: derivati – future e option su azioni ed indici

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 13a: Stock/Index Options and Futures Turnover, 2004

Exchange	Paese	Option su obbligazioni		Future su obbligazioni	
		Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)	Numero contratti	Notional Turnover (Milioni di Euro)
Eurex	Germania + Svizzera	8.610.659	961.305,0	84.493.272	9.518.548,0
Budapest Stock Exchange	Ungheria	-	-	0	-
Euronext	Olanda + Francia + Belgio + Portogallo + Inghilterra	15.705.048	15.038.160,0	36.744.872	32.406.360,0
Stockholmbörsen	Svezia	-	-	833.281	2,7

Tabella 10: derivati – future e option su obbligazioni

Fonte: FESE – Federation of European Securities Exchanges, “European Securities Exchanges Statistics (February 2004)”, Table 13b: Bond Options and Futures Turnover, 2004

Nel complesso il ruolo di Borsa Italiana nel panorama europeo risulta decisamente rilevante. Sommando le valutazioni fatte per il comparto azionario a quelle dei comparti obbligazionari e derivati si vede come LSE, Euronext ed il gruppo Deutsche Börse risultano realtà nettamente più sviluppate di Borsa Italiana, ma anche come quest'ultima è a sua volta ben più rilevante, di altre realtà nazionali come quelle ungherese, ceca, polacca, greca e austriaca, ma anche delle exchange del nord Europa (Danimarca e Finlandia).

6.2 Il grado di internazionalizzazione del mercato mobiliare italiano

La scelta da parte di Borsa Italiana in merito ad un possibile coinvolgimento in uno specifico processo di integrazione che coinvolga soggetti di altri paesi europei dipende in modo cruciale dalla propensione all'integrazione mostrata in linea di principio da Borsa Italiana.

Prescindendo da valutazioni di convenienza legate al singolo progetto occorre identificare la propensione all'integrazione dei singoli stakeholder del mercato italiano. Come proxy dell'interesse degli operatori italiani verso gli altri mercati europei si può utilizzare il grado di internazionalizzazione (attuale) del mercato. Accostando a questo dato quello relativo all'interesse degli operatori esteri per i titoli italiani la stima dal lato degli investitori è completa. Dal lato degli emittenti il grado di internazionalizzazione del mercato italiano può essere stimato osservando il numero di società italiane quotate all'estero ed il numero di società estere quotate sul mercato italiano. La tendenza da parte di operatori di diversi paesi (emittenti ed investitori) ad interagire fra loro evidenzia infatti una domanda latente di integrazione.

Considerate due exchange, maggiore è il tasso di dual-listing degli emittenti (1) e maggiore è l'attività cross-border degli investitori (2), maggiore sarà l'interesse (e quindi la propensione) all'integrazione. Il mercato unico nato dall'integrazione delle due exchange beneficia di una concentrazione degli scambi, che fa aumentare i livelli di liquidità sui singoli titoli negoziati, migliorandone il pricing. Nel caso di integrazione tra due exchange con scarso dual-listing e spiccata preferenza degli investitori per i titoli domestici (home bias) l'integrazione non comporta una variazione nei volumi di negoziazione, lasciando così invariata anche la qualità del servizio di pricing.

Dal lato della domanda di titoli mobiliari un primo dato da considerare è la rilevanza dei titoli esteri nelle attività detenute da soggetti italiani.

	1998	1999	2000	2001	2002
Titoli a breve termine	153.885	136.169	114.216	129.330	129.255
<i>Emessi dal resto del mondo</i>	13.167	15.419	11.249	13.571	12.582
<i>(in percentuale)</i>	8,56%	11,32%	9,85%	10,49%	9,73%
Titoli a M/L termine	1.497.581	1.551.147	1.723.733	1.830.505	1.941.476
<i>Emessi dal resto del mondo</i>	182.943	274.689	278.238	318.185	314.115
<i>(in percentuale)</i>	12,22%	17,71%	16,14%	17,38%	16,18%
Azioni e altre partecipazioni	1.354.593	1.910.899	2.267.668	1.983.005	1.855.652
<i>Emessi dal resto del mondo</i>	268.486	422.065	569.091	489.651	381.036
<i>(in percentuale)</i>	19,82%	22,09%	25,10%	24,69%	20,53%
Quote di fondi comuni	409.035	525.305	524.883	484.208	429.264
<i>Emessi dal resto del mondo</i>	36.761	50.003	74.953	80.519	68.707
<i>(in percentuale)</i>	8,99%	9,52%	14,28%	16,63%	16,01%

Tabella 11: rilevanza dei titoli esteri nelle attività finanziarie detenute da soggetti italiani (dati in milioni di Euro)

Fonte: elaborazione dell'autore su dati tratti dal Supplemento al Bollettino statistico della Banca d'Italia, Conti finanziari – Attività e passività, anni vari.

La tendenza manifestata nel quinquennio considerato è un aumento del peso delle attività estere nei portafogli italiani, segno di una crescita dell'interesse degli investitori italiani per gli investimenti cross-border. Il dato è ancor più apprezzabile considerando l'andamento del mercato mobiliare.

Exchange	Percentuale della capitalizzazione detenuta da soggetti esteri	Percentuale della capitalizzazione detenuta da soggetti nazionali
Borsa Italiana	15,7 %	84,3 %
Bolsa de Madrid	34,7 %	65,4 %
Deutsche Börse	19,9 %	80,1 %
Euronext – Paris	36,5 %	63,5 %
Euronext – Amsterdam	43,6 %	56,4 %
Euronext – Bruxelles	33,7 %	66,3 %
Stockholmbörsen	38,9 %	61,1 %
Oslo Børs	34,1 %	65,9 %
Helsinki Exchange	73,6 %	26,4 %
Copenhagen Stock Exchange	24,6 %	75,4 %
London Stock Exchange	29,3 %	70,7 %

Tabella 12: confronto tra l'home bias in Italia e negli altri paesi: capitalizzazione e detenzione da parte di soggetti esteri e soggetti nazionali (dati giugno 2001)

Fonte: Filippa L., Franzoni A., “Capitalizzazione di borsa, settori istituzionali e portafoglio retail: analisi dell'evoluzione recente”, BIT Notes N°2, Milano, 2001

Confrontando il dato sulla ripartizione della capitalizzazione di borsa tra investitori nazionali ed investitori esteri emergono due considerazioni. In primo luogo l'home bias degli investitori italiani è elevato. L'84,30% della capitalizzazione di Borsa Italiana è infatti detenuta da investitori italiani. In secondo luogo l'interesse degli investitori esteri verso il mercato italiano è nettamente più basso dell'interesse mostrato verso gli altri mercati nazionali. La media della percentuale della capitalizzazione detenuta da soggetti esteri per il campione considerato è pari al 34,96%, mentre in Italia tale valore è pari al 15,70%.

Per quanto riguarda i fondi comuni di investimento (FCI), le dimensioni dei patrimoni gestiti consentono a questi soggetti di applicare un criterio di segmentazione (anche) geografica non replicabile dagli investitori retail. Per i fondi comuni la gestione professionale rende inoltre i costi legati alla conoscenza dei mercati esteri un fattore marginale. Il dato relativo all'allocazione del capitale da parte dei FCI è quindi maggiormente indicativo del grado di interesse dei singoli mercati nazionali rispetto alle indicazioni provenienti da dati relativi all'intero mercato.

	<i>Peso del mercato</i>	USA	UK	CAN	GER	ITA	SVE	FRA	CH	AU	BEL	DAN	IRL	FIN
Numero di fondi comuni		6.144	2.021	1.351	4.493	441	377	1.400	399	169	366	137	156	75
Valore di mercato dei fondi (Miliardi di dollari)		3056,5	604,6	131,1	379,5	94,9	62,7	146,1	82,3	8,8	34,8	7,4	16,4	3,5
USA	46,85	85,66	24,99	61,85	12,91	19,78	45,58	18,47	33,41	26,00	23,96	17,77	39,85	5,97
UK	8,13	2,69	43,06	2,11	9,63	8,67	8,67	4,19	8,26	8,83	8,07	8,64	12,90	20,60
CAN	2,44	0,23	0,40	26,99	0,25	0,15	0,25	0,34	0,80	0,39	0,47	0,32	0,15	0,18
GER	3,99	1,05	3,23	1,03	33,49	6,05	2,32	3,49	6,91	18,79	6,84	6,73	5,32	3,34
ITA	2,22	0,48	1,75	0,36	3,58	35,37	0,86	1,92	2,30	2,07	3,27	3,42	6,43	0,99
SVE	1,03	0,41	1,37	1,79	1,79	1,13	46,74	0,53	1,05	1,09	1,28	4,28	0,88	6,59
FRA	4,32	1,46	5,60	12,70	12,70	6,02	2,79	55,27	6,55	7,05	9,93	6,48	5,35	3,78
CH	2,21	0,67	2,35	4,67	4,67	3,01	3,34	1,40	21,03	4,69	3,19	3,59	3,61	1,92
AU	0,09	0,02	0,06	0,16	0,16	0,02	0,03	0,03	0,10	6,77	0,17	0,23	0,03	0,03
BEL	0,55	0,04	0,23	0,28	0,28	0,10	0,04	0,49	0,21	0,21	24,73	0,24	0,01	0,13
DAN	0,31	0,08	0,30	0,16	0,16	0,11	0,88	0,08	0,24	0,04	0,42	18,41	0,24	1,97
IRL	0,19	0,07	0,46	0,24	0,24	0,13	0,33	0,15	0,14	0,25	0,24	0,20	6,14	0,18
FIN	0,95	0,48	1,15	3,74	3,74	2,02	9,55	0,96	1,50	1,53	2,27	3,60	1,24	45,70
GRE	0,46	0,03	0,11	0,01	0,04	0,19	0,03	0,05	0,12	0,02	0,20	0,38	0,23	0,00
LUX	0,10	0,04	0,13	0,07	0,07	0,05	0,08	0,01	0,09	0,11	0,38	0,01	0,10	1,60
NOR	0,19	0,08	0,19	0,09	0,09	0,05	0,58	0,07	0,16	0,21	0,17	0,63	0,07	1,20
POR	0,19	0,04	0,15	0,22	0,22	0,26	0,03	0,12	0,23	0,10	0,32	0,32	0,09	0,17
SPA	1,39	0,34	1,32	2,93	2,93	1,50	0,89	1,32	1,67	1,09	2,27	1,80	1,55	0,89
NL	1,97	0,84	2,55	6,86	6,86	3,05	1,54	4,06	3,41	4,18	6,47	3,41	3,41	1,84
JAP	11,29	2,97	5,68	4,99	4,99	9,19	3,42	5,74	7,63	12,82	3,55	11,86	7,21	2,01
AUS	1,18	0,34	0,65	0,23	0,23	0,60	0,21	0,14	0,46	0,53	0,09	0,41	0,83	0,13
Singapore	0,51	0,19	0,41	0,18	0,18	0,30	0,21	0,12	0,25	0,56	0,17	1,31	0,56	0,08
Hong Kong	1,82	0,42	0,91	0,32	0,32	1,00	0,42	0,27	0,42	0,54	0,32	2,29	0,73	0,11
Nuova Zelanda	0,07	0,03	0,05	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,00	0,06	0,05	0,02
Taiwan	0,91	0,16	0,32	0,06	0,06	0,10	0,19	0,06	0,37	0,06	0,09	2,24	0,13	0,00
Sud Africa	0,69	0,11	0,26	0,02	0,02	0,08	0,02	0,05	0,20	0,05	0,21	0,05	0,08	0,00
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabella 13: confronto tra l'home bias in Italia e negli altri paesi: allocazione del capitale in titoli azionari da parte dei fondi comuni

Per ogni colonna vengono indicate le percentuali che mediamente compongono il portafoglio azionario dei fondi comuni nel paese riportato nell'intestazione della colonna. Per ogni riga sono indicate le percentuali nei portafogli dei diversi paesi esteri (diverse colonne) di titoli emessi dal paese riportato nella prima cella a sinistra. All'incrocio dei dati del medesimo paese è quindi riportata la percentuale di azioni domestiche nel portafoglio dei fondi comuni.

Fonte: Chan K., Covrig V., NG L., "What determine the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocation worldwide", December 2003

I 441 FCI italiani considerati investono mediamente il 35,47% del capitale in titoli italiani. Rispetto al 55,27% della Francia, al 45,70% della Finlandia e al 46,74% della Svezia, i gestori italiani sembrano maggiormente aperti ad investimenti in mercati esteri. Da una lettura verticale della tabella si può vedere come l'8,67% del capitale dei fondi italiani sia investito in UK, il 6,05% in Germania, il 9,43% nei mercati di Euronext (Francia, Belgio, Olanda e Portogallo) e solo il 3,31% nei mercati coinvolti nei progetti OmHex-Norex.

Austria		Belgio		Danimarca		Finlandia	
Germania	18,79	Francia	9,93	UK	8,64	UK	20,60
UK	8,83	UK	8,07	Germania	6,73	Svezia	6,59
Francia	7,05	Germania	6,84	Francia	6,48	Francia	3,78
Svizzera	4,69	Olanda	6,47	Svezia	4,28	Germania	3,34
Olanda	4,18	Italia	3,27	Finlandia	3,60	Danimarca	1,97
Italia	2,07	Svizzera	3,19	Svizzera	3,59	Svizzera	1,92
Finlandia	1,53	Finlandia	2,27	Italia	3,42	Olanda	1,84
Svezia	1,09	Spagna	2,27	Olanda	3,41	Norvegia	1,20
Spagna	1,09	Svezia	1,28	Spagna	1,80	Italia	0,99
Irlanda	0,25	Danimarca	0,42	Norvegia	0,63	Spagna	0,89
Norvegia	0,21	Portogallo	0,32	Grecia	0,38	Irlanda	0,18
Belgio	0,21	Irlanda	0,24	Portogallo	0,32	Portogallo	0,17
Portogallo	0,10	Grecia	0,20	Belgio	0,24	Belgio	0,13
Danimarca	0,04	Austria	0,17	Austria	0,23	Austria	0,03
Grecia	0,02	Norvegia	0,17	Irlanda	0,20	Grecia	0,00

Francia		Germania		Irlanda		Italia	
UK	4,19	Francia	12,70	UK	12,90	Uk	8,67
Olanda	4,06	UK	9,63	Italia	6,43	Germania	6,05
Germania	3,49	Olanda	6,86	Francia	5,35	Francia	6,02
Italia	1,92	Svizzera	4,67	Germania	5,32	Olanda	3,05
Svizzera	1,40	Finlandia	3,74	Svizzera	3,61	Svizzera	3,01
Spagna	1,32	Italia	3,58	Olanda	3,41	Finlandia	2,02
Finlandia	0,96	Spagna	2,93	Spagna	1,55	Spagna	1,50
Svezia	0,53	Svezia	1,79	Finlandia	1,24	Svezia	1,13
Belgio	0,49	Belgio	0,28	Svezia	0,88	Portogallo	0,26
Irlanda	0,15	Irlanda	0,24	Danimarca	0,24	Grecia	0,19
Portogallo	0,12	Portogallo	0,22	Grecia	0,23	Irlanda	0,13
Danimarca	0,08	Austria	0,16	Portogallo	0,09	Danimarca	0,11
Norvegia	0,07	Danimarca	0,16	Norvegia	0,07	Belgio	0,10
Grecia	0,05	Norvegia	0,09	Austria	0,03	Norvegia	0,05
Austria	0,03	Grecia	0,04	Belgio	0,01	Austria	0,02
Svezia		Svizzera		UK			
Finlandia	9,55	UK	8,26	Francia	5,60		
UK	8,67	Germania	6,91	Germania	3,23		
Svizzera	3,34	Francia	6,55	Olanda	2,55		
Francia	2,79	Olanda	3,41	Svizzera	2,35		
Germania	2,32	Italia	2,30	Italia	1,75		
Olanda	1,54	Spagna	1,67	Svezia	1,37		
Spagna	0,89	Finlandia	1,50	Spagna	1,32		
Danimarca	0,88	Svezia	1,05	Finlandia	0,48		
Italia	0,86	Danimarca	0,24	Irlanda	0,46		
Norvegia	0,58	Portogallo	0,23	Danimarca	0,30		
Irlanda	0,33	Belgio	0,21	Belgio	0,23		
Belgio	0,04	Norvegia	0,16	Norvegia	0,19		
Austria	0,03	Irlanda	0,14	Portogallo	0,15		
Grecia	0,03	Grecia	0,12	Grecia	0,11		
Portogallo	0,03	Austria	0,10	Austria	0,06		

Tabella 14: capitale investito in titoli esteri (quota percentuale sul capitale complessivo)

Fonte: rielaborazione dell'autore su dati Chan K., Covrig V., NG L., "What determine the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocation worldwide", dicembre 2003

Dall'analisi delle preferenze di investimento dei FCI è possibile quantificare la rilevanza che i mercati nazionali complessivamente considerati riconoscono ad un singolo mercato. Attraverso un indicatore che, tenendo conto delle scelte allocative di tutti i FCI del campione, attribuisce un punteggio ad ogni mercato¹⁰³ è quindi possibile quantificare l'interesse verso il singolo paese da parte del resto del mercato mobiliare europeo.

Su una scala da 0 a 140, dove a valori più alti corrisponde una maggiore rilevanza, i risultati ottenuti sono i seguenti.

¹⁰³ La descrizione delle modalità di costruzione dell'indicatore è oggetto dell'appendice al presente capitolo.

Paese	Valore indicatore (0-140)
Uk	136
Francia	125
Germania	122
Svizzera	102
Italia	92
Finlandia	89
Svezia	80
Danimarca	48
Irlanda	38
Belgio	32

Tabella 15: valori dell'indicatore di interesse del mercato europeo verso i singoli mercati

Il Regno Unito rimane quindi la principale destinazione per gli investimenti esteri con il 9,846% di capitale mediamente investito in titoli del mercato inglese. Il mercato italiano risulta tenuto in discreta considerazione anche se è ritenuto meno interessante dei mercati francese e tedesco.

Ai fini dell'integrazione è interessante anche verificare la presenza di sintonie particolari tra due o più mercati. Al tal fine si possono riclassificare i dati sulle scelte di allocazione del capitale effettuate dai fondi al fine di identificare i paesi che mostrano una preferenza particolare (ricambiata) per i titoli di un determinato mercato¹⁰⁴. Per chiarezza espositiva vengono considerati solo i primi tre valori per ogni paese.

<p>Austria</p> <p>Danimarca 0,23%</p> <p>Belgio 0,17%</p> <p>Germania 0,16%</p>	<p>Belgio</p> <p>Francia 0,49%</p> <p>Germania 0,28%</p> <p>Danimarca 0,24%</p>	<p>Danimarca</p> <p>Finlandia 1,97%</p> <p>Svezia 0,88%</p> <p>Belgio 0,42%</p>	<p>Finlandia</p> <p>Svezia 9,55%</p> <p>Germania 3,74%</p> <p>Danimarca 3,60%</p>
<p>Francia</p> <p>Germania 12,70%</p> <p>Belgio 9,93%</p> <p>Austria 7,05%</p>	<p>Germania</p> <p>Austria 18,79%</p> <p>Svizzera 6,91%</p> <p>Belgio 6,84%</p>	<p>Irlanda</p> <p>UK 0,46%</p> <p>Svezia 0,33%</p> <p>Austria 0,25%</p>	<p>Italia</p> <p>Irlanda 6,43%</p> <p>Germania 3,58%</p> <p>Danimarca 3,42%</p>
<p>Svezia</p> <p>Finlandia 6,59%</p> <p>Danimarca 4,28%</p> <p>Germania 1,79%</p>	<p>Svizzera</p> <p>Austria 4,69%</p> <p>Germania 4,67%</p> <p>Irlanda 3,61%</p>	<p>UK</p> <p>Finlandia 20,60%</p> <p>Irlanda 12,90%</p> <p>Germania 9,63%</p>	

Tabella 16: percentuali di investimento da parte dei FCI in titoli domestici

¹⁰⁴ Partendo dalle scelte di allocazione del capitale l'analisi per il singolo paese è stata la seguente. Sono stati individuati per il singolo paese A i tre mercati esteri (mercato B, mercato C e mercato D) che hanno destinato ai titoli del paese A considerato la percentuale maggiore dei propri fondi. Per verificare la presenza di legami reciproci si è poi proceduto verificando, per ognuno dei tre mercati esteri (B, C o D), se il mercato considerato (A) ricambia l'interesse investendo una quota considerevole del proprio capitale nei mercati B, C o D. Se ciò si verifica, cioè se il paese A è il principale mercato estero di investimento per il paese B ed il paese A destina a sua volta una quota percentuale considerevole del suo capitale all'investimento in titoli del paese B, viene rilevato un legame particolarmente stretto (sintonia) tra i due mercati.

Nota: la tabella riporta per ogni paese (Austria) la percentuale del capitale che i fondi appartenenti a paesi esteri (Danimarca, Belgio e Germania) destinano all'investimento in titoli domestici (titoli austriaci).

Nel caso dell'Austria i valori riportati indicano che i FCI danesi sono quelli che in Europa destinano la percentuale maggiore del proprio patrimonio in titoli austriaci (0,23% del totale gestito dai FCI danesi), seguiti dai FCI belgi (0,17% del totale gestito dai FCI belgi) e dai FCI tedeschi (0,16%).

Emergono chiaramente gli stretti legami tra i mercati scandinavi (Svezia, Finlandia e Danimarca). Lo stesso legame esiste tra il mercato tedesco e rispettivamente, il mercato svizzero e quello austriaco, così come avviene tra il mercato inglese ed il mercato irlandese e tra il mercato francese e quello belga. La rilevanza nell'ambito del mercato europeo collega poi tra loro il mercato inglese, quello tedesco e quello francese. Il mercato italiano non sembra invece legato in modo particolare con nessuna realtà estera. Mostrano comunque interesse per i titoli italiani l'Irlanda (5,27%), la Germania (3,58%) ed i mercati del progetto Euronext (5,19%).

Dal lato dell'offerta di strumenti mobiliari la situazione degli emittenti segnala un livello di internazionalizzazione del mercato mobiliare italiano piuttosto basso. Dai risultati di una ricerca¹⁰⁵ condotta da Halling-Pagano-Randl-Zechner (2003) i titoli di emittenti italiani quotati in mercati esteri sono 21 mentre per paesi come Germania, Uk, Francia e Olanda lo stesso dato è nettamente superiore.

		Exchange di destinazione												Totale
		NL	BEL	GER	UK	ITA	Nasdaq	Nyse	FRA	SVE	AU	CH	SPA	
Exchange di provenienza	NL		11	18	2		6	11	8	1	1	12		71
	BEL	3		2	1			1	4					11
	GER	7	8		8	3	1	7	10		7	32	3	86
	UK	2	8	13			17	32	15			8		96
	ITA		3	9			1	5	3					21
	FRA		11	8	2	1	5	9		1			1	38
	SVE		1	4	10		9	2	4					30
	AU		2	8					1					11
	CH	1		14			1	1	4					21
	SPA			2				2	3					7
	DAN						1	1						2
	FIN			1			1	1	1	1				5
	POR							1						1
	NOR			2			1	3	1	1				8
Totale	13	44	81	23	4	43	76	54	4	8	53	4	407	

Tabella 17: numero di società italiane quotate anche su altri mercati

Fonte: Halling M., Pagano M., Randl O., Zechner J., "Where is the market? Evidence from cross-listing", University of Vienna – CEPR, novembre 2003

¹⁰⁵ Halling M., Pagano M., Randl O., Zechner J., "Where is the market? Evidence from cross-listing", University of Vienna – CEPR, novembre 2003.

