



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2007

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Angelo Baglioni (cap. 1), Andrea Monticini (cap. 2), Giovanni Petrella (cap. 3 e cap. 4), Domenico Delli Gatti (cap. 5) e Giovanni Verga (cap. 6). Ha collaborato: Giovanni Barone.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 29 ottobre 2007.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – UNA CRISI DA IGNORANZA	pag. 1
PARTE I - 2007: UN ANNO DI MATRIMONI TRA BORSE	pag. 3
1 – Forte accelerazione dell'integrazione tra borse nel 2007: motivi e conseguenze	3
1. Le aggregazioni di quest'anno: impatto sugli equilibri del settore borsistico	4
2. L'operazione NYSE - Euronext	7
3. L'operazione LSE – BORSA ITALIANA	9
4. L'operazione NASDAQ – OMX	11
5. Le ragioni dell'integrazione tra borse. Quale assetto in Europa?	13
6. I servizi di <i>post-trading</i> : un approfondimento	15
2 – Gli effetti delle aggregazioni: l'evidenza empirica	20
1. L'esperienza dei mercati regionali americani	20
2. L'esperienza di EURONEXT	24
3. L'esperienza di OMX-NOREX	27
4. Conclusioni	29
3 – La regolamentazione	30
1. La direttiva 2004/39/CE (MIFID)	30
2. <i>Post-trading</i>	37
4 – Governance e assetti proprietari dei mercati	39
1. La <i>governance</i> delle borse: modelli teorici	39
2. La <i>governance</i> delle borse: evidenze empiriche	41
3. Conclusioni	44
PARTE II – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	47
5 – Il quadro macroeconomico	47
6 - La congiuntura monetaria	54

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è focalizzato su un tema – i matrimoni tra i mercati di borsa – sviluppato nella parte I. A questa sezione monografica segue un aggiornamento congiunturale sviluppato nella parte II.

PARTE I - 2007: UN ANNO DI MATRIMONI TRA BORSE

Il 2007 è stato un anno in cui si è vista una forte accelerazione del processo di integrazione tra mercati di borsa. In particolare, tre importanti operazioni sono state attuate: prima la fusione tra NYSE e Euronext, poi quella tra Borsa Italiana e LSE, e infine quella tra NASDAQ e OMX. Queste operazioni hanno profondamente cambiato l'assetto del settore borsistico a livello mondiale. Esse hanno anche impresso una direzione precisa al processo di integrazione, segnando il prevalere delle alleanze transatlantiche rispetto alla formazione di una "borsa dell'area euro".

1. Forte accelerazione dell'integrazione tra borse nel 2007: motivi e conseguenze

L'assetto prevalente in Europa fino allo scorso anno, e in buona parte ancora oggi, è molto diverso tra le due sponde dell'Atlantico. Il settore borsistico statunitense si presenta molto concentrato, sostanzialmente dominato dal duopolio NYSE – NASDAQ. Al contrario, il continente europeo è tradizionalmente caratterizzato da una forte segmentazione, dove prevalgono i confini nazionali. Sotto questo profilo, l'introduzione della moneta unica non sembra avere esercitato una spinta sufficiente verso l'integrazione. Negli anni recenti, due limitati fenomeni di consolidamento, rilevanti ma parziali, avevano avuto luogo: la formazione di Euronext e di OMX.

Grazie all'accordo con Euronext, il NYSE ha ulteriormente rafforzato il suo primato a livello mondiale in termini di capitalizzazione. D'altra parte OMX e Borsa Italiana, grazie agli accordi conclusi, sono entrati a far parte di due gruppi che si collocano al secondo e terzo posto nella classifica mondiale per capitalizzazione. Nel complesso, le tre fusioni del 2007 hanno generato i tre più grandi mercati al mondo per capitalizzazione e per valore degli scambi.

Il capitolo esamina in dettaglio le tre operazioni di aggregazione di quest'anno. Le motivazioni che sono state addotte nelle comunicazioni ufficiali dai diretti interessati a queste operazioni possono essere riassunte nei seguenti termini: sinergie (maggiori ricavi e minori costi), maggiore liquidità (con vantaggi per emittenti, investitori, intermediari), maggiori possibilità di diversificazione degli investimenti, possibilità di alleanze con piazze finanziarie dove la regolamentazione sulle imprese quotate è meno severa. La teoria economica sostanzialmente conferma queste posizioni, anche se rimane il problema di produrre stime affidabili dei vantaggi derivanti dall'integrazione orizzontale tra mercati di borsa.

L'importanza del mercato locale per gli emittenti consente di valutare positivamente il "modello federale", al quale molte alleanze tra società-mercato si sono ispirate.

I risparmiatori e gli emittenti avrebbero molto da guadagnare da un consolidamento orizzontale delle strutture di post-trading in Europa. Il risultato potrebbe essere una riduzione dei costi delle negoziazioni internazionali, che rimangono ancora alti se confrontati a quelle dei mercati domestici. Da questo punto di vista la situazione europea non sembra soddisfacente, data la prevalenza di monopoli nazionali.

2. Gli effetti delle aggregazioni: l'evidenza empirica

Questo capitolo presenta