I dati sul numero di società estere quotate sul singolo mercato non sono sostanzialmente diversi. Il gap con gli altri paesi aumenta se i dati vengono filtrati riportando solo il principale mercato di riferimento. Gli emittenti italiani che decidono di quotarsi all'estero sono un'eccezione e tendono a preferire i mercati nord-americani. Se a ciò si aggiunge che sono ancora meno gli emittenti esteri quotati in Italia bisogna concludere per un sostanziale isolamento del mercato italiano dal lato dell'offerta di strumenti mobiliari.

		Exchange di destinazione													
Exchange di provenienza		NL	BEL	GER	UK	ITA	Nasdaq	Nyse	FRA	SVE	AU	CH	SPA	Totale	
	NL		1	4			2	8							15
	BEL							1							1
	GER	1					1	7	1			4	2	16	
	UK		1				8	26	3					38	
	ITA						1	3						4	
	FRA		1			1	2	8		1			1	14	
	SVE						7	2						9	
	AU			3					1					4	
	CH			1			1	1	1					4	
	SPA							1						1	
	DAN														
	FIN							1						1	
	POR							1						1	
	NOR						1	2						3	
Totale	1	3	8		1	23	61	6	1		4	3	111		

Tabella 18: numero di società italiane quotate anche su altri mercati (solo il principale mercato)

Fonte: Halling M., Pagano M., Randl O., Zechner J., "Where is the market? Evidence from cross-listing", University of Vienna – CEPR, novembre 2003

Il grado di internazionalizzazione del mercato italiano nel complesso è quindi migliorabile anche se è dal lato degli investimenti che il mercato ha il maggior numero di contatti con l'estero e che il livello di internazionalizzazione risulta apprezzabile.

6.3 Borsa Italiana e l'integrazione del mercato mobiliare europeo: le strategie percorribili

Borsa Italiana Spa può essere definita come una exchange indipendente da altre exchange del mercato europeo. A questa sua caratteristica può essere attribuita sia un'interpretazione positiva sia una negativa. L'indipendenza da altre realtà del mercato rende Borsa Italiana un'exchange non subordinata ad altri mercati, come invece avviene per altri casi (es. Repubbliche Baltiche e Irlanda). L'assenza di legami forti con altre exchange rischia peraltro di rendere Borsa Italiana una realtà isolata nel contesto europeo di riferimento.

I dati sulle dimensioni del mercato italiano sottolineano il peso relativo ed il dinamismo espresso dagli elevati tassi di turnover e dalla gamma diversificata di strumenti negoziati. Anche se il livello di internazionalizzazione evidenzia l'esiguo numero di rapporti cross-border, Borsa Italiana rimane una componente importante del mercato mobiliare europeo e tale ruolo non può non emergere anche nell'ambito dei processi di integrazione. Se Borsa Italiana rimane una componente

importante del mercato mobiliare europeo, bisogna considerare che le principali exchange estere hanno già compiuto scelte importanti in termini di integrazione ed è più che ragionevole attendersi per il futuro un accentuazione dei problemi di integrazione.

In quanto exchange di riferimento del mercato italiano Borsa Italiana Spa deve valutare con attenzione la prospettiva di aderire ad uno dei progetti in corso. Diversi motivi suggeriscono l'adesione ad un progetto di integrazione a prescindere dalle caratteristiche del progetto medesimo.

Le prospettive di un mercato mobiliare "autonomista" all'interno di un mercato europeo sempre più integrato politicamente, economicamente e monetariamente non sono rosee: l'integrazione non è un fenomeno evitabile.

Lo spazio per contrastare i first-movers come Euronext o Eurex attraverso il lancio di nuovi progetti integrativi, che vedono Borsa Italiana come soggetto promotore è praticamente nullo: per Borsa Italiana l'integrazione non è (più) un fenomeno direttamente governabile.

L'adesione ad un progetto di integrazione diventa con il passare del tempo una scelta con priorità crescente. Un'ulteriore espansione dei progetti in corso può marginalizzare il mercato italiano assorbendone la liquidità e privando così Borsa Italiana del suo ruolo di exchange di riferimento del mercato italiano: l'integrazione non è un fenomeno contrastabile.

L'integrazione con altre exchange può portare diversi vantaggi quali lo sfruttamento di economie di scala e la riduzione del grado di concorrenza del mercato: l'integrazione può quindi costituire un'opportunità da sfruttare piuttosto che un'emergenza da fronteggiare.

La strategia di Borsa Italiana dovrebbe quindi essere finalizzata ad "integrarsi in un progetto di integrazione" facendo attenzione a scegliere il progetto "vincente" e a farlo prima che le condizioni di mercato rendano il mercato italiano meno attraente o riducano la forza negoziale di Borsa Italiana.

I tempi dell'integrazione non sono tali da rendere la formazione di un mercato mobiliare europeo integrato una prospettiva di breve periodo. Quella del percorso e soprattutto dei soggetti con i quali procedere all'integrazione non è quindi una scelta da rimandare, ma che per questo non deve essere compiuta in modo affrettato.

Tra gli eventi in grado di cambiare gli assetti del mercato che meritano di essere osservati con attenzione ci sono le scelte che i paesi non ancora direttamente coinvolti nei progetti di integrazione compieranno in tal senso. La Spagna, completato il processo di integrazione nazionale tramite il progetto Bmex, rivolgerà la sua attenzione ai progetti internazionali, forte del maggior peso conseguito con l'unificazione raggiunta. Il comportamento della LSE sarà anch'esso in grado di aprire nuove prospettive di integrazione così come anche i mercati dell'est avranno il loro peso.

Nel biennio 2005-2006 si potrà quindi assistere ad ulteriori cambiamenti negli assetti del mercato che contribuiranno a rendere il quadro più chiaro. La strategia di Borsa Italiana deve quindi basarsi su un movimento anticipato rispetto a quello delle altre realtà indipendenti, per evitare di trovarsi a negoziare con realtà sovranazionali ormai affermate. Borsa Italiana ha il peso per decretare la piena riuscita di un progetto di integrazione o quantomeno per rafforzarne in modo sostanziale la credibilità e deve quindi far valere la propria posizione prima che altre realtà si rendano disponibili a stringere accordi con i mercati cross-border.

La scelta del progetto integrativo al quale rivolgersi richiede di valutare l'integrabilità tra Borsa Italiana ed i principali progetti in corso. Il confronto va fatto con OmHex, Eurex-Deutsche Börse ed Euronext visto che queste sono le soluzioni che godono di maggiore credibilità. La possibilità di un progetto di integrazione che coinvolga Borsa Italiana ed LSE non è infatti prospettabile viste le differenze valutarie e lo scetticismo finora manifestato dalla LSE nei confronti dell'integrazione¹⁰⁶.

L'integrazione di Borsa Italiana all'interno del progetto Eurex-Deutsche Börse trova una valida motivazione nell'interesse che gli investitori italiani e tedeschi mostrano per i titoli dei due mercati. Il carattere fortemente nazionalista del progetto Eurex-Deutsche Börse richiederebbe probabilmente a Borsa Italiana di rinunciare alla propria identità con evidenti problemi di national pride. Se l'impatto dell'integrazione tramite fusione del mercato svizzero con il mercato tedesco è stato attenuato dalla condivisione di fattori culturali forti, nel caso del mercato italiano i cambiamenti sarebbero probabilmente eccessivi.

Sia OmHex che Norex nascono come realtà fortemente contestualizzate dal punto di vista geografico. L'obiettivo più o meno esplicitato è la formazione di un mercato nordico che non sembra quindi rivolgersi ai paesi dell'area mediterranea. Lo scarso interesse manifestato dagli investitori italiani per i titoli scandinavi, ricambiato dall'altrettanto esiguo interesse degli investitori nordici per i titoli italiani, priva l'ipotesi di integrazione dell'interesse necessario.

La struttura flessibile di Euronext, che è già stata valutata positivamente dal Liffe e dalla BVLP, rassicurerebbe il mercato italiano per quanto riguarda gli aspetti di national pride, che verrebbe quindi tutelato. Il numero dei paesi coinvolti è inoltre un indicatore importante della capacità aggregativa del progetto. Le relazioni tra i diversi mercati coinvolti in termini di interesse degli investitori-emittenti, rappresenta anch'esso un segnale positivo. Euronext può quindi rappresentare una scelta percorribile, vista la buona compatibilità con il mercato italiano. Rispetto al Liffe e al mercato portoghese (BVLP) l'ingresso di Borsa Italiana in Euronext richiederebbe però un processo negoziale ben più articolato. Il Liffe è infatti entrato nel progetto beneficiando di un allargamento della propria influenza nei mercati derivati francese, belga e olandese. Le dimensioni del mercato portoghese, sicuramente più contenute rispetto al mercato italiano, hanno messo la BVLP nelle condizioni di giovare dell'integrazione in termini di visibilità e di ammodernamento tecnologico, mentre tali aspetti assumerebbero un ruolo non altrettanto rilevante nel caso di Borsa Italiana, visto che questa è già tra le principali realtà del mercato europeo e considerando che, tramite la SIA – Società italiana per l'automazione, sviluppa internamente i propri trading engine. Per Euronext si tratterebbe quindi della prima integrazione con implicazioni rilevanti in termini di governance. L'appartenenza all'UE di tutti i partecipanti e la condivisione dell'euro (ad eccezione dell'Inghilterra) sono ulteriori fattori aggregativi che portano ad indicare in Euronext la soluzione maggiormente compatibile con le caratteristiche di Borsa Italiana Spa, o quantomeno la soluzione meno traumatica.

¹⁰⁶ L'unico progetto di integrazione che ha interessato la LSE è stato iX – The international exchange – naufragato anche a causa del comportamento tenuto dalla LSE.

Appendice

L'indicatore di interesse

Obiettivo

Al fine di stimare la rilevanza di un mercato nazionale all'interno del mercato mobiliare europeo si è proceduto alla costruzione di un indicatore che, partendo dai dati relativi all'allocazione del capitale degli investitori (in particolare FCI), quantifica l'interesse degli investitori esteri nei confronti di un mercato domestico.

Le modalità di costruzione dell'indicatore

La costruzione dell'indicatore inizia con l'osservazione dei dati relativi all'allocazione del capitale in titoli esteri effettuata dai fondi comuni di investimento (FCI) di un singolo paese. Questi vengono riordinati in modo decrescente in modo che nella parte alta della tabella siano riportati i dati del paese estero nel quale è stata collocata la percentuale maggiore di capitale.

Italia	
Uk	8,67
Germania	6,05
Francia	6,02
Olanda	3,05
Svizzera	3,01
Finlandia	2,02
Spagna	1,50
Svezia	1,13
Portogallo	0,26
Grecia	0,19
Irlanda	0,13
Danimarca	0,11
Belgio	0,10
Norvegia	0,05
Austria	0,02

Nel caso dell'Italia i dati riportati indicano che l'8,67% del capitale gestito dai FCI italiani è stato investito in titoli del Regno Unito, il 6,05% è stato destinato per acquistare titoli tedeschi, mentre solo lo 0,02% del capitale è stato investito in titoli austriaci.

Si procede associando un numero compreso tra 0 e 14 ai singoli paesi selezionati durante l'asset allocation. Il paese nel quale si è investita la percentuale maggiore di capitale è associato ad un valore pari a 14. Il secondo paese (sempre in termini di allocazione del capitale) è abbinato al 13, mentre l'ultimo paese è identificato da un valore pari a 0.

Riprendendo l'esempio del mercato italiano si ottiene la seguente tabella:

Italia		
14	Uk	8,67
13	Germania	6,05
12	Francia	6,02
11	Olanda	3,05
10	Svizzera	3,01
9	Finlandia	2,02
8	Spagna	1,50
7	Svezia	1,13
6	Portogallo	0,26
5	Grecia	0,19
4	Irlanda	0,13
3	Danimarca	0,11
2	Belgio	0,10
1	Norvegia	0,05
0	Austria	0,02

Ripetendo la valutazione per tutti i paesi del campione (11) si ottengono per ogni mercato nazionale le preferenze espresse dagli altri 10 paesi.

L'indicatore complessivo si ottiene sommando i valori ottenuti da un singolo mercato nelle scelte allocative degli altri paesi del mercato europeo.

Austria			Belgio			Danimarca			Finlandia		
14	Germania	18,79	14	Francia	9,93	14	UK	8,64	14	UK	20,60
13	UK	8,83	13	UK	8,07	13	Germania	6,73	13	Svezia	6,59
12	Francia	7,05	12	Germania	6,84	12	Francia	6,48	12	Francia	3,78
11	Svizzera	4,69	11	Olanda	6,47	11	Svezia	4,28	11	Germania	3,34
10	Olanda	4,18	10	Italia	3,27	10	Finlandia	3,60	10	Danimarca	1,97
9	Italia	2,07	9	Svizzera	3,19	9	Svizzera	3,59	9	Svizzera	1,92
8	Finlandia	1,53	8	Finlandia	2,27	8	Italia	3,42	8	Olanda	1,84
7	Svezia	1,09	7	Spagna	2,27	7	Olanda	3,41	7	Norvegia	1,20
6	Spagna	1,09	6	Svezia	1,28	6	Spagna	1,80	6	Italia	0,99
5	Irlanda	0,25	5	Danimarca	0,42	5	Norvegia	0,63	5	Spagna	0,89
4	Norvegia	0,21	4	Portogallo	0,32	4	Grecia	0,38	4	Irlanda	0,18
3	Belgio	0,21	3	Irlanda	0,24	3	Portogallo	0,32	3	Portogallo	0,17
2	Portogallo	0,10	2	Grecia	0,20	2	Belgio	0,24	2	Belgio	0,13
1	Danimarca	0,04	1	Austria	0,17	1	Austria	0,23	1	Austria	0,03
0	Grecia	0,02	0	Norvegia	0,17	0	Irlanda	0,20	0	Grecia	0,00

Francia		Germania		Irlanda		Italia	
14 UK	4,19	14 Francia	12,70	14 UK	12,90	Uk	8,67
13 Olanda	4,06	13 UK	9,63	13 Italia	6,43	Germania	6,05
12 Germania	3,49	12 Olanda	6,86	12 Francia	5,35	Francia	6,02
11 Italia	1,92	11 Svizzera	4,67	11 Germania	5,32	Olanda	3,05
10 Svizzera	1,40	10 Finlandia	3,74	10 Svizzera	3,61	Svizzera	3,01
9 Spagna	1,32	9 Italia	3,58	9 Olanda	3,41	Finlandia	2,02
8 Finlandia	0,96	8 Spagna	2,93	8 Spagna	1,55	Spagna	1,50
7 Svezia	0,53	7 Svezia	1,79	7 Finlandia	1,24	Svezia	1,13
6 Belgio	0,49	6 Belgio	0,28	6 Svezia	0,88	Portogallo	0,26
5 Irlanda	0,15	5 Irlanda	0,24	5 Danimarca	0,24	Grecia	0,19
4 Portogallo	0,12	4 Portogallo	0,22	4 Grecia	0,23	Irlanda	0,13
3 Danimarca	0,08	3 Austria	0,16	3 Portogallo	0,09	Danimarca	0,11
2 Norvegia	0,07	2 Danimarca	0,16	2 Norvegia	0,07	Belgio	0,10
1 Grecia	0,05	1 Norvegia	0,09	1 Austria	0,03	Norvegia	0,05
0 Austria	0,03	0 Grecia	0,04	0 Belgio	0,01	Austria	0,02
Svezia		Svizzera		UK			
14 Finlandia	9,55	14 UK	8,26	14 Francia	5,60		
13 UK	8,67	13 Germania	6,91	13 Germania	3,23		
12 Svizzera	3,34	12 Francia	6,55	12 Olanda	2,55		
11 Francia	2,79	11 Olanda	3,41	11 Svizzera	2,35		
10 Germania	2,32	10 Italia	2,30	10 Italia	1,75		
9 Olanda	1,54	9 Spagna	1,67	9 Svezia	1,37		
8 Spagna	0,89	8 Finlandia	1,50	8 Spagna	1,32		
7 Danimarca	0,88	7 Svezia	1,05	7 Finlandia	0,48		
6 Italia	0,86	6 Danimarca	0,24	6 Irlanda	0,46		
5 Norvegia	0,58	5 Portogallo	0,23	5 Danimarca	0,30		
4 Irlanda	0,33	4 Belgio	0,21	4 Belgio	0,23		
3 Belgio	0,04	3 Norvegia	0,16	3 Norvegia	0,19		
2 Austria	0,03	2 Irlanda	0,14	2 Portogallo	0,15		
1 Grecia	0,03	1 Grecia	0,12	1 Grecia	0,11		
0 Portogallo	0,03	0 Austria	0,10	0 Austria	0,06		

Nel caso del mercato italiano l'indicatore assume quindi un valore pari a 92 (9+10+8+6 + ...+10).

Italia										
Indicatore dell'interesse del mercato europeo nei confronti del mercato italiano (valore minimo 0 – valore massimo 140)										
Austria	Belgio	Danimarca	Finlandia	Francia	Germania	Irlanda	Svezia	Svizzera	UK	Totale
9	10	8	6	11	9	13	6	10	10	92

Calcolando l'indicatore di interesse anche per gli altri paesi del mercato europeo è possibile confrontare i valori dell'indicatore e valutare la diversa rilevanza che due o più paesi possono avere nei confronti del mercato europeo.

Conclusioni

Nella prima parte del lavoro si è affrontato il tema dell'integrazione dei mercati dal punto di vista teorico. Nel primo capitolo si sono ricostruiti il processo produttivo di borsa e la struttura del mercato mobiliare alla luce delle innovazioni avute nella seconda metà degli anni novanta (demutualizzazione e sviluppo tecnologico). L'analisi delle possibili soluzioni e dei percorsi dell'integrazione è stata oggetto del secondo capitolo mentre nel terzo è stato valutato il ruolo che i vari stakeholder possono avere all'interno dei singoli progetti di integrazione. La seconda parte (cap.4 e 5), dedicata ad un'analisi empirica del mercato, ha analizzato il livello attuale dell'integrazione e le caratteristiche e le prospettive dei singoli progetti di integrazione. Il sesto capitolo è stato infine dedicato alla Borsa Italiana Spa della quale si sono valutate la rilevanza nel mercato europeo, il grado di internazionalizzazione e le strategie integrative percorribili.

Dalle considerazioni sulla struttura teorica del mercato è emerso come al processo produttivo di borsa venga ormai riconosciuta un'articolazione in una pluralità di momenti (listing, trading, clearing, settlement e custody), legittimata dal riconoscimento che le varie fasi della catena del valore di borsa possono essere attribuite a soggetti differenti. Si è inoltre preso atto dell'affermazione del concetto di borsa come impresa, soprattutto grazie alla demutualizzazione dei mercati e alle nuove soluzioni tecnologiche che hanno contribuito a ridurre le distanze tra i singoli mercati. Rispetto a dieci anni fa sono cambiati quindi gli equilibri, le logiche e le tipologie di stakeholder del mercato.

Dal punto di vista empirico il risultato è quello di un mercato mobiliare europeo in avanzata fase di integrazione. Dopo il fallimento dei primi progetti di integrazione (iX ed Euroglobex) ed il ridimensionamento del fenomeno dei mercati alternativi (ATS) si sono affermate diverse nuove iniziative, le quali sembrano avere ormai superato la fase di avvio. I progetti più interessanti sono OmHex-Norex, Euronext, Eurex ed EuroMTS.

Il progetto OmHex ed il progetto Norex coinvolgono pressoché tutti i mercati della scandinavia e del baltico e vedono nella condivisione delle regole di mercato e nella comune tecnologia i propri punti di forza.

Euronext è riuscito a collegare un gran numero di mercati (Francia, UK-Liffe, Belgio, Olanda e Portogallo) tramite un progetto chiaro ed una struttura particolarmente flessibile.

Eurex, nato dalla fusione del mercato dei derivati tedesco con l'equivalente mercato svizzero, oltre che per le dimensioni raggiunte, suscita interesse per l'appartenenza di Eurex al gruppo Deutsche Börse, che rappresenta una delle realtà più interessanti del progetto europeo.

EuroMTS è una soluzione integrativa del comparto obbligazionario che vede il mercato italiano all'ingrosso dei titoli di stato (MTS) nel ruolo di capofila di un progetto orientato alla formazione di un mercato europeo dei titoli di stato e delle obbligazioni.

Dall'osservazione del mercato nel suo insieme sono emerse diverse questioni ancora aperte che, se per il momento non hanno impedito l'affermazione di progetti integrativi transnazionali, potrebbero ostacolare in futuro un ulteriore avanzamento del processo integrativo. L'assenza di un'autorità di vigilanza a livello europeo e l'affermazione del principio dell'home country control rendono incerta l'attività di vigilanza sulle realtà transnazionali. Bisogna domandarsi infatti quale sarà l'autorità preposta al controllo di un mercato mobiliare europeo unificato. Una seconda questione riguarda il national pride legato alla presenza di un mercato mobiliare nazionale. Se la formazione di un mercato che sia di riferimento per due o più paesi prevede lo smantellamento delle rispettive

exchange nazionali, non è scontato che i paesi coinvolti siano disposti a subire tale rinuncia. Le differenze linguistiche e culturali sono un ulteriore fattore di preoccupazione. Se finora i progetti integrativi hanno coinvolto mercati di paesi culturalmente e linguisticamente affini, rimane da chiedersi come potranno aggregarsi fra loro realtà molto meno omogenee. L'elevata preferenza per i mercati domestici che caratterizza gran parte dei mercati nazionali pone infine l'interrogativo in merito all'effettivo beneficio (e quindi all'interesse) portato alle società emittenti e agli investitori europei dall'integrazione. Se i punti da chiarire sono ancora diversi la presenza di progetti integrativi di ampio respiro è comunque da considerare un elemento incoraggiante.

Le valutazioni in merito all'affermazione di un'unica european exchange richiedono maggiore prudenza. Le differenze nel know how richiesto nei vari segmenti del mercato (1), la tendenza dei progetti di integrazione a specializzarsi in determinati strumenti (2) e l'esperienza dei mercati americani in ambito integrativo (3) sembrano suggerire l'affermazione di diverse european exchange specializzate su specifici comparti del mercato. L'esperienza degli Usa è in tal senso emblematica. Il Nyse rappresenta un punto di riferimento per il comparto azionario, mentre il Nasdaq si è specializzato nel segmento delle hi-growth company. CBOT e CBOE gestiscono invece le transazioni sui derivati. L'affermazione di diverse exchange in diversi segmenti del mercato in una realtà come quella nord-americana non permette di escludere un medesimo risultato anche in Europa.

Sui mercati spot l'affermazione di una realtà di riferimento non si è ancora completata, anche se LSE, Euronext e Deutsche Börse sono le realtà più rilevanti del mercato. Per i derivati invece si tratta di una "sfida a due" tra Euronext-Liffe ed Eurex. Se i tempi dell'integrazione non sono di breve periodo, le realtà che per il momento si sono tenute fuori dai progetti integrativi dovrebbero comunque valutare la possibilità di una loro integrazione. Nel caso di Borsa Italiana i motivi alla base di tale decisione sono più d'uno.

Le prospettive di un mercato mobiliare "autonomista" all'interno di un mercato europeo sempre più integrato politicamente, economicamente e monetariamente non sono rosee: l'integrazione non è un fenomeno evitabile.

Lo spazio per contrastare i first-movers come Euronext o Eurex attraverso il lancio di nuovi progetti integrativi che vedono Borsa Italiana come soggetto promotore è praticamente nullo: per Borsa Italiana l'integrazione non è (più) un fenomeno direttamente governabile.

L'adesione ad un progetto di integrazione diventa con il passare del tempo una scelta con priorità crescente. Un'ulteriore espansione dei progetti in corso può marginalizzare il mercato italiano assorbendone la liquidità e privando così Borsa Italiana del suo ruolo di exchange di riferimento del mercato italiano: l'integrazione non è un fenomeno contrastabile.

L'integrazione con altre exchange può portare diversi vantaggi quali lo sfruttamento di economie di scala e la riduzione del grado di concorrenza del mercato: l'integrazione può quindi costituire un'opportunità da sfruttare piuttosto che un'emergenza da fronteggiare.

La strategia di Borsa Italiana dovrebbe quindi essere finalizzata ad "integrarsi in un progetto di integrazione" facendo attenzione a scegliere il progetto "vincente" e a farlo prima che le condizioni di mercato rendano il mercato italiano meno attraente o riducano la forza negoziale di Borsa Italiana.

Al momento il progetto maggiormente compatibile con Borsa Italiana sembra essere Euronext.

La natura fortemente contestualizzata dal punto di vista geografico di OmHex e Norex sembra escludere un coinvolgimento di paesi dell'area mediterranea. Un'eventuale integrazione di Borsa Italiana nel progetto Eurex-DB sconta forti differenze culturali e la natura eccessivamente nazionalista del progetto tedesco. Euronext si propone come una soluzione percorribile in quanto la struttura integrativa (fase iniziale basata su un'alleanza alla quale seguirà solo successivamente una fusione) attenua i problemi di national pride. L'elevato numero di paesi coinvolti ne aumenta la credibilità, mentre dal punto di vista linguistico e culturale l'impatto sul mercato italiano sarebbe ridotto.

Il ruolo non marginale di Borsa Italiana nel mercato europeo richiede però un'attività di negoziazione ben più articolata di quella avuta, ad esempio, per l'ingresso in Euronext del Liffe e del mercato portoghese BVLP. Il Liffe è infatti entrato nel progetto beneficiando di un allargamento della propria influenza nei mercati derivati francese, belga e olandese. Le dimensioni del mercato portoghese, sicuramente più contenute rispetto al mercato italiano, hanno messo la BVLP nelle condizioni di giovare dell'integrazione in termini di visibilità e di ammodernamento tecnologico, mentre tali aspetti assumerebbero un ruolo non altrettanto rilevante nel caso di Borsa Italiana visto che questa è già tra le principali realtà del mercato europeo e considerando che, tramite la SIA (società italiana per l'automazione), essa sviluppa internamente i propri trading engine.

Da quanto affermato è ragionevole attendersi che nei prossimi anni si potrà assistere ad ulteriori cambiamenti, che contribuiranno a rendere la situazione del mercato mobiliare europeo maggiormente delineata. La strategia di Borsa Italiana deve basarsi su un movimento anticipato rispetto a quello delle altre realtà indipendenti (Bmex, Lse, ecc.), per evitare di trovarsi a negoziare con realtà sovranazionali ormai affermate. Borsa Italiana ha il peso per decretare la piena riuscita di un progetto di integrazione o quantomeno per rafforzarne in modo sostanziale la credibilità e deve quindi far valere la propria posizione prima che altre realtà si rendano disponibili a stringere accordi con i mercati cross-border.

Appendice

La struttura dei mercati mobiliari nazionali in Europa

Dall'accostamento delle strutture dei singoli mercati mobiliari nazionali emerge l'eterogeneità del mercato mobiliare europeo. In questa parte è riportato un confronto tra i diversi assetti e le differenti soluzioni adottate nei vari paesi, utilizzabile come chiave di lettura dei fenomeni integrativi transnazionali.

Per ognuno dei paesi considerati si riporta una descrizione del mercato (1), la struttura e la segmentazione dello stesso (2) ed una scheda riassuntiva focalizzata sulle exchange di riferimento.

I paesi considerati sono:

- ? Italia
- ? Spagna
- ? Portogallo
- ? Grecia
- ? Francia
- ? Belgio
- ? Germania
- ? Austria
- ? Svizzera
- ? Olanda
- ? Regno Unito
- ? Irlanda
- ? Danimarca
- ? Svezia
- ? Norvegia
- ? Finlandia
- ? Estonia
- ? Lettonia
- ? Lituania
- ? Polonia
- ? Ungheria
- ? Repubblica Ceca

Italia

Il mercato italiano

Il mercato italiano¹⁰⁷ si caratterizza per una struttura particolarmente articolata. Soprattutto nel comparto azionario si nota come una specializzazione per prodotto si somma ad una segmentazione basata su diversi criteri (liquidità, natura dell'emittente, orari di negoziazione, risultati economico-finanziari).

I titoli azionari possono essere scambiati sull'MTA (Mercato Telematico Azionario), sul Nuovo Mercato o sul mercato Expandi. L'MTA prevede inoltre tre diversi segmenti: il segmento blue chips, il segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti) ed il segmento SBO (Segmento di Borsa Ordinaria). L'MTA rappresenta il punto di riferimento per il mercato azionario. Nel segmento SBO vengono negoziati i titoli con una capitalizzazione di borsa inferiore agli 800 Mil. di Euro, superata tale soglia i titoli vengono considerati blue chips e vengono quindi negoziati nell'apposito segmento. Il segmento STAR è dedicato alle società con capitalizzazione inferiore agli 800 Mil. di Euro che rispondono a requisiti specifici in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance. Il Nuovo mercato è invece dedicato alle imprese ad elevato potenziale di crescita, caratterizzate da un approccio innovativo di prodotto, di processo e di servizio. Il mercato Expandi infine si rivolge alle piccole e medie imprese con posizioni consolidate nei mercati di riferimento che *“presentano un track record di risultati economico-finanziari positivo”*¹⁰⁸.

Ai mercati citati si affianca poi il mercato regolamentato TAH (Trading After Hours) rivolto agli operatori che intendono operare sui titoli domestici in orari di chiusura del mercato. Il TAH si articola in due comparti: il Trading After Hours (sul quale vengono negoziati le azioni del Mib30 e del Midex, i covered warrant ed i certificates) ed il TAHNM - Trading After Hours Nuovo Mercato – definito come comparto del Nuovo Mercato.

Se si tiene conto che tutti i mercati presentati sono gestiti dalla Borsa Italiana SpA l'estrema frammentazione del mercato viene ridimensionata e la scelta di mantenere separati i diversi mercati rientra in una logica di specializzazione del servizio.

La natura electronic based di tutti i mercati¹⁰⁹ ha incentivato Borsa Italiana SpA ad investire anche nel settore della ricerca e dello sviluppo dei trading engine. La piattaforma attualmente utilizzata per il mercato azionario è sviluppata da Bit Systems, società controllata per il 65% da Borsa Italiana SpA e partecipata per il rimanente 35% da SIA – Società Italiana per l'Automazione – in partnership con OM Technology¹¹⁰.

Il comparto obbligazionario si articola nel MOT, nell'EuroMOT e nell'MTS. Il primo, dedicato alle negoziazioni al dettaglio di titoli di stato ed obbligazioni corporate, è anch'esso gestito dalla Borsa Italiana SpA, così come l'EuroMOT (mercato telematico articolato nel segmento delle Euro-obbligazioni, in quello delle obbligazioni di emittenti esteri e nel segmento delle ABS - Asset Backed Securities). L'MTS è invece il mercato all'ingrosso dei titoli di stato.

¹⁰⁷ Una trattazione particolareggiata del mercato italiano è oggetto del capitolo 6 del presente lavoro.

¹⁰⁸ Citazione testuale dal sito di Borsa Italiana SpA (www.borsaitalia.it)

¹⁰⁹ Il mercato italiano è stato tra i primi a consentire con la legge 1/91 (“legge SIM”) una negoziazione degli strumenti finanziari attraverso un sistema elettronico.

¹¹⁰ OM Technology è una società specializzata nella fornitura di servizi tecnologici per l'exchange industry. Attiva in più di 20 paesi, è azionista di maggioranza della Stockholmborsen e fa parte del gruppo OMHEX, a sua volta proprietario della HEX - Helsinki Exchange.

Il ruolo centrale di Borsa Italiana all'interno del mercato italiano è confermato dalla gestione dell'IDEM – Italian Derivatives Market – che dopo la scomparsa del MIF¹¹¹ – Mercato Italiano dei Futures – costituisce il principale mercato italiano dei derivati. All'interno dell'IDEM vengono quotati sia derivati su indici (FIB30, MiniFIB30, MIBO) sia derivati azionari (contratti iso-alfa e IDEM Stock Futures). Le negoziazioni avvengono su una piattaforma anch'essa sviluppata dalla Bit-Systems.

La scelta di separare le negoziazioni tra i diversi strumenti ha portato Borsa Italiana SpA a gestire il trading dei covered warrant e dei fondi su due apposite strutture: il mercato SeDex¹¹² (Securitized derivatives market) ed il segmento dell'MTA denominato MTF (Mercato Telematico Fondi). Il mercato SeDex si articola in tre diversi segmenti: segmento c.w. plain vanilla (1), segmento c.w. strutturati ed esotici (2) e segmento certificates (3). All'interno dell'MTF vengono invece scambiati, nel segmento “Classe 1”, ETF (Exchange Traded Fund), fondi aperti indicizzati e Sicav indicizzate, mentre nella “Classe 2” si collocano i fondi chiusi immobiliari ed i fondi chiusi mobiliari.

La gestione da parte di Borsa Italiana, la natura electronic based e l'utilizzo dei servizi offerti da Bit Systems accomuna il SeDex e l'MTF ai mercati azionari ed obbligazionari.

L'articolazione accentuata del mercato caratterizza anche il post-trading. Il clearing è curato dalla Cassa di compensazione e garanzia (CC&G), mentre la MonteTitoli SpA si occupa del settlement¹¹³ e, nell'ambito del custody, svolge la funzione di CSD del mercato italiano.

La frammentazione nel trading e l'integrazione solo orizzontale del post-trading sono in realtà apparenti. Oltre a controllare il fornitore di tecnologia (Bit System), Borsa Italiana detiene partecipazioni di maggioranza anche nella Cassa di compensazione e garanzia (59%) ed in MonteTitoli SpA (99%). Il Gruppo Borsa Italiana è quindi il soggetto economico di riferimento che gestisce in un'ottica unitaria pressoché tutti i mercati regolamentati italiani.

In controtendenza rispetto al progetto integrativo di Borsa Italiana si pone l'iniziativa di TLX. Nato come sistema di scambi organizzato (SSO) e riconducibile ad un ECN, TLX SpA ha chiesto ed ottenuto nel 2003¹¹⁴ il riconoscimento della qualifica di mercato regolamentato. Su di esso vengono negoziate azioni italiane, europee, americane, covered warrant, reverse convertible, titoli di stato, ed obbligazioni (corporate, equity linked, convertibili). TLX si rivolge esplicitamente ad investitori privati, i quali possono accedere al mercato tramite il proprio intermediario.

Le negoziazioni avvengono esclusivamente su base telematica, attraverso la piattaforma OMTM sviluppata da OM Technology, seguono un meccanismo di price priority e possono aver luogo dalle 9:00 alle 22:00. La struttura del mercato TLX è mista, le proposte di negoziazione dei broker si incontrano quindi con quelle dei market maker autorizzati, i quali però non godono di nessun privilegio.

Per il clearing ed il settlement TLX si affida alla MonteTitoli ad Eurolear ed a Clearstream, riconoscendo ad ognuna riserve di attività su specifici strumenti¹¹⁵.

¹¹¹ Il MIF – Mercato Italiano dei Futures – è stato cancellato da parte della Consob dall'elenco dei mercati regolamentati italiani con delibera n°13975 dell'11 marzo 2003.

¹¹² Il SeDex è stato attivato dal maggio 2004. In precedenza le negoziazioni sui covered warrant avvenivano sul MCW – Mercato dei covered warrant.

¹¹³ Per il settlement del mercato EuroMOT è lasciata agli operatori la possibilità di scegliere tra MonteTitoli SpA, Clearstream o Euroclear.

¹¹⁴ La delibera Consob con la quale TLX è stato abilitato è la n°14192 del 5 agosto 2003.

¹¹⁵ MonteTitoli è affidataria per i titoli azionari, i covered warrant ed i titoli di stato italiani, mentre Euroclear e Clearstream operano sugli strumenti obbligazionari italiani e esteri.

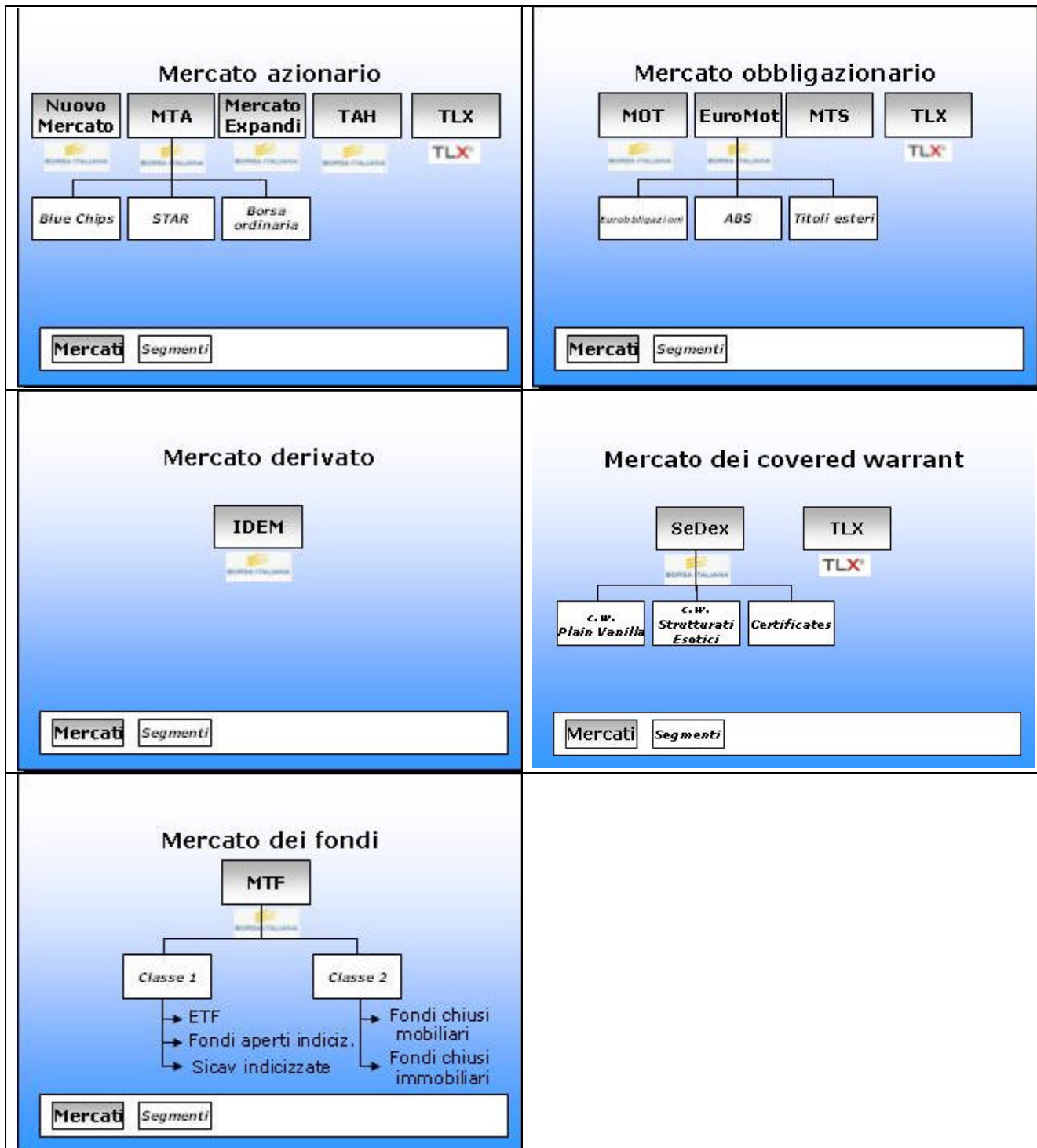
La natura puramente electronic based, l'eterogeneità della gamma degli strumenti trattati e l'orario di negoziazione esteso pone TLX in diretta concorrenza con Borsa Italiana, della quale sfrutta il price discovery ed il listing.

Per il mercato italiano la scelta in materia di vigilanza è stata di una ripartizione delle competenza tra Consob e Banca d'Italia, anche se non si può escludere un cambiamento che avvicini il mercato italiano ai modelli anglosassoni che prevedono un'unica authority.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)
- ? Banca d'Italia

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Borsa Italiana SpA



Natura: Privata (demutualizzato nel 1997)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
MTA – Mercato telematico azionario	Azionario	Electronic based	Bit System (Gruppo Borsa Italiana) + Partnership con OM Technology	Cassa compensazione e garanzia (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) + Accordi bilaterali con CSD estere
Nuovo Mercato						
Mercato Expandi						
TAH – Trading After hour						
MOT	Obbligazionario	Electronic based	Bit System (Gruppo Borsa Italiana) + Partnership con OM Technology	Cassa compensazione e garanzia (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) + Accordi bilaterali con CSD estere
EuroMOT					Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) Clearstream Euroclear	
IDEM – Italian derivatives market	Derivato	Electronic based	Bit System (Gruppo Borsa Italiana) + Partnership con OM Technology	Cassa compensazione e garanzia (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) + Accordi bilaterali con CSD estere
SeDex - Securitised derivative market	C.W.	Electronic based	Bit System (Gruppo Borsa Italiana) + Partnership con OM Technology	Cassa compensazione e garanzia (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) + Accordi bilaterali con CSD

						estere
MTF – Mercato telematico dei fondi	Fondi	Electronic based	Bit System (Gruppo Borsa Italiana) + Partnership con OM Technology	Cassa compensazione e garanzia (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana)	Monte Titoli (Gruppo Borsa Italiana) + Accordi bilaterali con CSD estere

TLX SpA



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
TLX	Azionario, Obbligazionario, covered warrant	Electronic based	Interna	TLX	Euroclear + Clearstream	Montetitoli

Fonti:

- ? www.borsaitaliana.it
- ? www.bitsystems.it
- ? www.montetitoli.it
- ? www.ccg.it
- ? <http://it.tradinglab.com>
- ? www.world-exchanges.org

Spagna

Il mercato spagnolo

Il mercato spagnolo si caratterizza per elevato grado di frammentazione. Soprattutto nella fase di trading, esso si articola in una pluralità di exchange gestite da soggetti differenti. Il comparto azionario è affidato al BMEX Shares Market gestito dalla BMEX – Spanish Exchanges¹¹⁶, società che riunisce la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Bilbao e la Bolsa de Valencia. La soluzione adottata dalla BMEX per il mercato azionario prevede una trattazione parallela di un sistema electronic based (piattaforma SIBE) ed uno open outcry. La gestione tecnologica è affidata alla Sociedad de Bolsa, controllata dalla BMEX.

Il comparto obbligazionario fa riferimento all'AIAF – Mercado de renta fija – per i titoli del settore corporate mentre la banca centrale spagnola (Banco de España) gestisce le negoziazioni sui titoli di stato. Per l'AIAF, electronic based, la tecnologia utilizzata è il SENAF (Sistema Electronico de Negociacion Activos Financieros) sviluppata dall'omonima società che è controllata, oltre che dall'AIAF, dalla holding MEFF-AIAF-SENAF.

Il MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) gestisce il comparto derivato del mercato spagnolo. La società di gestione omonima è anch'essa controllata dalla holding MEFF-AIAF-SENAF. La piattaforma MEFF S/MART è alla base di un mercato electronic based.

Non sono previsti mercati specifici per i covered warrant e per i fondi, che vengono infatti negoziati all'interno del BMEX.

La frammentazione del trading si contrappone ad una pressoché totale integrazione del post-trading. Iberclear, oltre ad agire come central counter party (CCP) gestendo in tal modo il clearing, si occupa anche del settlement e del custody dell'intero mercato. L'unica eccezione avviene per il clearing sui derivati, curato da MEFFClear.

La ripartizione delle competenze in materia di vigilanza del mercato affida il controllo sul mercato alla CNMV (Commission National de Mercados de Valores), mantenendo però una riserva al Banco de España sui titoli di stato.

¹¹⁶ La denominazione completa della BMEX è BMEX Bolsa Y Mercados Españoles

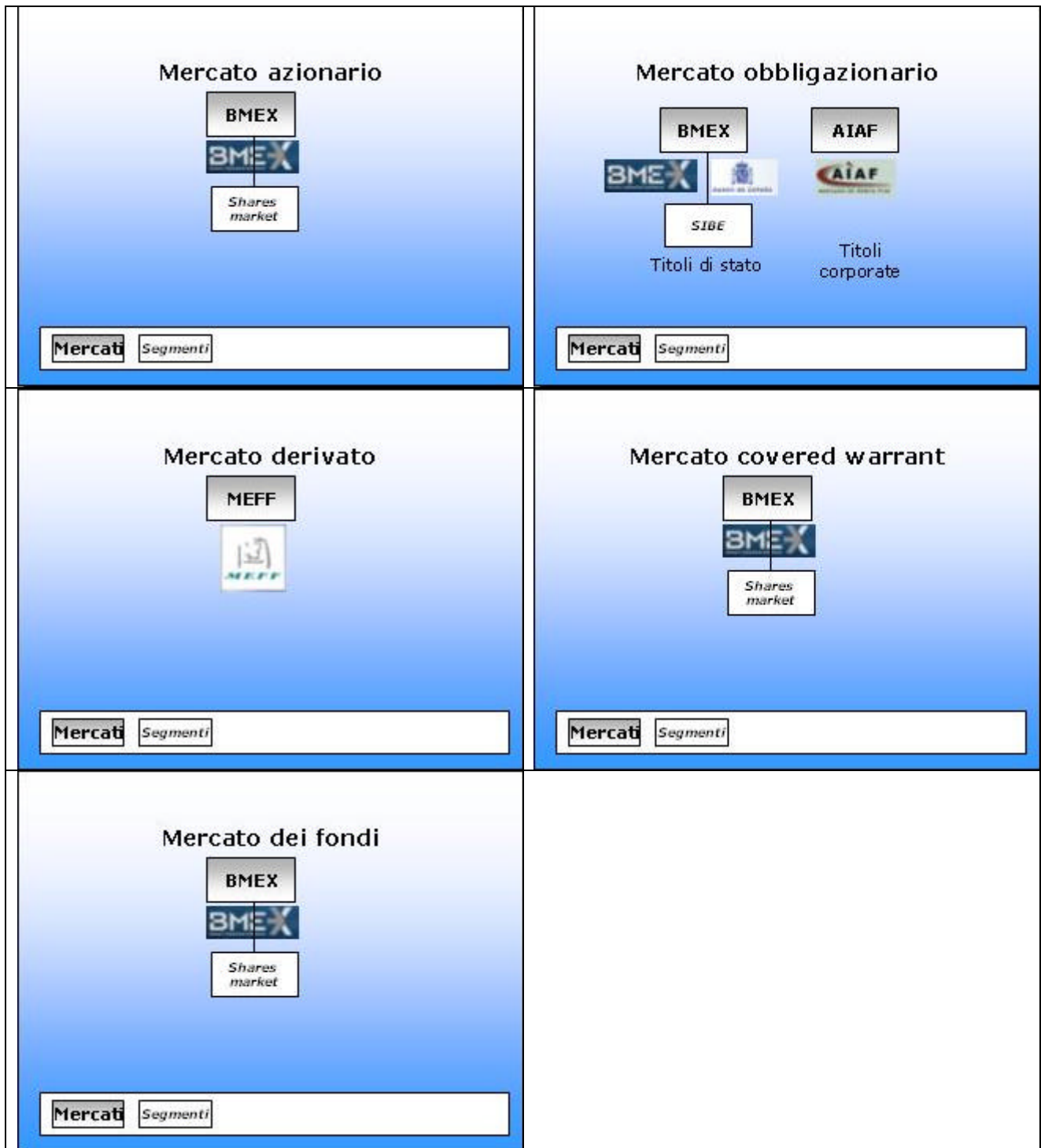
Supervisory (Vigilanza):

? Commission Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

? Banco de España*

*Le competenze in termini di vigilanza assegnate alla banca centrale spagnola riguardano i titoli di stato

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

BMEX - Bolsas y Mercados Españoles



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
BMEX – Shares market	Azionario, covered warrant, fondi	Electronic based	Sociedad de Bolsa (Gruppo BME)	Iberclear	Iberclear	Iberclear
AIAF	Obbligazionario	Electronic based	SENAF (Sistema Electronico de Negociacion de Activos Financieros)	Iberclear	Iberclear	Iberclear

Banco de España



Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
SIBE	Obbligazionario	Open outcry	-	Iberclear	Iberclear	Iberclear

MEFF - Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros



Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
MEFF	Derivato	Electronic based	MEFF S/MART (Sviluppo interno)	MEFF Clear	Iberclear	Iberclear

N.B. Il mercato derivato MEFF è controllato dalla holding MEFF-AIAF-SENAF

Fonti:

- ? www.bolsaymercados.es
- ? www.bolsamadrid.es
- ? www.meffclear.com
- ? www.meff.es
- ? www.iberclear.es

- ? www.bde.es
- ? www.aiaf.es
- ? www.senaf.net
- ? www.world-exchanges.org

Portogallo

Il mercato portoghese

Il Portogallo presenta una struttura del mercato mobiliare notevolmente integrata. L'integrazione raggiunta è il risultato di un processo evolutivo che è iniziato con la fusione tra la Lisbon Stock Exchange Association e la Porto Derivatives Exchange Association dando vita alla BVLP – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto - e che è proseguito con il passaggio da un mercato open outcry verso un mercato electronic based. Euronext Lisbon è quindi il punto di riferimento del mercato mobiliare portoghese sia per il comparto azionario che per quello obbligazionario e derivato. L'articolazione del mercato prevede la distinzione tra un main market, un second market, un unlisted market ed un new market. Il main market si articola in due segmenti: NextEconomy – dedicato alle nuove tecnologie – e NextPrime – rivolto alle imprese tradizionali. L'intero mercato è affidato alla medesima società di gestione, la Euronext Lisbon, che si avvale di due diverse piattaforme di negoziazione. La prima (NSV-Ve – versione portoghese della piattaforma NSC sviluppata dalla Bourse de Paris) viene utilizzata per le negoziazioni su titoli azionari, obbligazionari, covered warrant e per i fondi, mentre la seconda (SEND – basata sulla piattaforma omonima sviluppata dalla derivative exchange spagnola MEFF) è riservata all'operatività in derivati¹¹⁷. L'operatività in derivati avviene in un continuous trading system mentre per il mercato azionario questo sistema è intervallato da un sistema di multifixing auction trading. La negoziazione continua viene quindi intervallata da aste telematiche nelle quali vengono fissate delle quotazioni intermedie di riferimento.

La forte integrazione orizzontale del mercato portoghese caratterizza anche il post-trading. La LCH.Clearnet SA¹¹⁸ gestisce sia il clearing che il settlement dell'intero mercato (cash e derivative) mentre per il custody la Interbolsa NA svolge la funzione di central securities depository (CSD).

La compattezza del mercato dovuta alla forte integrazione orizzontale dello stesso è amplificata dalla presenza di legami societari tra la società di gestione Euronext Lisbon ed il gestore del post-trading LCH.Clearnet SA che rendono il mercato integrato anche verticalmente.

La presenza di un'unica security market commission, la CMVM, completa il quadro del mercato fortemente accentrato.

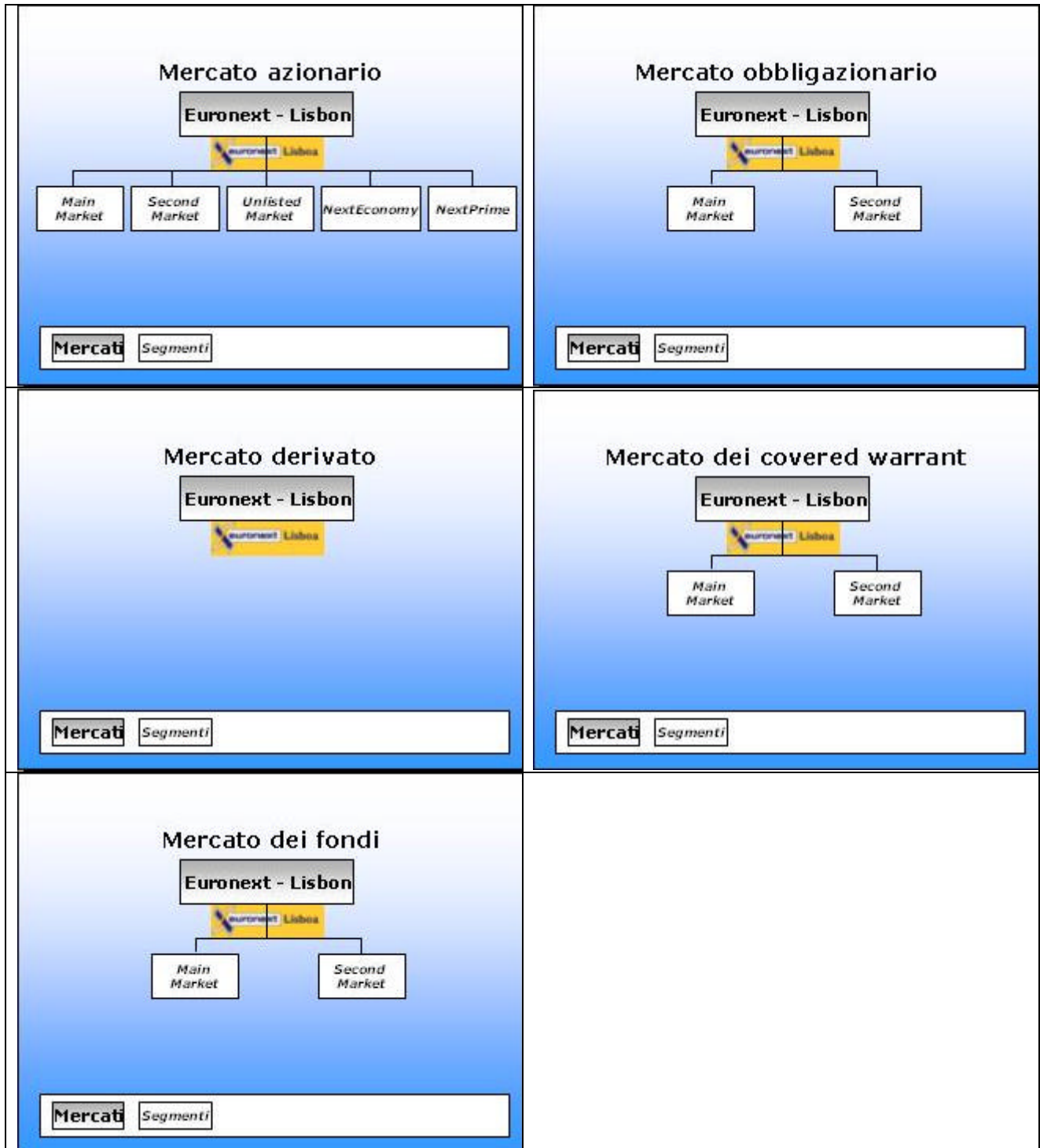
¹¹⁷ Il coinvolgimento di Euronext Lisbon nel progetto integrativo Euronext prevede il passaggio delle negoziazioni in strumenti derivati sulla piattaforma Liffe.Connect sviluppata dalla exchange inglese Liffe.

¹¹⁸ La LCH.Clearnet SA è una società attiva nell'ambito del clearing e del settlement di borsa nata dalla fusione tra la London Clearing House e la Clernet SA.

Supervisory (Vigilanza):

? Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Euronext - Lisboa



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Lisboa	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based	NSC-VE (Versione adattata della piattaforma francese NSC)	LCH.Clearnet (Clearing21)	LCH.Clearnet	Interbolsa NA
	Derivato	Electronic based	SEND (Versione adattata del MEFF System spagnolo)*	LCH.Clearnet (Clearing21 derivatives)	LCH.Clearnet	Interbolsa NA

* Il processo di integrazione nel progetto Euronext prevede l'adozione della piattaforma Liffe.Connect (LIFFE)

Fonti:

- ? www.euronext.com
- ? www.euronext.pt
- ? www.world-exchanges.org

Grecia

Il mercato greco

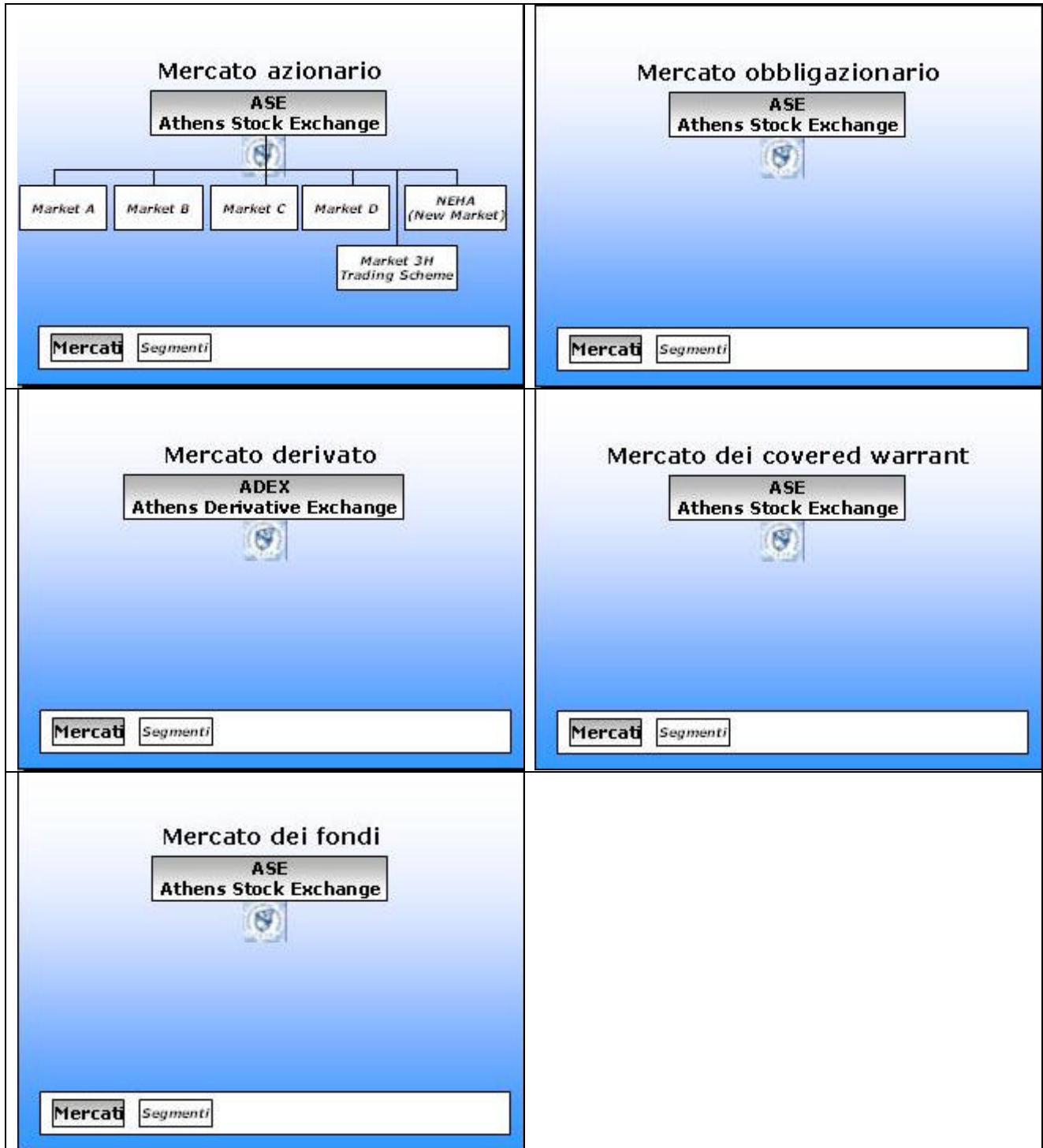
La Grecia mostra un mercato dalla struttura lineare dove il ruolo centrale è ricoperto dalla ASE – Athens Stock Exchange – che gestisce direttamente il mercato azionario ed obbligazionario utilizzando un trading engine sviluppato da OM Technology sul quale trovano spazio anche le negoziazioni di covered warrant e fondi. L'accentramento in un unico mercato di diversi strumenti non ha impedito una segmentazione basata sulla liquidità dei titoli¹¹⁹. L'ADEX – Athens Derivatives Exchange – completa l'articolazione del mercato greco. Anch'esso gestito dalla ASE, opera su una piattaforma dedicata (ASIK di OM Technology) e si interfaccia con la ADECH – Athens Derivatives Exchange Clearing House – che svolge la funzione di central counter party (CCP). È prevista inoltre un'unica central security depository (CSD) che opera sull'intero mercato mobiliare.

¹¹⁹ Il comparto azionario dell'Athens Stock Exchange trova articolazione in un Market A, riservato ai titoli ad elevata liquidità negoziati in via continua, e nei Market B e Market C, basati su diverse call auction giornaliere. Il NEHA svolge infine la funzione di “nuovo mercato”.

Supervisory (Vigilanza):

? Hellenic Capital Market Commission (HCMC)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

ASE – Athens Stock Exchange



Natura: Privata (demutualizzato nel 1999)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
ASE – Athens Stock Exchange	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based	OASIS Trading System (OM Technology)	HCSD ^{*1}	HCSD ^{*1}	HCSD ^{*1}
ADEX – Athens Derivative Exchange	Derivato	Electronic based	Piattaforma CAMM (Sviluppata da ASYK + OM Technology)	ADECH – Athens Derivates Exchange Clearing House	ADECH – Athens Derivates Exchange Clearing House	HCSD ^{*1}

^{*1}Hellenic Central Securities Depository

Fonti:

- ? www.ase.gr
- ? www.adex.ase.gr
- ? www.world-exchanges.org

Francia

Il mercato francese

Il mercato francese mostra un elevato livello di integrazione che si esprime soprattutto in senso orizzontale. Tra i promotori dell'integrazione europea, il mercato francese presenta una ripartizione dei ruoli tra i mercati cash (azionario, obbligazionario, c.w. e fondi) ed i mercati derivatives. I primi sono gestiti da Euronext Paris¹²⁰ (già Borse de Paris) mentre Euronext Monep ed Euronext Matif¹²¹ gestiscono i secondi.

Il mercato azionario si articola nel Premier Marché, nel Second Marché e nel Nouveau Marché rispettivamente dedicati ai titoli azionari più liquidi, a quelli meno liquidi ed a quelli emessi da società Mid-cap. Le società del mercato francese hanno inoltre l'opportunità di essere negoziate in NextPrime e NextEconomy, i due mercati transnazionali legati al progetto Euronext che consentono alle società tradizionali e alle società attive nelle nuove tecnologie di acquisire maggiore visibilità in ambito europeo.

Le negoziazioni vengono gestite elettronicamente tramite il sistema NSC-VE¹²², sviluppato internamente, mentre per il clearing ci si avvale dei servizi della LCH.Clearnet SA e della relativa piattaforma Clearing21¹²³. Euroclear France (gruppo Euroclear) gestisce invece il settlement ed il custody.

I servizi di LCH.Clearnet ed Euroclear sono utilizzati anche nei mercati derivati, che utilizzano per le negoziazioni la piattaforma Liffe-Connect, sviluppata dalla exchange inglese Liffe.

Il quadro complessivo vede quindi il listing, il trading ed il clearing fare riferimento più o meno direttamente ad Euronext, mentre il settlement ed il custody sono affidati ad Euroclear. Il controllo sul mercato mobiliare è accentrato nella AMF (Autorité des Marchés Financiers).

¹²⁰ L'adesione al progetto integrativo Euronext ha comportato il cambio di denominazione della Bourse de Paris in Euronext Paris.

¹²¹ Il Monep – Marché des options négociable de Paris – ed il Matif – Marché a terme d'instruments financiers – a seguito dell'adesione al progetto integrativo Euronext hanno assunto la nuova denominazione di Euronext Monep ed Euronext Matif.

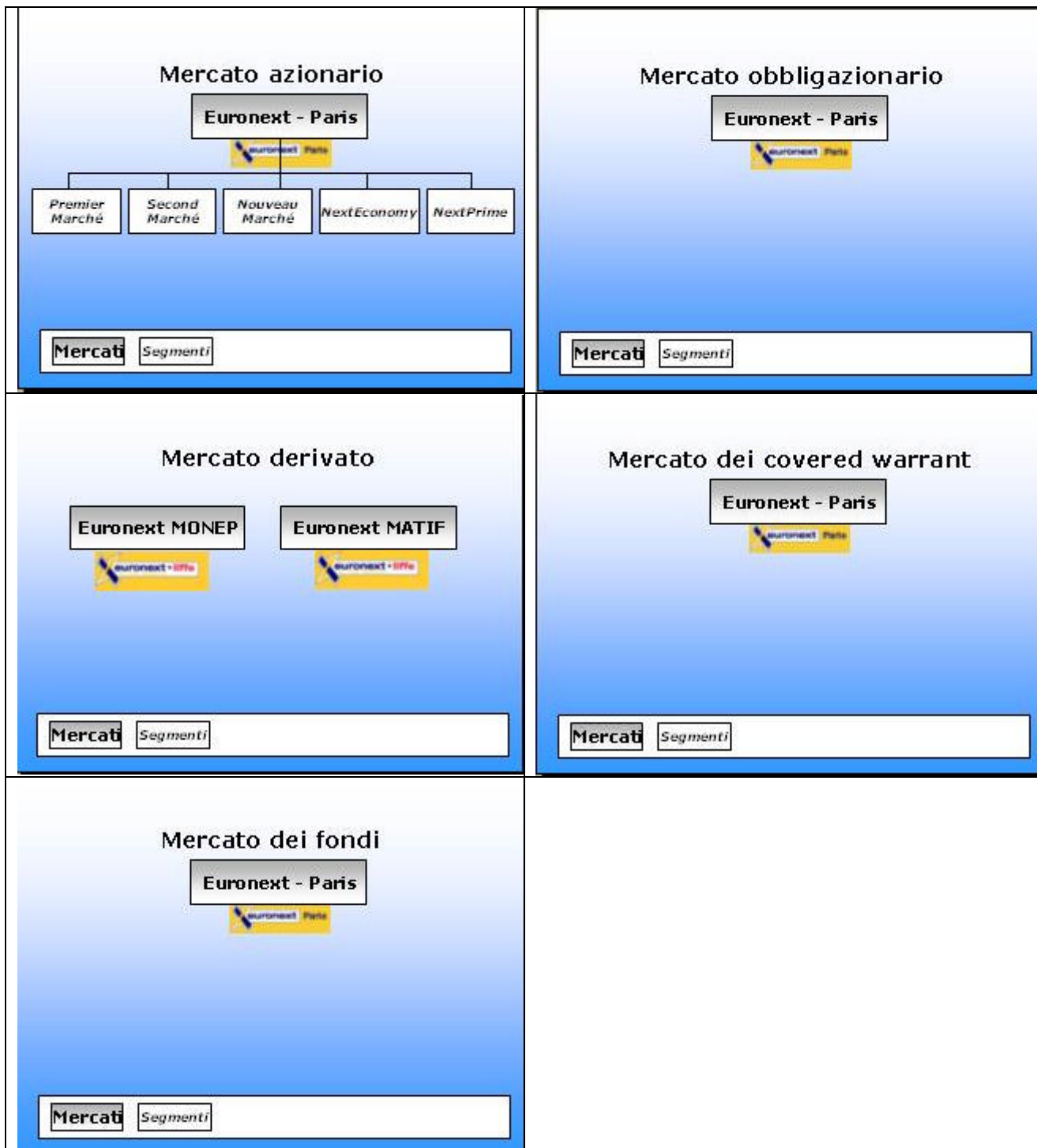
¹²² Sulla piattaforma NSC-VE vengono negoziati i titoli azionari, obbligazionari ed i fondi, mentre per i covered warrant si utilizza una versione modificata della stessa denominata NSC-VW..

¹²³ La piattaforma Clearing21 è stata sviluppata dal Nymex – New York Merchantile Exchange – e dal CME – Chigaco Merchantile Exchange – nell'ambito di una collaborazione più ampia che coinvolgeva anche la Bourse de Paris (Euronext Paris).

Supervisory (Vigilanza) :

? Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Euronext - Paris



Natura: Privata (demutualizzato nel 2000)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Paris	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based	NSC-VE (Interna)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear France SA (Gruppo Euroclear)	Euroclear France SA (Gruppo Euroclear)

Euronext - Liffe



Natura: Privata (demutualizzato nel 1999)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Liffe	Derivato	Electronic based	Liffe-Connect (Interna)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear France SA (Gruppo Euroclear)	Euroclear France SA (Gruppo Euroclear)

Fonti:

- ? www.bourse-de-paris.fr
- ? www.euronext.com
- ? www.liffe.com
- ? www.world-exchanges.org

Belgio

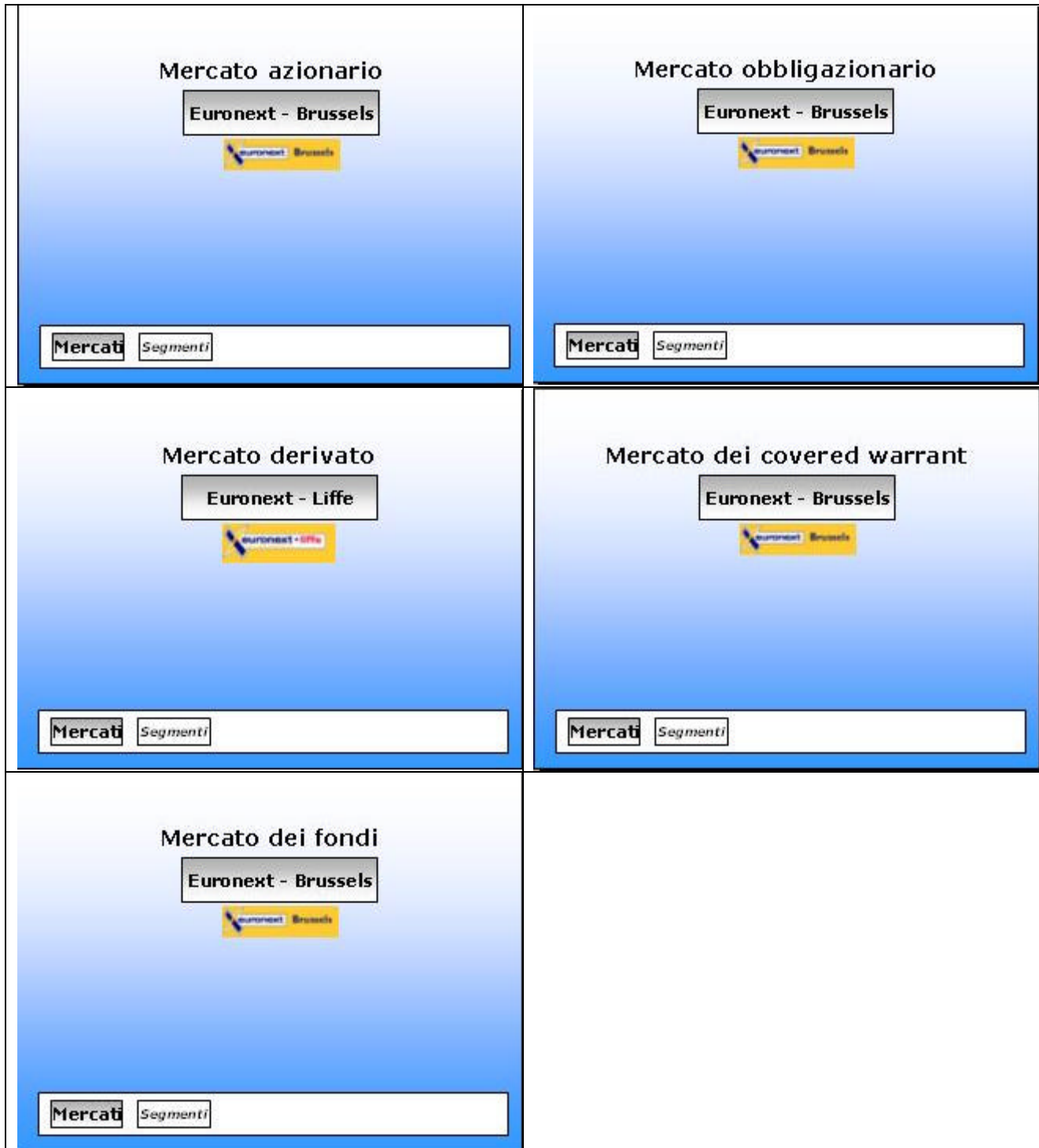
Il mercato belga

Il progetto integrativo Euronext ha un ruolo rilevante anche nel mercato belga. Il comparto azionario, quello obbligazionario nonché quello dei c.w. e dei fondi fa riferimento ad Euronext Bruxelles, gestito dalla società omonima. Oltre alla partecipazione al progetto Euronext, il mercato belga condivide con il mercato francese l'utilizzo della piattaforma NSC-VE ed il sistema Clearing21 per il clearing. La LCH.Clearnet SA si occupa inoltre del settlement del mercato, mentre Euroclear opera nel custody insieme alla CIK (CSD belga). Il mercato derivato è affidato ad Euronext-Liffe e alla piattaforma Liffe-Connect. È infine interessante notare come in ambito di vigilanza la CBF – Commissione de Banque e Finance – condivida il suo ruolo con la EMBA – Euronext Bruxelles Market Authority.

Supervisory (Vigilanza) :

? Commission Bancaire Financière et des Assurances (CBFA)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Euronext - Brussels



Natura: Privata (demutualizzato nel 1997)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Brussels	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based	NSC-VE (francese)	LCH.Clearnet (Clearing21)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear France SA (Gruppo Euroclear) CIK (CSD belga)

Euronext - Liffe



Natura: Privata (demutualizzato nel 1999)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Liffe	Derivato	Electronic based	Liffe-Connect (Interna)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear (Gruppo Euroclear)	Euroclear (Gruppo Euroclear) CIK (CSD belga)

Fonti:

- ? www.euronext.com
- ? www.liffe.com
- ? www.world-exchanges.org

Germania

Il mercato tedesco

La situazione del mercato tedesco si rivela particolarmente articolata. La presenza forte del Deutsche Börse Group, che raduna le principali exchange dei mercati cash e derivatives, non è sufficiente a garantire la linearità che contraddistingue altri mercati nazionali.

Nel comparto azionario la FWB – Börse Frankfurt (DB Group) – è sicuramente il mercato di riferimento. Oltre a Francoforte sono però attive ben altre sette exchange regolarmente autorizzate (Bayerische Börse, Berliner Wertpapierbörse, Bremer Wertpapierbörse, Börse Düsseldorf, Börse Hamburg, Börse Hannover, Börse Stuttgart).

La FWB opera principalmente per via telematica utilizzando la piattaforma Xetra sviluppata internamente. Oltre a questa viene però utilizzata anche la piattaforma Xontro che svolge una funzione di supporto e di collegamento al floor trading attuato dalle altre exchange locali.

L'assetto operativo adottato dalla FWB prevede un segmento General Standard, uno Prime Standard e lo Xetra Stars. Nel segmento General Standard confluiscono i titoli che rispettano i requisiti minimi di quotazione, mentre il Prime Standard ospita i titoli degli emittenti in cerca di visibilità e che si rivolgono agli investitori internazionali¹²⁴. Lo Xetra Stars infine si presenta come la piazza riservata agli emittenti attivi negli “special quality segments”.

La FWB è attiva anche nel mercato obbligazionario dove però opera anche Eurex Bond, specializzato nel comparto wholesale. Lo spirito collaborativo, dovuto dalla comune appartenenza al DB Group, è testimoniato dai collegamenti telematici tra i due mercati che rientrano nell'ambito di un progetto di realizzazione di un'unica piattaforma tra cash e derivative market.

I covered warrant ed i fondi rientrano nel mercato azionario. Per i secondi, a differenza dei primi, è previsto uno specifico segmento (Xetra Funds).

Il trading sui derivati è invece dominato da Eurex che, oltre ad essere una exchange specializzata su tali strumenti, rappresenta uno dei principali progetti integrativi a livello europeo. Eurex, oltre a curare gli aspetti del trading, è impegnato nella realizzazione e nello sviluppo di trading engine e, grazie a Eurex Clearing, è riuscito ad attuare un'integrazione verticale del mercato. Eurex Clearing effettua il clearing anche per il mercato Eurex Bond ed è attiva come CCP (central counter party) negli altri mercati.

Nel comparto azionario, per le fasi di settlement, è possibile scegliere tra Euroclear e Clearstream. Quest'ultima opera anche come CSD (central security depository) a livello nazionale.

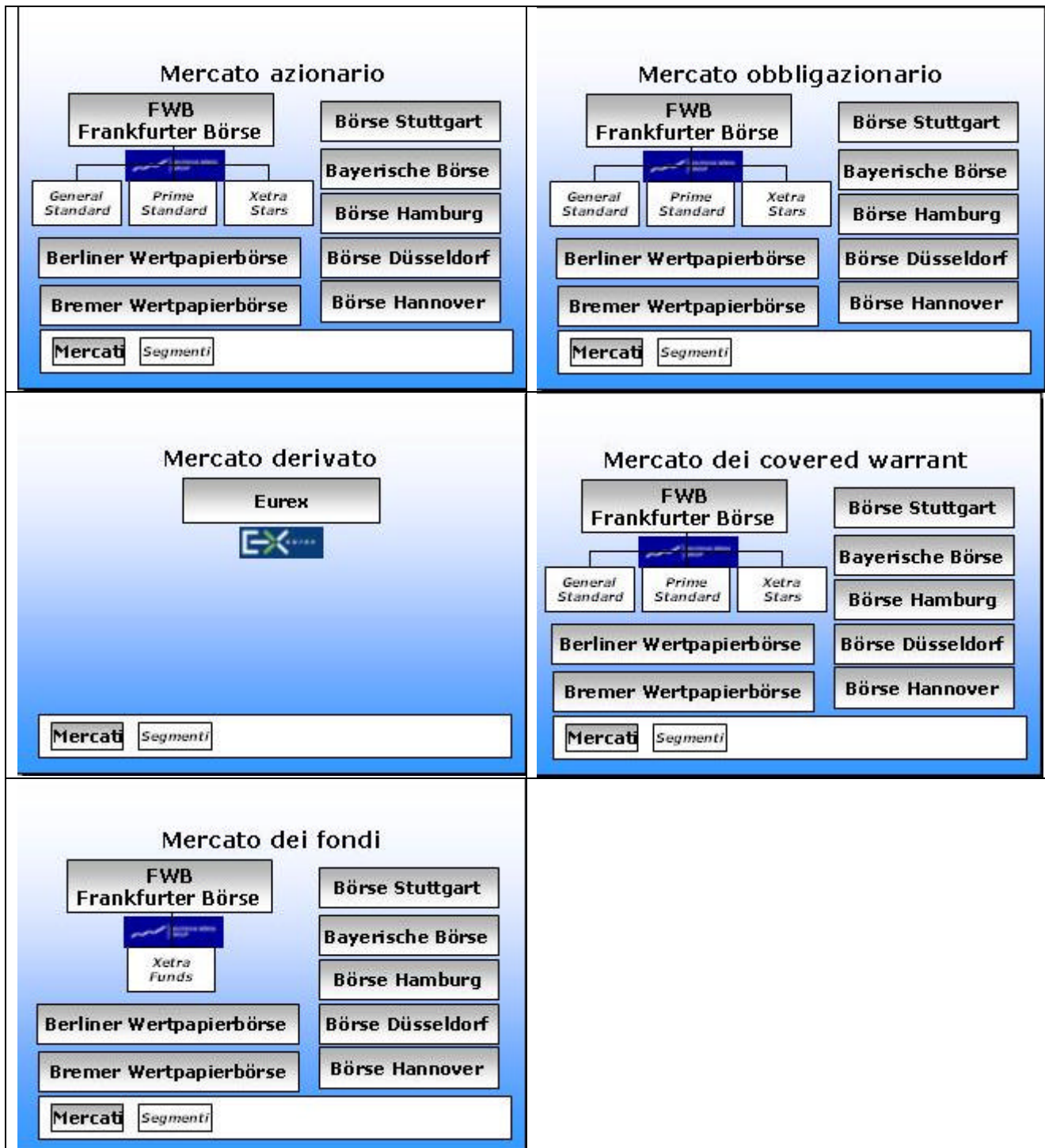
Anche il sistema dei controlli è particolarmente articolato. La Wiedbaden svolge il ruolo di “market supervisory office”, anche se deve coordinare la propria attività con quella del BAFin (l'organo federale di supervisione sulle questioni finanziarie), delle autorità di controllo dei vari mercati locali e degli organi di controllo interni dei singoli mercati.

¹²⁴ Il rispetto dei requisiti imposti dal Prime Standard è condizione necessaria (ma non sufficiente) per l'inclusione negli indici di mercato DAX, MDAX, TecDAX e SDAX.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Wiesbaden (The market supervisory office)
- ? BAFin (German Federal securities affairs supervisory body)
- ? Autorità locali delle singole borse valori
- ? Organismi di controllo e supervisione delle negoziazioni delle singole borse valori

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

FWB – Frankfurter Börse (Gruppo Deutsche Börse)



Natura: Privata (demutualizzato nel 2001)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
FWB – Frankfurter Börse	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based Link ai mercati open outcry delle altre borse tedesche	Xetra (Interna) Xotro (Interna) per floor trading	Eurex Clearing AG	Clearstream (Gruppo Deutsche Börse)	Clearstream (Gruppo Deutsche Börse)

Eurex (Gruppo Deutsche Börse)



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Eurex	Derivato	Electronic based	Eurex (Interna)	Eurex Clearing AG	Eurex Clearing AG	Clearstream (Gruppo Deutsche Börse)

Le altre borse rappresentano una quota marginale del mercato. La struttura operativa è prevalentemente open outcry ma i dati delle transazioni sono trasferiti sulla piazza di Francoforte tramite collegamento telematico.

Fonti:

- ? www.eurexchange.com
- ? www.deutscheboerse.com
- ? www.world-exchanges.org

Austria

Il mercato austriaco

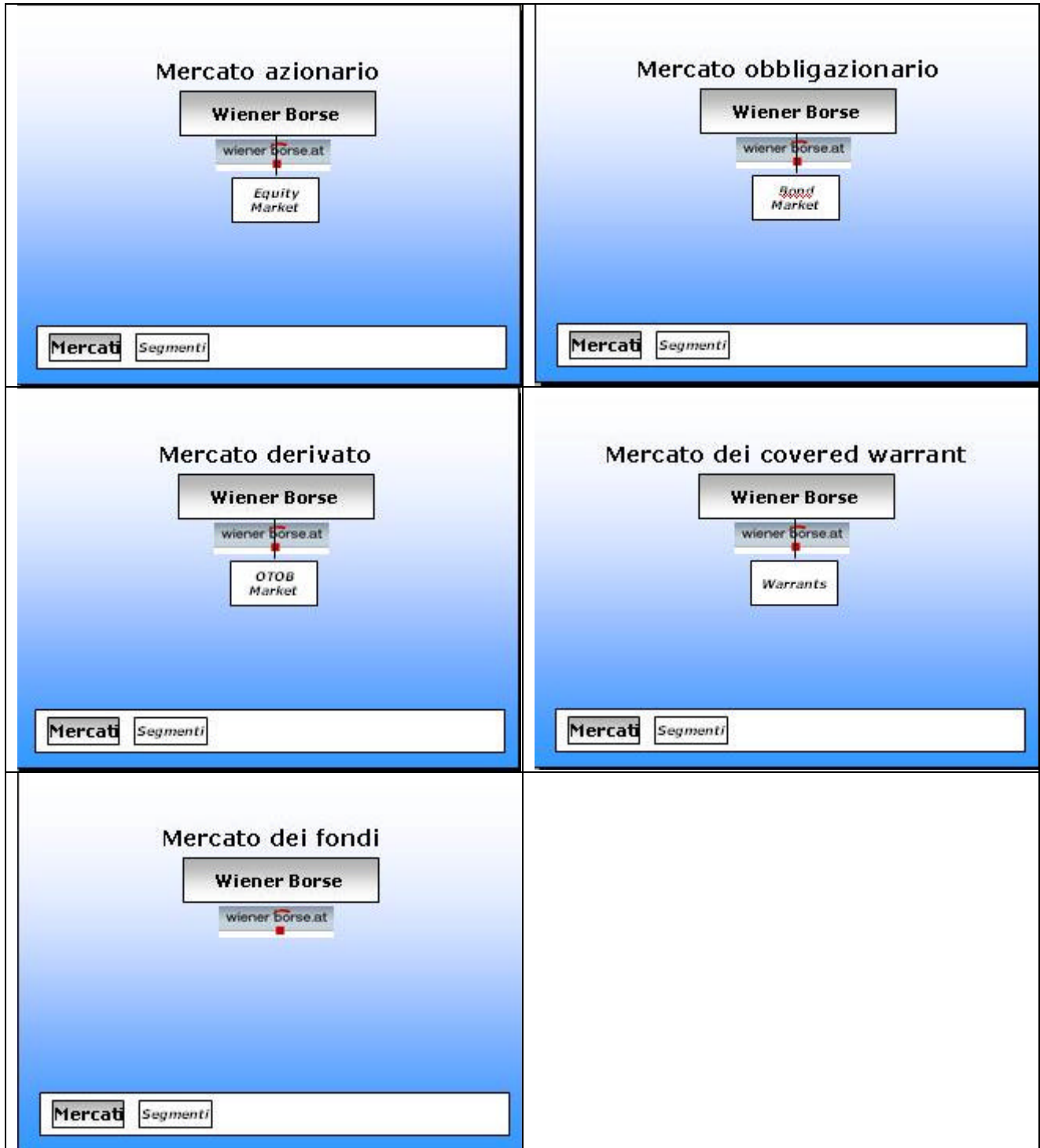
La struttura del mercato austriaco è estremamente lineare. Le negoziazioni, che avvengono su tutti gli strumenti considerati (azioni, obbligazioni, derivati, c.w., fondi), sono gestite dalla Wiener Börse attraverso quattro segmenti (equity market, bond market, OTOB market, warrant).

La scelta di utilizzare la piattaforma di negoziazione Xetra, sviluppata dal Deutsche Börse Group, lega il mercato austriaco a quello tedesco.

Il post trading è controllato integralmente dalla Oesterreichische Kontrollbank – OeKB, controllata del gruppo Wiener Borse. Il mercato austriaco coincide quindi con l'attività svolta dal gruppo medesimo.

Supervisory (Vigilanza):
? The Financial Market Authority (FMA)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Wiener Borse



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Wiener Borse	Azionario, obbligazionario, derivato, c.w., fondi	Electronic based	Xetra (Deutsche Börse) OM System (OM Technology) sui derivati e c.w.	Oesterreichische Kontrollbank – OeKB (Gruppo Wiener Borse)		

Fonti:

- ? www.wienerboerse.at
- ? www.world-exchanges.org

Svizzera

Il mercato svizzero

Il mercato svizzero mostra un buon livello di integrazione nel trading, al quale corrisponde una maggiore apertura nelle fasi successive della negoziazione. L'exchange SWX, gestita dalla Swiss Exchange, ha un ruolo cardine nel mercato elvetico. Il suo ambito di attività interessa tutti i comparti del mercato.

SWX Securities è il punto di riferimento per il mercato azionario ed è articolato nel segmento "local caps" ed in quello "new market". Il comparto obbligazionario è invece presidiato da CHF Fixed Income e da SWX Eurobonds, dedicati rispettivamente ai titoli nazionali ed alle euroobbligazioni. SWX Options opera su opzioni e c.w., mentre SWX Investment Funds e SWX Exchange Traded Funds (ETF) coprono l'area fondi.

Nei derivati opera anche Eurex che, nato dalla fusione del mercato svizzero dei derivati con il corrispondente mercato tedesco, assume un ruolo di primo piano nel mercato.

La natura privata ed electronic based dei mercati caratterizza l'intero mercato svizzero. Dal punto di vista tecnologico SWX ha scelto l'autonomia, così come si è già avuto occasione di sottolineare in precedenza per Eurex.

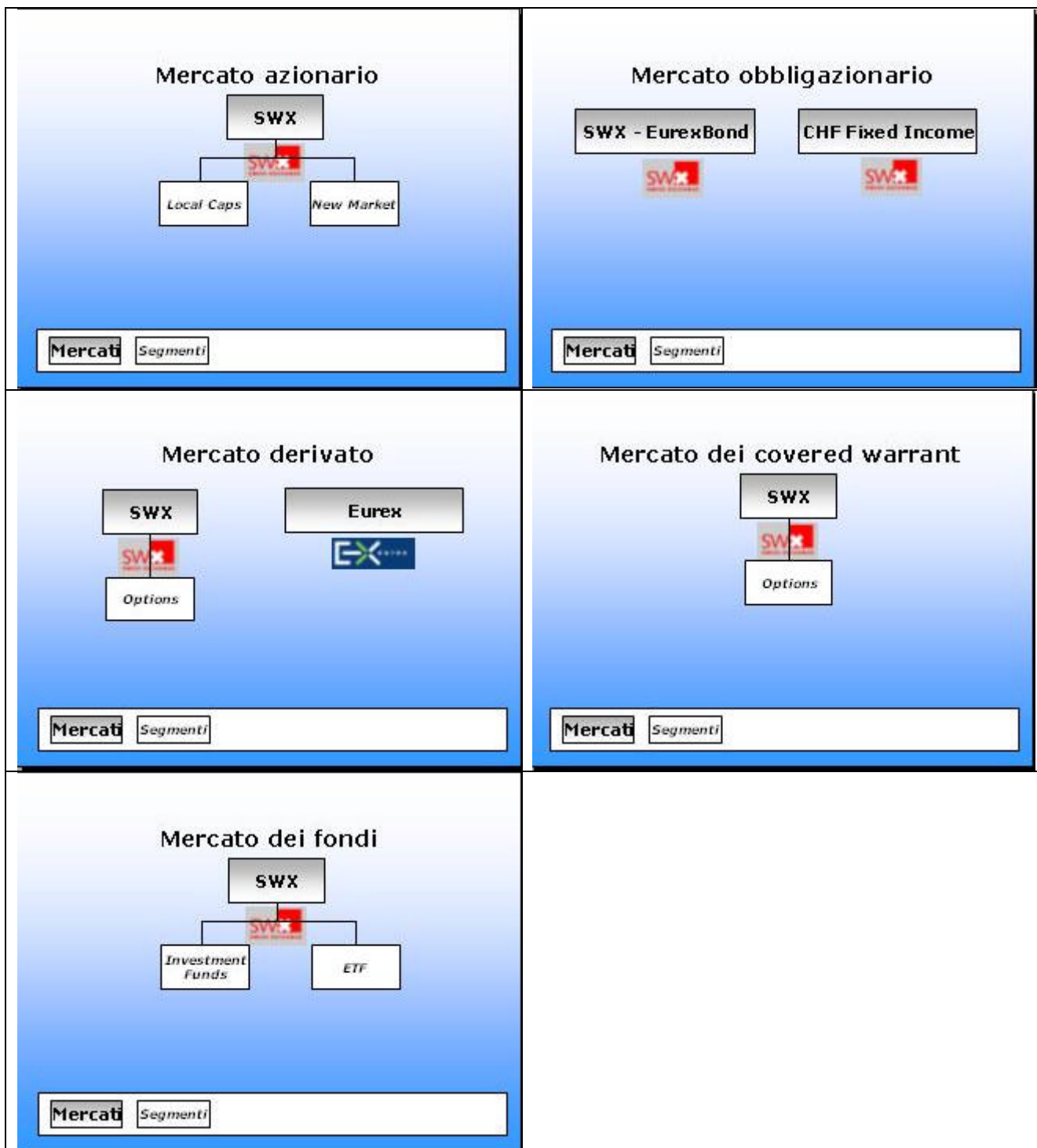
Eurex Clearing AG e Clearstream gestiscono l'intero post-trading di Eurex, mentre sugli altri comparti la situazione è più articolata. L'attività di C&S sull'azionario è curata da SIS (SegaInterSettle) e da EuroSIC. La prima gestisce le transazioni in valuta nazionale (franchi svizzeri), mentre la seconda è dedicata alle transazioni in Euro¹²⁵. SIS ed EuroSIC operano anche per i comparti dei c.w., dei fondi e nell'obbligazionario. In quest'ultimo però sono in competizione con Euroclear e Clearstream. Infine SIS segue le transazioni per SWX Options. Sempre a SIS è affidato infine il ruolo di central securities depository (CSD) del mercato.

¹²⁵ Per le transazioni in Euro la EuroSIC opera tramite la Swiss Euro Clearing Bank di Francoforte.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Swiss Federal Banking Commission (SFBC)
- ? Swiss Exchange – SWX (partial self-regulation)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

SWX – The Swiss Exchange



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
SWX	Azionario, obbligazionario, derivato, c.w., fondi	Electronic based	SWX SIS (Sega InterSettle) SIC (Swiss Interbank Clearing)		SIS (Sega InterSettle) EuroSIC (per operazioni in Euro)	SIS (CSD nazionale)

Eurex
(Gruppo Deutsche Börse)



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Eurex	Derivato	Electronic based	Eurex (Interna)	Eurex Clearing AG	Eurex Clearing AG	Clearstream (Gruppo Deutsche Börse) SIS (CSD nazionale)

Fonti:

- ? www.swx.com
- ? www.eurexchange.com
- ? www.world-exchanges.org

Olanda

Il mercato olandese

Le principali exchange del mercato olandese sono Euronext Amsterdam ed Euronext Amsterdam Derivative Market. Come è facile intuire, anche in Olanda ci si avvale della piattaforma francese NSC-VE, sulla quale vengono negoziati titoli azionari, obbligazionari, c.w.¹²⁶ e fondi. I titoli azionari olandesi possono accedere ai segmenti EuronextPrime ed EuronextEconomy, e la LCH.Clernet SA cura il clearing del mercato, mentre Euroclear Netherlands (gruppo Euroclear) è affidataria del settlement e del custody.

L'attività in derivati è affidata ad Euronext Amsterdam Derivative Market, controllata da Euronext Liffe, fornitrice del sistema Liffe-Connect.

Emerge quindi chiaramente la similarità tra la struttura del mercato francese, quella del mercato belga e quella del mercato olandese: una forte integrazione orizzontale si abbina ad una separazione verticale che vede, da un lato, listing, trading e clearing essere affidati ad Euronext¹²⁷ e, dall'altro lato, il settlement ed il custody venire gestiti da una controllata del gruppo Euroclear.

Il controllo sul mercato viene invece affidato alla AFM che ricopre l'incarico di "security board of the Netherlands".

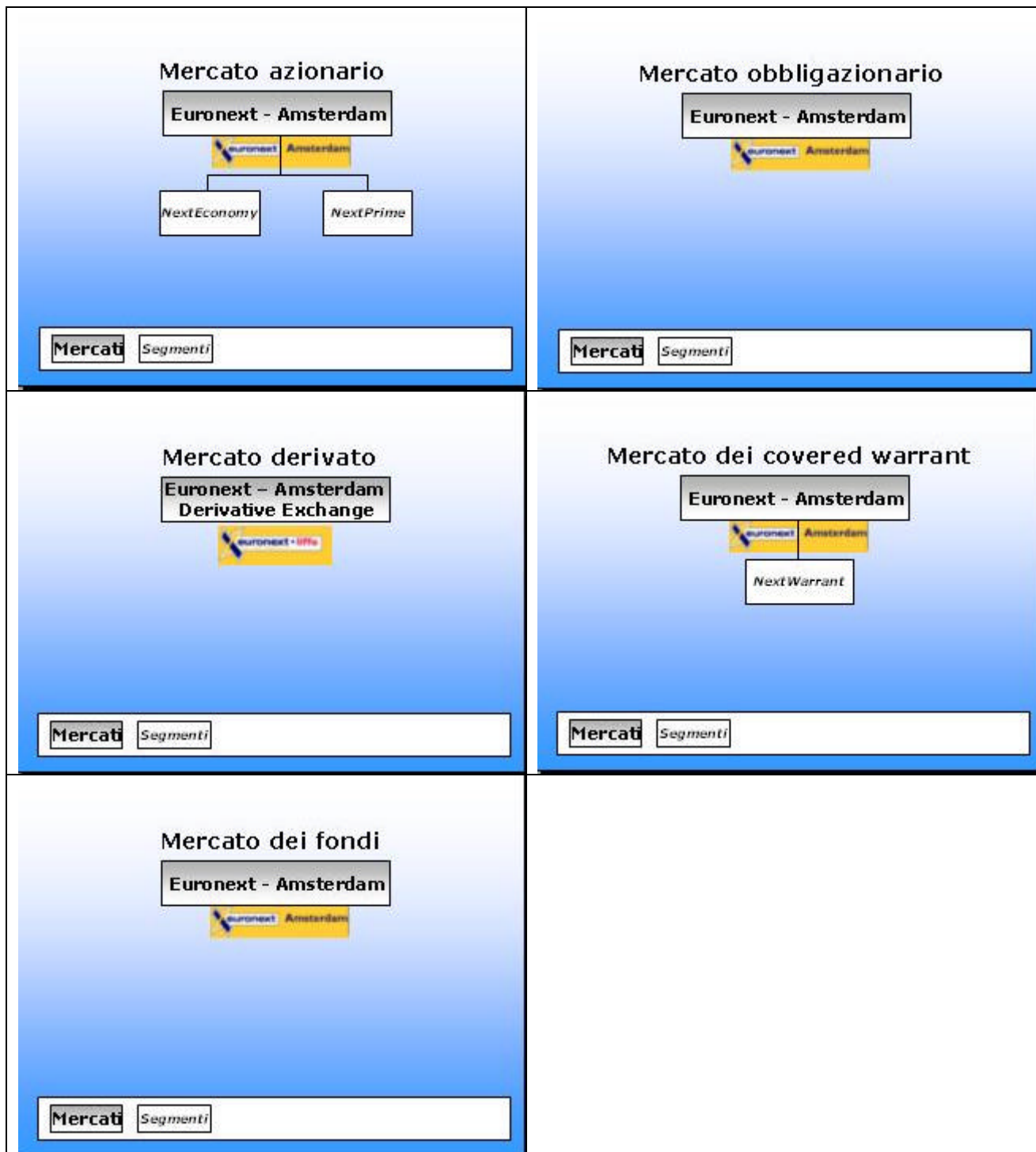
¹²⁶ Si ricorda che per i covered warrant la piattaforma NSC-VE viene adattata ed assume la denominazione di NSC-VW.

¹²⁷ Si ricorda che LCH.Cleranet SA, attiva nel clearing, è parte del gruppo Euronext.

Supervisory (Vigilanza):

? AFM (Security board of the Netherland)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Euronext - Amsterdam



Natura: Privata (demutualizzato nel 1997)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext - Amsterdam	Azionario, obbligazionario, c.w., fondi	Electronic based	NSC-VE (francese)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear Netherlands	

Euronext - Liffe



Natura: Privata (demutualizzato nel 1999)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Amsterdam Derivative Exchange	Derivato	Electronic based	Liffe-Connect (Interna)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear (Gruppo Euroclear)	Euroclear (Gruppo Euroclear)

Fonti:

- ? www.aex.nl
- ? www.liffe.com
- ? www.world-exchange.org

Regno Unito

Il mercato del Regno Unito

L'analisi del mercato mobiliare inglese ne fa emergere chiaramente la specializzazione funzionale. Leggendo orizzontalmente la struttura del mercato si vede come ad ogni fase del processo produttivo corrisponda una specifica società di gestione. Per il listing ed il trading dei comparti cash e derivatives le figure di spicco sono la London Stock Exchange (LSE) ed Euronext Liffe.

LSE, gestito dalla società omonima, prevede un Main Market, composto da segmenti specialistici quali TechMark (per i titoli dell'alta tecnologia) e MediScience (per i titoli di imprese attive nella ricerca medica), ed un mercato ristretto denominato AIM. Sul Main Market vengono chiusi i contratti su azioni, obbligazioni e c.w., mentre il segmento ExtraMark è riservato agli ETF.

Dal punto di vista operativo l'LSE è un mercato ibrido. Anche se la maggior parte delle negoziazioni avvengono ormai per via telematica, è prevista per i titoli meno liquidi la presenza di market maker o la possibilità di ricorrere ad un sistema ad asta (call auction).

Per LSE la segmentazione del mercato viene applicata anche con riferimento alle piattaforme tecnologiche: ne sono previste ben quattro, tutte sviluppate internamente. SETS, SEATS Plus, SEAQ e SEAQ International.

Il Liffe (London International Financial Futures and Options Exchanges) che, da quando nel 2001 ha aderito al progetto Euronext, ha assunto la denominazione di Euronext Liffe, gestisce le negoziazioni in derivati del mercato inglese. La sua natura internazionale, sancita dall'assorbimento progressivo delle transazioni su titoli esteri precedentemente tenute nei rispettivi mercati nazionali, fa del Liffe un mercato di rilevanza europea. Le negoziazioni avvengono su una piattaforma sviluppata internamente (Liffe-Connect) completamente electronic based.

LCH.Cleranet ha invece il controllo assoluto del clearing, così come Crest (società del gruppo Euroclear) gestisce il settlement ed il custody¹²⁸.

La Financial Services Authority (FSA) ha il compito di controllare l'intero mercato finanziario. Ad essa è inoltre demandato il listing dei titoli azionari¹²⁹.

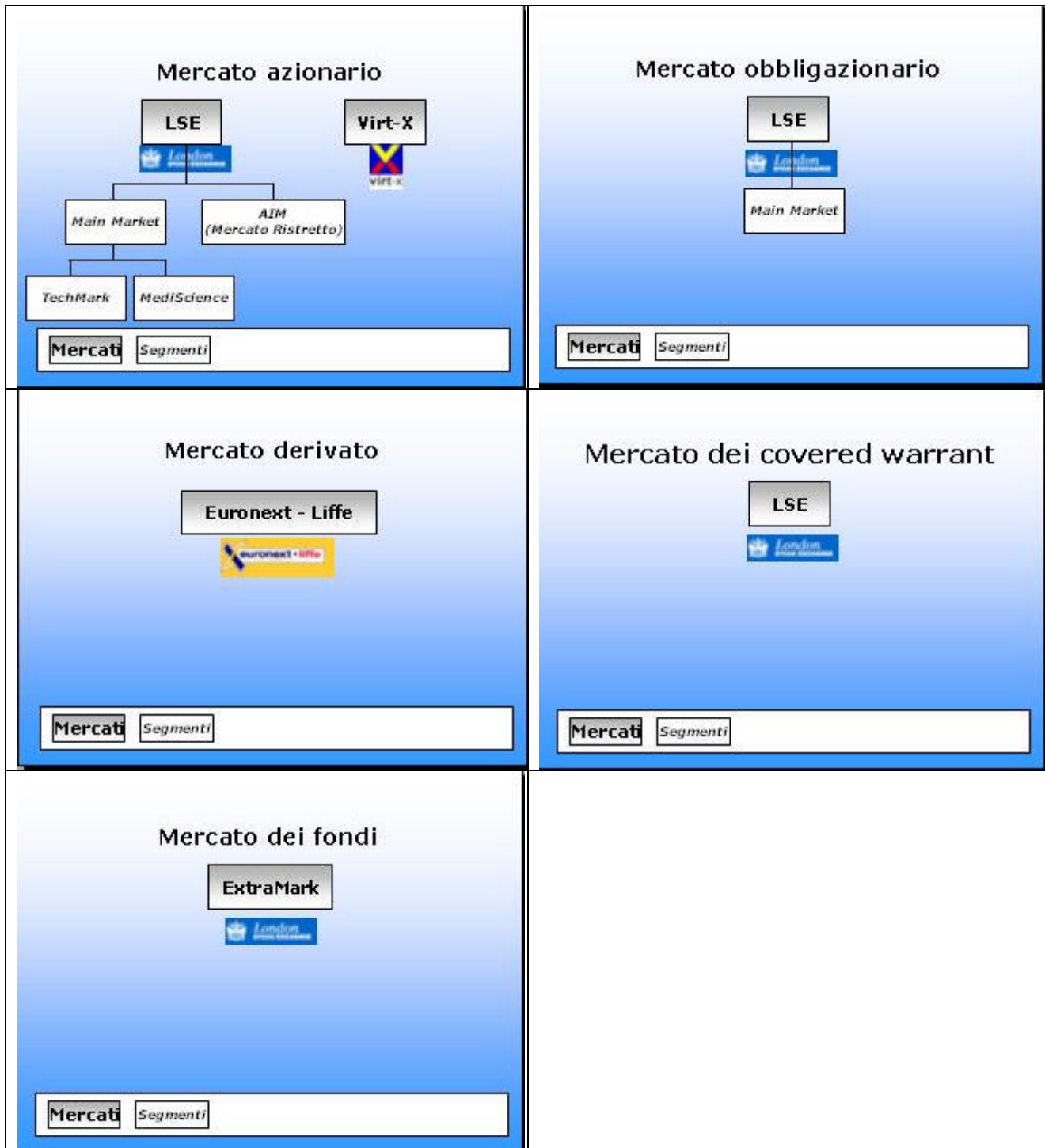
¹²⁸ Per la fase di custody Crest si occupa direttamente dei titoli nazionali, mentre per i titoli esteri si avvale dell'intervento di Euroclear.

¹²⁹ La scelta di separare la quotazione (admission to listing) dalla negoziazione (admission to trading) se pur oggetto di diversi lavori in letteratura rappresenta, dal punto di vista empirico, una peculiarità del mercato UK.

Supervisory (Vigilanza):

? Financial Services Authority (FSA)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

LSE – The London Stock Exchange



Natura: Privata (demutualizzato nel 2000)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
LSE	Azionario, obbligazionario, covered warrant, fondi	Electronic based*	Piattaforme: ? SETS ? SEAQ ? SEATS Plus ? SEAQ International (Sviluppo interno)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Crest (Gruppo Euroclear)	Crest (Gruppo Euroclear)

* Per alcuni segmenti, dove i titoli non raggiungano una sufficiente liquidità, sono previsti market maker o aste a chiamata (call-auctions)

Euronext - Liffe



Natura: Privata (demutualizzato nel 1999)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Euronext – Amsterdam Derivative Exchange	Derivato	Electronic based	Liffe-Connect (Interna)	LCH.Clearnet (Clearing21)	Euroclear (Gruppo Euroclear)	Euroclear (Gruppo Euroclear)



Natura: Privata (costituito in forma privata)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Virt-X	Azionario	Electronic based	SWX – The Swiss Exchange	LCH.Clearnet X-clear (solo in caso di non funzionamento di LCH.Clearnet)	Crest SIS Euroclear	Crest SIS Euroclear

Fonti:

- ? www.londonstockexchange.com
- ? www.liffe.com
- ? www.virt-x.com
- ? www.world-exchanges.org

Irlanda

Il mercato irlandese

Il mercato mobiliare irlandese è un esempio di mercato dalle dimensioni ridotte fortemente influenzato dalle piazze finanziarie di maggiori dimensioni. L'intero mercato coincide con l'Irish Stock Exchange (ISE). L'ISE gestisce i comparti azionari, obbligazionari, dei c.w. e dei fondi, mentre L'Irish Futures and Options Exchange (IFOX), cessando la propria attività nel 1996, ha privato l'Irlanda di un proprio mercato derivato.

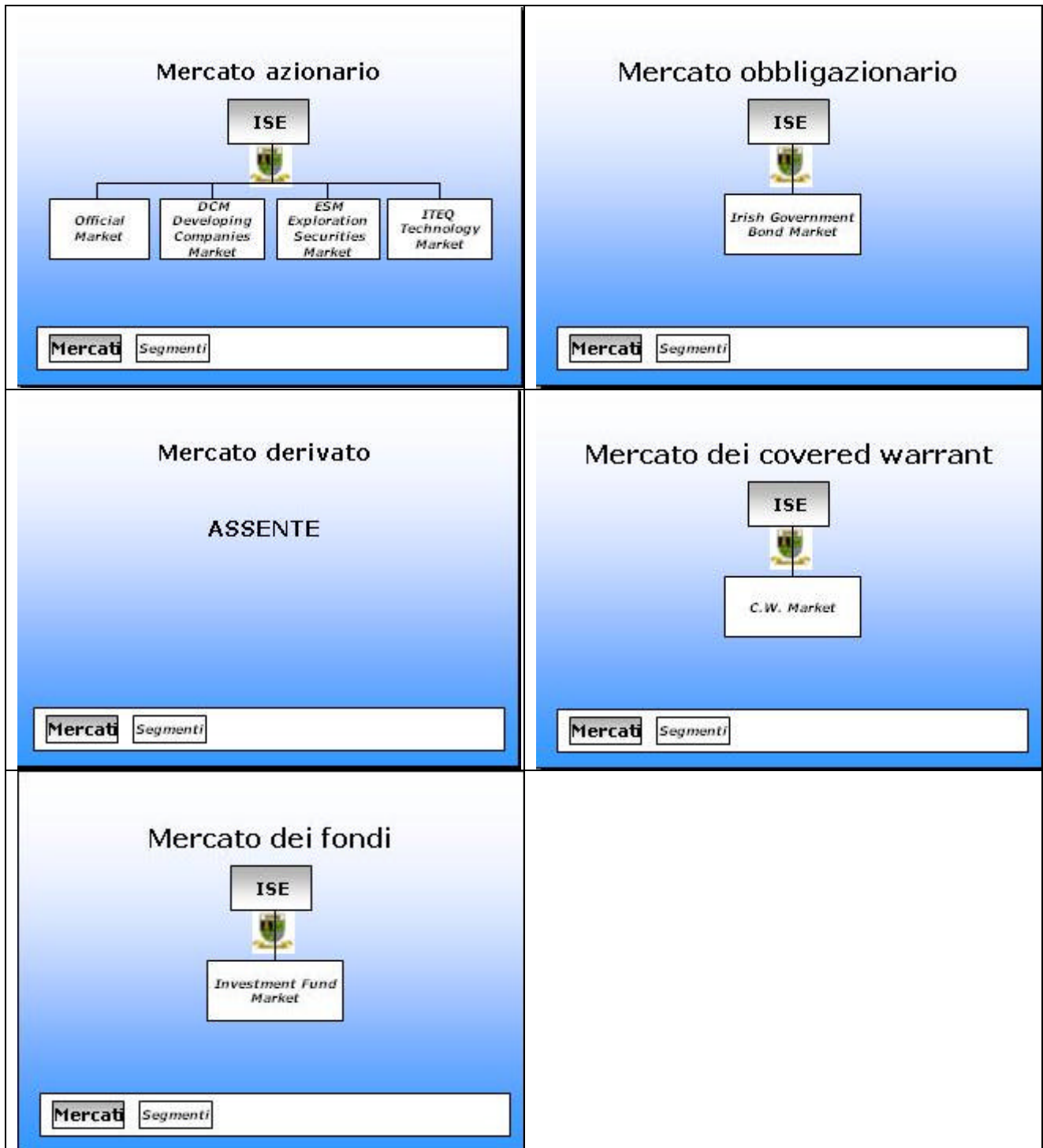
L'articolazione dell'ISE per il comparto azionario prevede un Official Market al quale si affiancano tre segmenti: il Developing Companies Market (DCM), l'Exploration Securities Market (ESM) e l'ITEQ (Technology Market). L'Irish Stock Exchange Ltd gestisce, oltre ai mercati azionari, L'Irish Government Bond Market, L'ISE CW Market e l'ISE Investment Funds Market.

L'assenza nel mercato dei derivati di una exchange di diritto irlandese è molto probabilmente imputabile alla vicinanza, oltre che geografica anche linguistica e culturale, con l'Inghilterra (Euronext Liffe). La scelta di delegare a soggetti terzi alcune fasi del mercato di borsa si identifica chiaramente osservando gli aspetti tecnologici. Per le transazioni azionarie l'ISE si avvale di Xetra, piattaforma sviluppata dalla borsa di Francoforte, mentre gli scambi sull'obbligazionario avvengono su EuroMTS, piattaforma sviluppata da MTS SpA. Il post trading è inoltre affidato a Crest (gruppo Euroclear), ad eccezione del settlement sui titoli di stato irlandesi, affidato al Settlement Office della Bank of Ireland. La stessa Bank of Ireland è anche incaricata della vigilanza sul sistema mobiliare.

Supervisory (Vigilanza):

? Bank of Ireland

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

ISE – The Irish Stock Exchange



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
ISE	Azionario, obbligazionario, covered warrant, fondi	Electronic based*	Xetra (Deutsche Boerse) EuroMTS (MTS – Italia)	ISE	Crest (Gruppo Euroclear)	Crest (Gruppo Euroclear)

Fonte:

? www.ise.ie

? www.world-exchanges.org

Danimarca

Il mercato danese

In Danimarca si riscontra la presenza forte di una exchange che gestisce direttamente sia i mercati cash che il mercato derivative. La Copenhagen Stock Exchange (CSE) gestisce il mercato omonimo sul quale vengono negoziate azioni, obbligazioni, c.w. e fondi¹³⁰. Dal 1997 la CSE ha inoltre incorporato anche il mercato dei derivati FUTOP. Le negoziazioni avvengono tutte per via telematica attraverso la piattaforma Saxess, sviluppata e messa a disposizione dalla Stockholmbörsen¹³¹. Solo i derivati vengono negoziati su una piattaforma diversa denominata CLICK e sviluppata da OM Technology.

Il clearing, il settlement ed il custody sono completamente integrati dalla Vaerdipapircentralen – The Danish Securites Depository and Clearing Centre – ad eccezione del clearing e del settlement dei derivati gestito da SECUR.

La vigilanza viene invece ripartita tra la Danish Financial Supervisory Authority ed il Danish Securities Council.

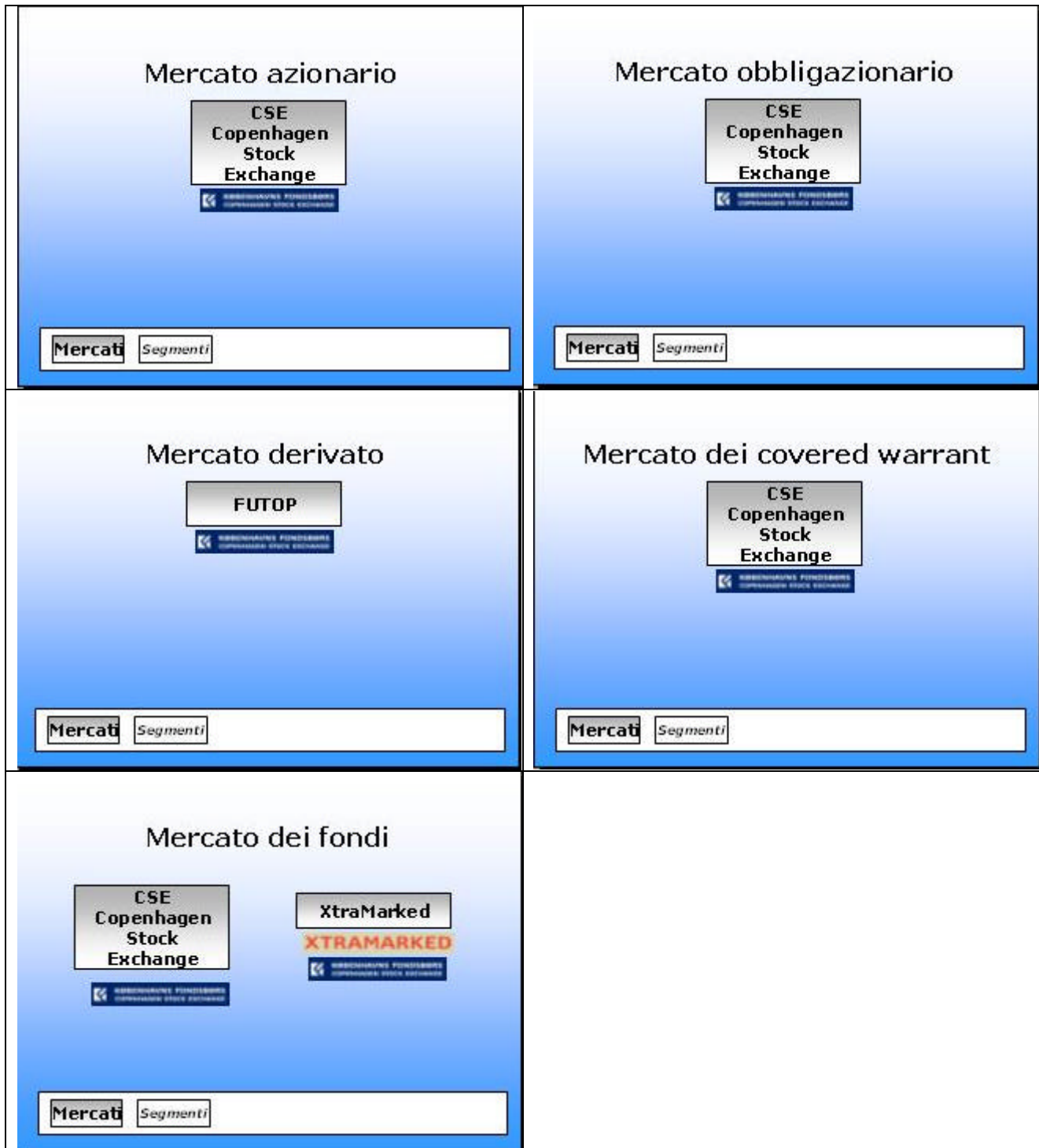
¹³⁰ Per le negoziazioni sui fondi non quotati è inoltre possibile utilizzare lo XtraMarked che coordina le negoziazioni OTC.

¹³¹ La piattaforma Saxess è sviluppata dalla Stockholmbörsen anche se i legami societari con la OM Technology vedono in quest'ultima il vero realizzatore del sistema.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Danish Financial Supervisory Authority
- ? Danish Securities Council

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

CSE – The Copenhagen Stock Exchange



Natura: Privata (demutualizzato dal 1996)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
CSE	Azionario, obbligazionario, covered warrant, fondi	Electronic based	Saxess (Stockholmbörsen + OM Technology)	Vaerdipapircentralen (The Danish Scurities Depository and Clearing Centre)		
FUTOP	Derivato	Electronic based	Click (OM Technology) Per i derivati	SECUR	SECUR	Vaerdipapircentralen (The Danish Scurities Depository and Clearing Centre)

Fonti:

- ? www.cse.dk
- ? www.xtramarked.dk
- ? www.world-exchanges.org

Svezia

Il mercato svedese

Il mercato svedese mostra diverse similitudini con gli altri mercati scandinavi (mercati mobiliari danese e norvegese). Il ruolo centrale è assunto dalla Stockholmbörsen, attiva su tutti i comparti del mercato. Le piattaforme utilizzate sono ancora una volta Saxess (cash) e CLICK (derivative), anche se per il comparto obbligazionario si fa ricorso ad un'apposita piattaforma denominata SOX.

Un motivo di particolare interesse verso il mercato svedese riguarda l'assetto societario della Stockholmbörsen. Demutualizzata dal 1993 e successivamente quotata sul proprio mercato, è stata oggetto di scalata societaria da parte di OM Technology la quale ne ha assunto il controllo ricoprendo contemporaneamente la qualifica di owner, di fornitore di tecnologia e di emittente¹³². La successiva fusione di OM Technology con HEX (Helsinki Exchange) ha ulteriormente coinvolto OM nella gestione diretta delle exchange.

Le similitudini con gli altri mercati nordici continuano nel post-trading dove la VPC accentra presso di sé le funzioni legate al clearing (CCP), al settlement ed al custody (CSD), ad eccezione del C&S sui derivati gestito dalla SB.

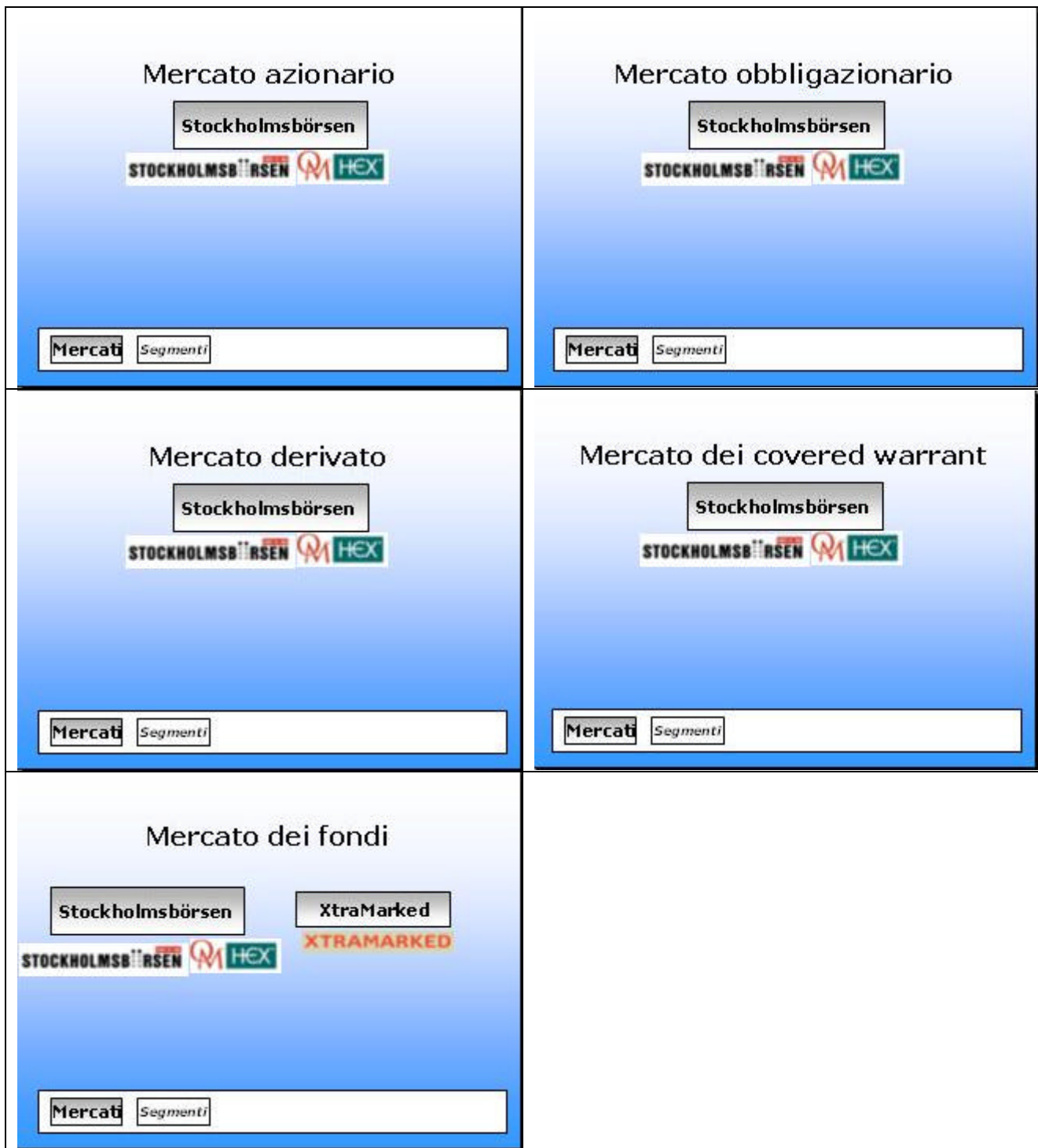
Il sistema di vigilanza sul mercato svedese prevede un ruolo centrale, ricoperto dalla Stockholmbörsen e dalla SFSA – Swedish Financial Supervisory Authority – che hanno il compito di vigilare sull'intero mercato. Nel caso degli ETF a queste però si aggiunge la XACT Fonder, mentre per i derivati alcune competenze vengono demandate alla OM London Exchange.

¹³² OM Technology, società svedese leader nel settore della tecnologia di borsa, è quotata sulla Stockholmbörsen.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Stockholmbörsen
- ? Swedish Financial Supervisory Authority (SFSA)
- ? XACT Fonder (solo per ETF)
- ? OM London Exchange (solo per i derivati)

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

**Stockholmsbörsen
(Gruppo OMHEX)**



Natura: Privata (demutualizzato dal 1993)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Stockholms börsen	Azionario, obbligaz., derivati, covered warrant, fondi	Electronic based	<p>Saxess (Sviluppo interno + OM Technology) per azionario, c.w. e fondi</p> <p>SOX (Sviluppo interno + OM Technology) per obbligazionario</p> <p>CLICK (Sviluppo interno + OM Technology) per derivati</p>		VPC (CSD svedese)	

Fonti:

- ? www.stockholmboersen.se
- ? www.omhex.com
- ? www.world-exchanges.org

Norvegia

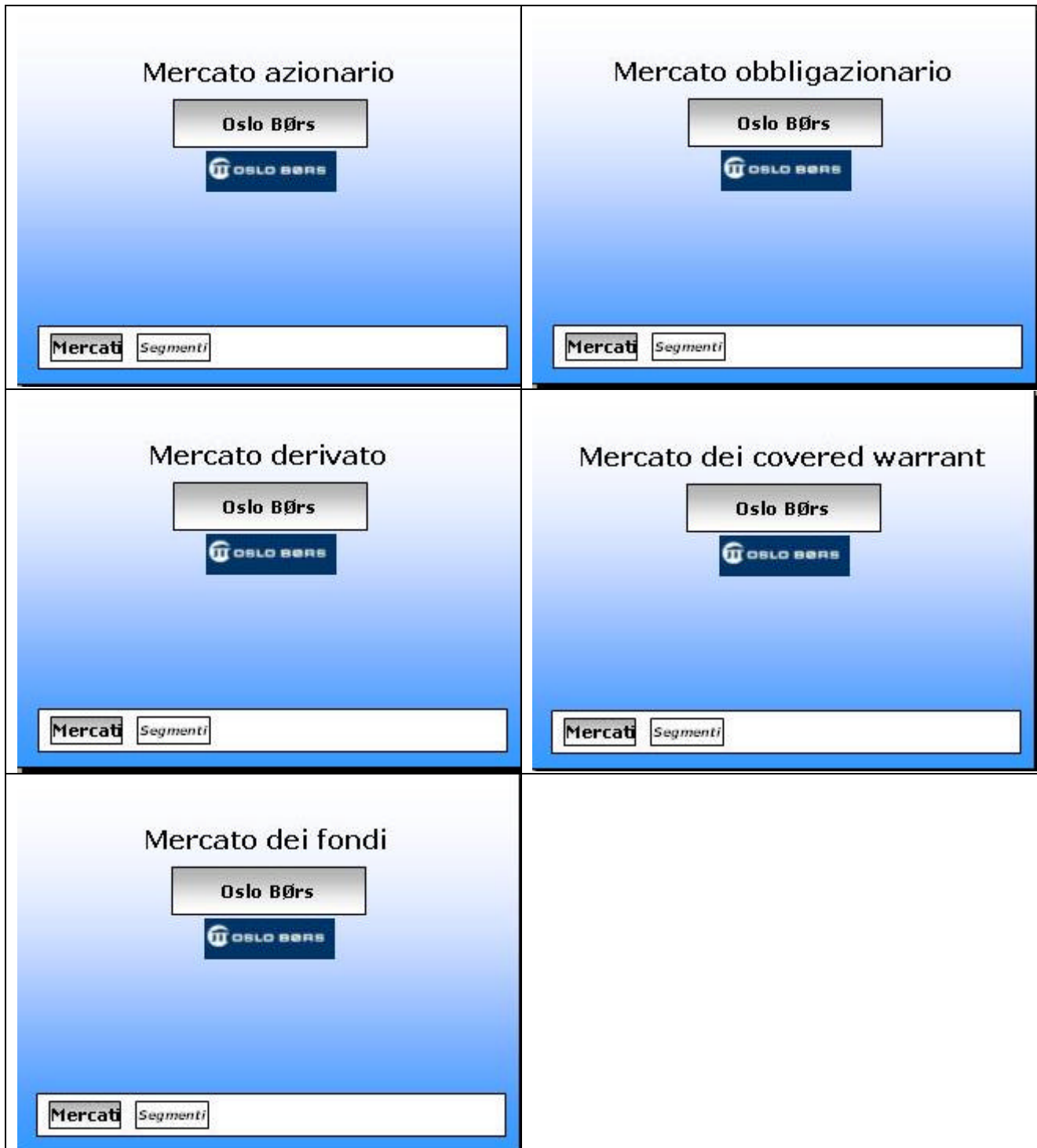
Il mercato norvegese

La struttura del mercato norvegese ha molte somiglianze con quello danese. La Oslo Børs cura direttamente le negoziazioni su tutti i comparti del mercato avvalendosi, per i mercati cash, della medesima piattaforma Saxess e, per i derivati, della tecnologia di OM Technology. La Verdipapirsentralen si occupa dell'intero post-trading del mercato (clearing, settlement e custody), ad eccezione del clearing sui derivati affidato alla NOS – Norwegian Futures and Options Clearing House. La vigilanza è invece ripartita tra la Oslo Børs e la Banking Insurance and Security Commission of Norway.

Supervisory (Vigilanza):

- ? Oslo Børs
- ? The Banking, Insurance and Security Commission of Norway

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

Oslo Børs



Natura: Privata (demutualizzato dal 2001)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
Oslo Børs	Azionario, obbligaz., covered warrant, fondi	Electronic based	Saxess (Stockholmsbörsen + OM Technology) per azionario, obbligazionario, c.w. e fondi	Verdipapirsentralen (VPS) (CSD norvegese)		
Oslo Børs	Derivato	Electronic based	CLICK (Stockholmsbörsen + OM Technology) per derivati	NOS (Norwegian Futures and Options Clearinghouse)	Verdipapirsentralen (VPS) (CSD norvegese)	

Fonte:

? www.oslobors.no

? www.world-exchanges.org

Finlandia

Il mercato finlandese

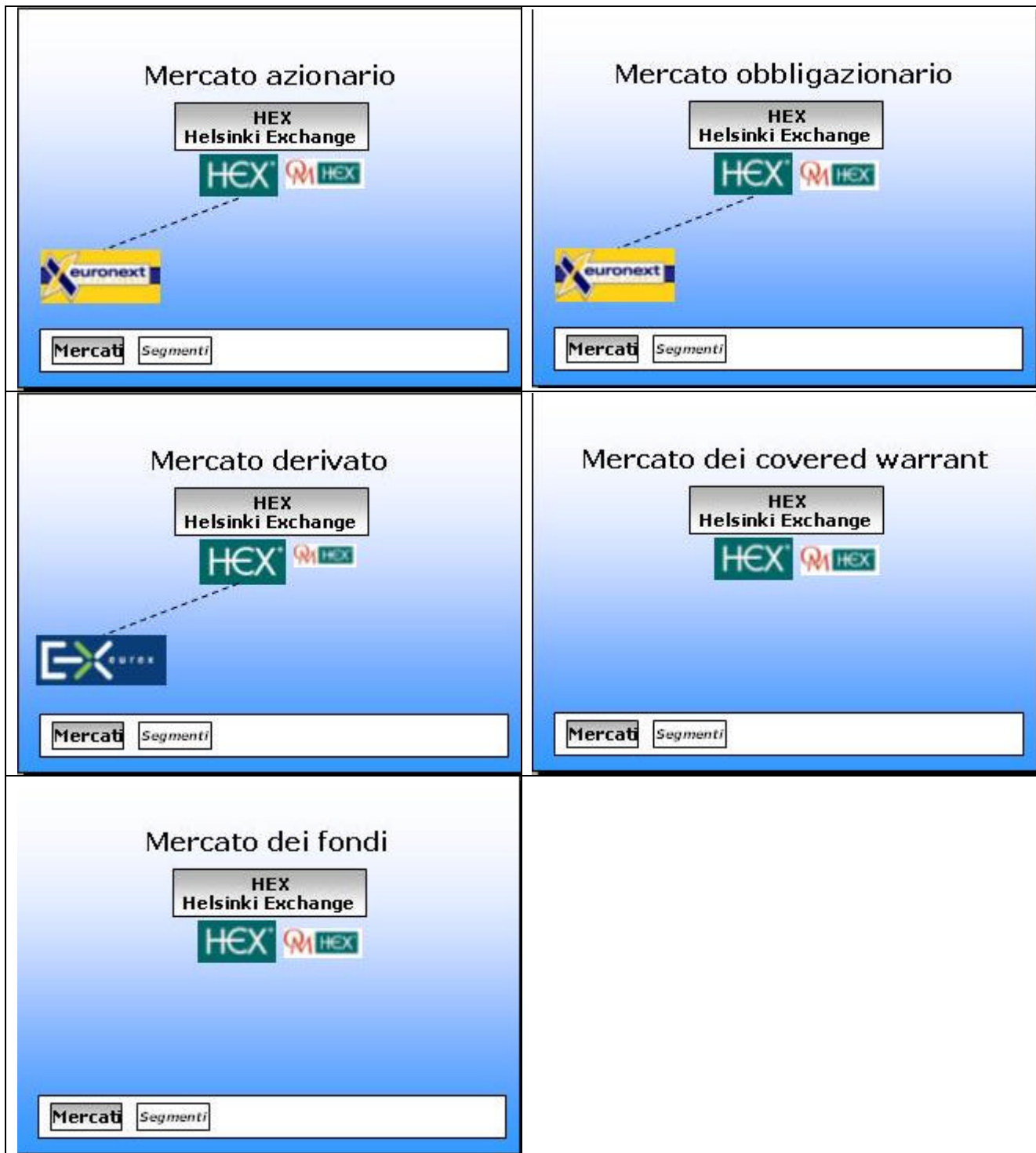
Nel caso del mercato finlandese la exchange di riferimento è la Helsinki Exchange (HEX) che, dopo la fusione con la OM Technology, fa parte del gruppo OMHEX. HEX gestisce direttamente sia i mercati cash che quelli derivative, avvalendosi, per i primi, della piattaforma Saxess e, per i secondi, della tecnologia OM. La Helsinki Securities and Derivatives Exchange Clearing House (anch'essa controllata dal gruppo OMHEX) gestisce il clearing ed il settlement per tutti i comparti del mercato, mentre The Finish Central Securities Depositories (OMHEX Group) svolge la funzione di CSD.

Il mercato finlandese risulta quindi totalmente integrato sia verticalmente che orizzontalmente (oltre che tecnologicamente) dal gruppo OMHEX.

La vigilanza sul sistema è affidata ad un'unica Financial Supervision Authority.

Supervisory (Vigilanza):
? Financial Supervision Authority

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

**HEX – The Helsinki Exchange
(Gruppo OMHEX)**



Natura: Privata (demutualizzato dal 1995)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
HEX	Azionario, obbligaz., covered warrant, fondi	Electronic based	Saxess (Stockholmsbörsen + OM Technology) per azionario, obbligazionario, c.w. e fondi	Helsinki Securities and Derivatives Exchange Clearing House (Gruppo OMHEX)		The Finnish Central Securities Depositories (Gruppo OMHEX)
HEX	Derivato	Electronic based	CLICK (Stockholmsbörsen + OM Technology) per derivati	Helsinki Securities and Derivatives Exchange Clearing House (Gruppo OMHEX)		The Finnish Central Securities Depositories (Gruppo OMHEX)

N.B. Il mercato HEX ha accordi di cross-membership con Euronext e, per i derivati, con Eurex.

Fonti:

- ? www.hex.com
- ? www.omhex.com
- ? www.world-exchanges.org

Le Repubbliche Baltiche

I mercati delle Repubbliche Baltiche

I mercati delle Repubbliche Baltiche di Estonia, Lettonia e Lituania sono strettamente legate ai mercati nordici.

Il mercato estone coincide pressoché perfettamente con HEX – Tallin, exchange appartenente al gruppo OMHEX che gestisce sia i mercati cash che quelli derivative. Il mercato, electronic based, si avvale della tecnologia del gruppo (piattaforma Saxess). HEX si occupa inoltre direttamente anche del clearing e del settlement, mentre controlla attraverso la Estonian CSD anche la fase di custody.

La situazione per la Lettonia è solo parzialmente diversa. La Riga Stock Exchange, controllata per oltre il 90% da OMHEX, gestisce le negoziazioni azionarie, obbligazionarie e su fondi, mentre sono assenti mercati dei derivati e dei c.w. Per il comparto obbligazionario è prevista una segmentazione del mercato in un Official list, una Second list ed una Free list.

L'appartenenza al gruppo OMHEX fa sì che le negoziazioni avvengano sulla piattaforma Saxess. La RSE si occupa anche delle attività di clearing mentre il settlement ed il custody sono a cura della Bank of Latvia (per la parte cash) e della Latvian Central Depository (per il trasferimento dei titoli).

Quello lituano è il mercato meno evoluto dell'area baltica. La Vilnius Stock Exchange copre solo il comparto azionario ed obbligazionario, mentre sono assenti mercati derivati, dei c.w. o di fondi. La VSE, dopo aver assunto la forma di società per azioni nel 1998, è rimasta sotto il controllo statale anche se è prevista una privatizzazione.

Le negoziazioni avvengono attraverso un sistema accentrato denominato TLAPS. Il clearing, il settlement ed il custody sono invece affidati rispettivamente alla VSE, al Settlement Centre of The Bank of Lithuania¹³³ e al Central Security Depository of Lithuania (CSDL).

A differenza di HEX – Tallin (Estonia), dove le quotazioni e gli scambi avvengono in Euro, nella VSE, così come nella RSE, si utilizzano le rispettive monete locali.

Il controllo statale ha sicuramente rallentato la partecipazione della VSE ai processi integrativi in atto nel mercato europeo, non impedendo comunque alla exchange di firmare un Memorandum of Cooperation con le altre due borse baltiche (1999) e di porre in essere una cooperazione con il Norex¹³⁴ (2001).

¹³³ Nello svolgimento del settlement il Settlement Centre della Bank of Lithuania si avvale di due diverse strutture denominate NSEL e CSDL, le quali operano utilizzando le strutture della Bank of Lithuania.

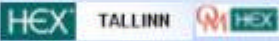


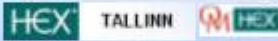

¹³⁴ Il Norex è un progetto integrativo finalizzato alla formazione di un unico mercato mobiliare per l'area scandinava e baltica. Per una trattazione dettagliata sull'argomento si rimanda al capitolo 5 del presente lavoro.

Estonia

Supervisory (Vigilanza):

? Financial Supervision Authority (Agency of Bank of Estonia)

Segmentazione del mercato

<p>Mercato azionario</p> <p>HEX - Tallinn</p>  <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato obbligazionario</p> <p>HEX - Tallinn</p>  <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato derivato</p> <p>HEX - Tallinn</p>  <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato dei covered warrant</p> <p>HEX - Tallinn</p>  <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato dei fondi</p> <p>HEX - Tallinn</p>  <p>Mercati Segmenti</p>	

Analisi del mercato

**HEX – Tallinn
(Gruppo OMHEX)**



TALLINN



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
HEX – Tallinn	Azionario, obbligaz., covered warrant, fondi	Electronic based	Saxess (Stockholmsbörsen + OM Technology) per azionario, obbligazionario, c.w. e fondi	HEX – Tallinn (Gruppo OMHEX)		Estonan CSD (Gruppo OMHEX)
HEX – Tallinn	Derivato	Electronic based	OM Technology	HEX – Tallinn (Gruppo OMHEX)		Estonan CSD (Gruppo OMHEX)

Fonti:

- ? www.hex.ee
- ? www.omhex.com
- ? www.world-exchanges.org

Lettonia

Supervisory (Vigilanza):

? Financial and Capital Market Commission

Segmentazione del mercato

<p>Mercato azionario</p> <p>RSE – Riga Stock Exchange</p> <p>Official List Second List Free List</p> <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato obbligazionario</p> <p>RSE – Riga Stock Exchange</p> <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato derivato</p> <p>ASSENTE</p> <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato dei covered warrant</p> <p>ASSENTE</p> <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato dei fondi</p> <p>RSE – Riga Stock Exchange</p> <p>Mercati Segmenti</p>	

Analisi del mercato

**RSE – Riga Stock Exchange
(Gruppo OMHEX)**



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
RSE	Azionario, obbligaz., fondi	Electronic based	Saxess (Stockholmsbörsen + OM Technology) per azionario, obbligazionario, c.w. e fondi	RSE	Bank of Latvia + Latvian Central Depository	

Fonti:



- ? www.rfb.lv
- ? www.hex.com
- ? www.world-exchanges.org

Lituania

Supervisory (Vigilanza):

- ? Bank of Lithuania
- ? Security Commission (Ministero delle Finanze)
- ? (State Insurance Supervisory Authority)

Segmentazione del mercato

<p>Mercato azionario</p> <p>VSE – Vilnius Stock Exchange</p> 	<p>Mercato obbligazionario</p> <p>VSE – Vilnius Stock Exchange</p> 
<p>Mercato derivato</p> <p>ASSENTE</p>	<p>Mercato dei covered warrant</p> <p>ASSENTE</p>
<p>Mercato dei fondi</p> <p>ASSENTE</p>	

Analisi del mercato

VSE – Vilnius Stock Exchange



Natura: Pubblica (in fase di privatizzazione)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
VSE	Azionario e obbligazionario	Electronic based	TLAPS (Sviluppo interno)	VSE	Settlement Centre of The Bank of Lithuania (NSEL + CSDL + Bank of Lithuania)	CSD of Lithuania (CSDL)

Fonti:

? www.nse.lt

? www.world-exchanges.org

I paesi dell'Europa dell'est

I mercati dell'Europa dell'est

Nella prospettiva di un'integrazione del mercato europeo allargata ai mercati dell'est è interessante analizzare la struttura del mercato mobiliare della Polonia, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria.

La Warsaw Stock Exchange si occupa delle transazioni aventi ad oggetto sia strumenti azionari che obbligazionari, derivati, c.w. e fondi. Il carattere limitato del mercato mobiliare polacco è testimoniato dalla struttura ancora ampiamente basata sulle aste a chiamata (open outcry), mentre la negoziazione elettronica è riservata ai titoli più liquidi. La partnership tecnologica con Euronext (1998) assicura al mercato la fornitura della tecnologia. Occorre però ricordare che solo alla fine degli anni '90 le negoziazioni hanno avuto luogo su base giornaliera¹³⁵.

L'esiguità degli scambi ha consigliato la gestione accentrata del post-trading nelle mani del National Depository For Securities (NSD), mentre la vigilanza sul sistema è di competenza del Polish Securities and Exchange Commission.

Più evoluta è sicuramente la situazione del mercato ungherese. La Budapest Stock Exchange gestisce gli scambi su azioni, obbligazioni e derivati utilizzando un Multimarket Trading System (MMTS¹³⁶) articolato in due sessioni per i mercati cash (una sessione "stock" ed una "bond") ed una per i derivati. La KELER – Central Clearing House and Depository – cura invece il post-trading, mentre la vigilanza sul sistema è affidata alla Hungarian Financial Supervisory Authority.

Fortemente concentrata è anche la struttura del Prague Stock Exchange. Operativo su azioni, obbligazioni e derivati, il PSE utilizza un sistema elettronico, denominato SPAD System, basato sull'esplorazione delle proposte fatte dai market maker. Il PSE si occupa inoltre, attraverso la Univyc AS, delle operazioni di C&S. Il Supervisory Board svolge infine l'attività di vigilanza.

¹³⁵ In precedenza gli scambi avvenivano con cadenza settimanale. Successivamente si è passati a più negoziazioni a settimana, fino a giungere alla negoziazione giornaliera.

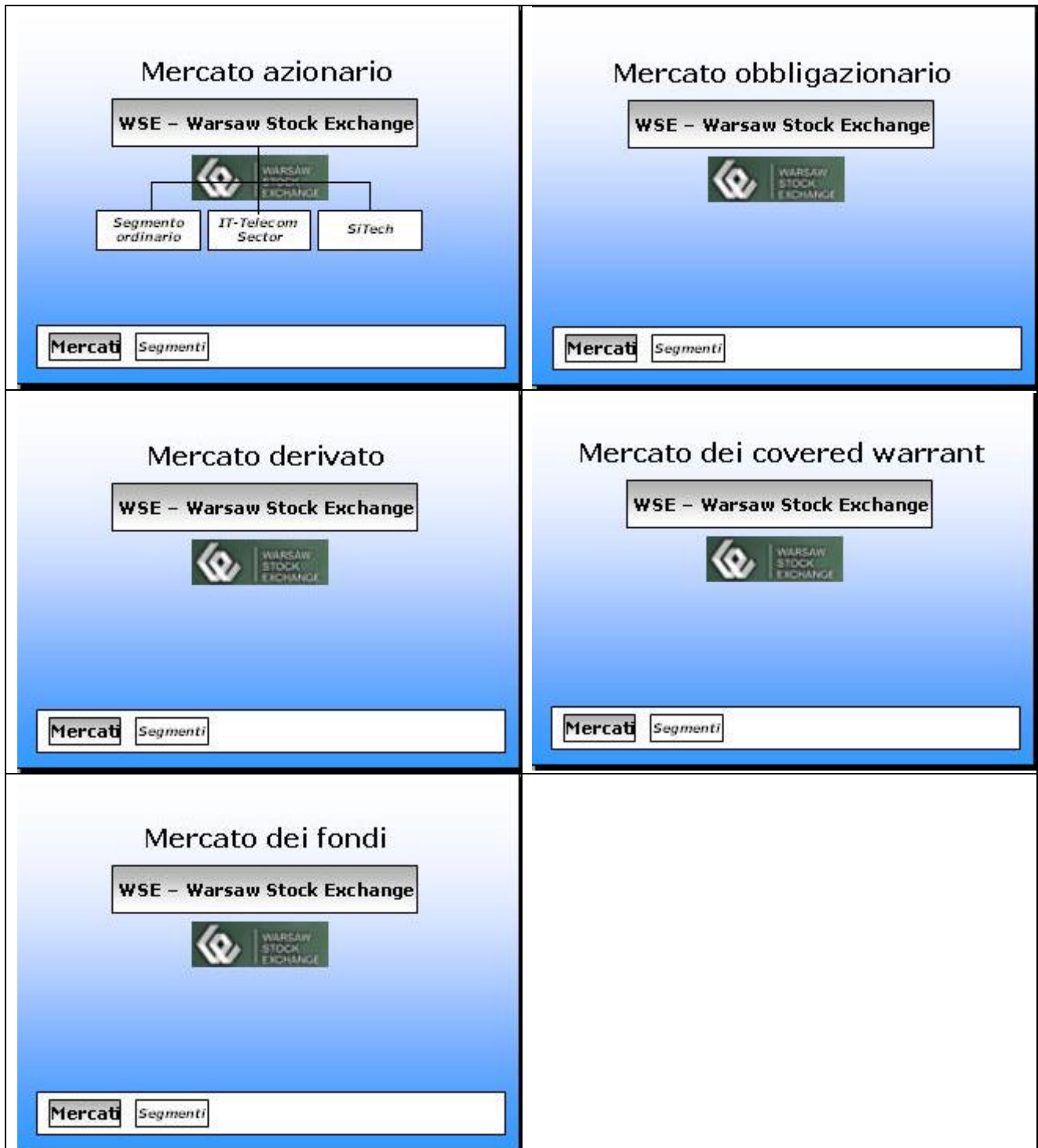
¹³⁶ La piattaforma MMTS è sviluppata da Computershare (software house australiana).

Polonia

Supervisory (Vigilanza):

? Polish Securities and Exchange Commission

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

WSE – Warsaw Stock Exchange



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa^{*1}	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
WSE	Azionario, obbligazionario, derivato, c.w. e fondi	Open outcry + Electronic based	Euronext	NSD ^{*2}	NSD ^{*2}	NSD ^{*2}

^{*1} La trattazione electronic based è riservata solo ai titoli maggiormente liquidi

^{*2} National Depository for Secutiries (NSD)

N.B. Nel 2002 la WSE ha siglato un accordo di cross-membership e cross-access con Euronext

Fonti:

? www.wse.com.pl




? www.world-exchanges.org

Ungheria

Supervisory (Vigilanza):

? Hungarian Financial Supervisory Authority

Segmentazione del mercato

<p>Mercato azionario</p> <p>BSE – Budapest Stock Exchange</p>  <p>Stock Session</p> <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato obbligazionario</p> <p>BSE – Budapest Stock Exchange</p>  <p>Bond Session</p> <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato derivato</p> <p>BSE – Budapest Stock Exchange</p>  <p>Derivative Session</p> <p>Mercati Segmenti</p>	<p>Mercato dei covered warrant</p> <p>ASSENTE</p> <p>Mercati Segmenti</p>
<p>Mercato dei fondi</p> <p>ASSENTE</p> <p>Mercati Segmenti</p>	

Analisi del mercato

BSE – Budapest Stock Exchange



Natura: Privata (demutualizzato nel 2002)

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
BSE	Azionario, obbligazionario e derivato	Electronic based	MMTS (Computershare)	KELER (Central Clearing House and Depository)		

Fonti:

? www.bse.hu

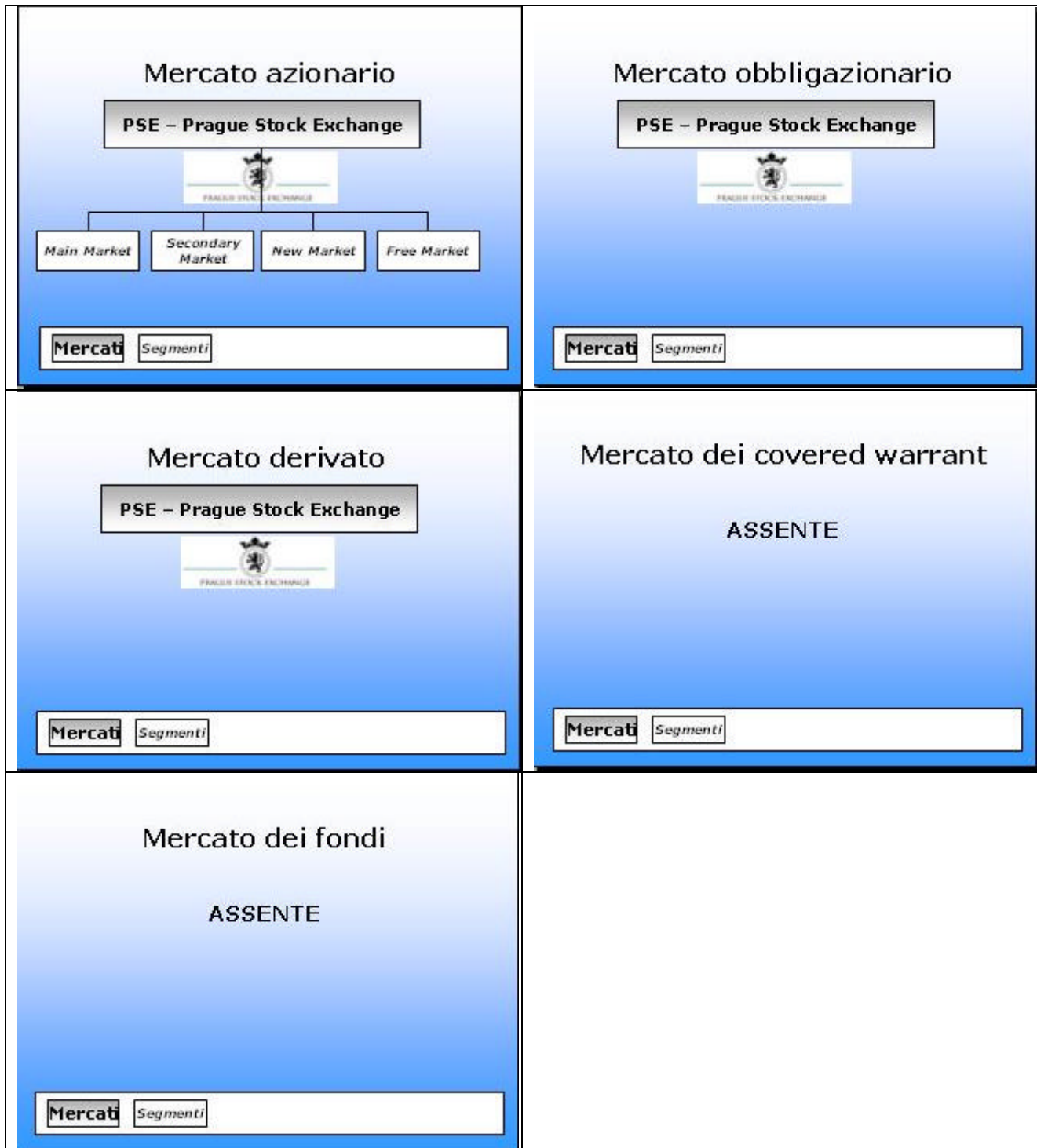
? www.world-exchanges.org

Repubblica Ceca

Supervisory (Vigilanza):

? Supervisory Board

Segmentazione del mercato



Analisi del mercato

PSE – Prague Stock Exchange



Natura: Privata

Nome Mercato	Comparto	Struttura operativa	Tecnologia	Clearing	Settlement	Custody
PSE	Azionario, obbligazionario e derivato	Electronic based	SPAD (Basato su esplorazione delle proposte dei market maker)			Univyc AS (Controllata PSE)

Fonti:

- ? www.pse.cz
- ? www.world-exchanges.org

Bibliografia

- ? Alemanni B., “L’integrazione dei mercati finanziari nell’era dell’Euro”, Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Newfin working paper, 2003
- ? Alemanni B., “La concorrenza nella exchange industry” in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Bancaria editrice, Roma, 2001
- ? Alemanni B., “Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull’attività di vigilanza” Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Milano, 2001
- ? Alemanni B., “The market for derivatives products: co-operation vs competition”, Newfin, Milano, 1999
- ? Banca d’Italia, “Supplemento al Bollettino statistico”, Conti finanziari – Attività e passività, anni vari
- ? Banfi A. (a cura di), “I mercati e gli strumenti finanziari – disciplina e organizzazione della borsa”, Utet, Torino, 2001
- ? BCE – Banca Centrale Europea, “Bollettino mensile”, febbraio 2000
- ? BIS – Committee on the global financial system, “The implications of electronic trading in financial markets”, Bank of International Settlement (BIS), 2001
- ? Blume M.E., “The structure of the US equity markets”, University of Pennsylvania – The Wharton School, 2002
- ? Chan K., Covrig V., NG L., “What determine the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocation worldwide”, December 2003
- ? Chemmanur T.J., Fulghieri P., “Choosing an exchange to list equity: a theory of cross-listing, listing requirements, and competition among exchanges”, 1998
- ? Claessens S., Klingebiel D., Schmukler L., “The future of stock exchanges in emerging economies: evolution and prospects”, Brooking-Wharton papers on financial services, 2002.
- ? Coffee J.C., “Competition among securities markets: path dependent perspective”, Columbia University – Columbia Law School – The Center for Law and Economic Studies, 2002
- ? Conrad J., Johnson K.M., Wahal S., “Institutional trading and alternative trading systems”, University of North Carolina, 2002
- ? Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., “Recent development in the structure of securities markets”, in “Brooking-Wharton papers on financial services 2000”, 2000
- ? Da Rin M., “Mercato unico delle azioni? Ci vorrà ancora tempo”, Università di Torino, Torino, 1999.
- ? Demarchi M., Foucault T., “Equity trading systems in Europe – A survey of recent changes”, SBF-Bourse de Paris, 1998
- ? Di Noia C., “Customer-controlled firms: the case of stock-exchange”, Department of Economics, University of Pennsylvania, and Divisione studi economici, Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), 1998
- ? Di Noia C., “The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance”, quaderno di finanza Consob N°33, marzo 1999
- ? Domowitz I., “Automation and the structure of the trading services industry”, 2002
- ? Domowitz I., Lee R., “The legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems”, Pennsylvania State University – Oxford finance group, 1998
- ? FESE – Federation of European Securities Exchanges – “European securities exchanges statistics – February 2004”, febbraio 2004
- ? FIBV (World Federation of Exchanges), “The significance of the Exchange industry”, 2003

- ? Filippa L., Franzoni A., “Capitalizzazione di borsa, settori istituzionali e portafoglio retail: analisi dell’evoluzione recente”, BIT Notes N°2, Milano, 2001
- ? Forestieri G., “Struttura del mercato del credito e concorrenza bancaria”, Giuffrè editore, Torino, 1980
- ? Forestieri G., Mottura P., “Il sistema finanziario”, Egea, Milano, 2003
- ? Gallai L. (FIBV - World Federation of Exchanges), “Cost & Revenues 2002”, 2003
- ? Galper J., “Three business models for the stock exchange industry”, FIBV, agosto 1999
- ? Galper J., “Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories”, International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), aprile 2000
- ? Halling M., Pagano M., Randl O., Zechner J., “Where is the market? Evidence from cross-listing”, University of Vienna – CEPR, novembre 2003.
- ? Hart O., Moore J., “The Governance of Exchanges, Members Cooperative versus Outside ownership”, Oxford Review of Econ. Policy, 1996, e Pirrong C., “A theory of financial exchange organization”, University of Chicago, The Journal of Law and Economics, vol.43 n.2, ottobre 2000
- ? Hasan I., Malkamaki M., Schmiedel H., “Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence”, Bank of Finland discussion paper, 2002
- ? Hasan I., Schmiedel H., “Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence”, Bank of Finland discussion paper, 2003
- ? Hertig G., Lee R., “Four predictions about the future of EU securities regulation”, Oxford finance group – Swiss institute of technology, 2003
- ? IOSCO Technical committee, “Discussion paper on stock exchange demutualization”, IOSCO – International organization of securities commissions, 2001
- ? Lannoo K., “Updating EU securities market regulation”, CEPS - Center for European Policy Studies, 2000
- ? Lee R., “The future of securities exchanges”, The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002
- ? Lee R., “The future of stock exchange in european union accessions countries”, Oxford finance group, 2003
- ? Lucarelli C. , “Gli accordi internazionali fra mercati”, in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001.
- ? Lucarelli C., “Il mercato EuroMTS”, in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Newfin, Bancaria Editrice, Roma, 2001.
- ? Lusignani G., Onado M., “La securities industry italiana di fronte ai processi di integrazione europei”, Milano, Assosim (atti del convegno), 6 marzo 2001
- ? Malkamaki M., Topi J., “Strategic challenger for exchanges and securities settlement”, Bank of Finland discussion paper, 1999
- ? Marosi G., Szeles N., “Isolation or association: a difficult choice for a regional exchange – the example of the Budapest stock-exchange”, FESE & ECMI Joseph De la Vega Prize 2001, 2001
- ? Sciarelli S., “Economia e gestione dell’impresa”, Cedam, Padova, 1997
- ? Smeraldi G., “Introduzione alle reti neurali”, Università degli Studi e Politecnico di Torino, Technical Report 96-01, 1996
- ? Steil B., “Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences” The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002
- ? Steil B., “The european equity markets”, The european capital markets institute, 1996
- ? Tsetsekos G., Varangis P. “The structure of derivatives exchange: lesson from developed and emerging markets”, World Bank, 1997

Siti internet consultati

- ? Athens derivatives exchange, www.adex.ase.gr
- ? Athens stock exchanges, www.ase.gr
- ? Bit Systems, www.bitsystems.it
- ? BMEX, Bolsa y mercados españoles, www.bolsasymercados.es
- ? Bolsa di Madrid, www.bolsamadrid.es
- ? Borsa Italiana SpA, www.borsaitalia.it
- ? Budapest stock exchange, www.bse.hu
- ? Camera de contrapartida central (CCP Spagna), www.meffclear.com
- ? Cassa di compensazione e garanzia, www.ccg.it
- ? Consob, www.consob.it
- ? CSE – The Copenhagen stock exchange, www.cse.dk
- ? Depositario central de valores de España, www.iberclear.es
- ? Deutsche Börse, www.deutscheboerse.com
- ? Eurex, www.eurexchange.com
- ? Euronext – Amsterdam, www.aex.nl
- ? Euronext – Liffe, www.liffe.com
- ? Euronext – Lisboa, www.euronext.pt
- ? Euronext – Paris, www.bourse-de-paris.fr
- ? Euronext, www.euronext.com
- ? Hex – Helsinki exchange, www.hex.com
- ? Hex – Tallin, www.hex.ee
- ? Instinet, www.instinet.com
- ? ISE – The irish stock exchange, www.ise.ie
- ? LSE – The London stock exchange, www.londonstockexchange.com
- ? Mercados financieros, www.meff.es
- ? Mercado de Renta fija, www.aiaf.es
- ? Montetitoli SpA, www.montetitoli.it
- ? OmHex, www.omhex.com
- ? Oslo Børs, www.oslobors.no
- ? Prague stock exchange, www.pse.cz
- ? Riga Stock exchange, www.rfb.lv
- ? Sistema electronico de negociacion de activos financieros, www.senaf.net
- ? Stockholmbörsen, www.stockholmboersen.se
- ? SWX – The swiss exchange, www.swx.com
- ? The XtraMarked, www.xtramarked.dk
- ? Vilnius stock exchange, www.nse.lt
- ? Warsaw stock exchange, www.wse.com.pl
- ? Wiener Borse, www.wienerboerse.at
- ? World federation of exchanges, www.world-exchanges.org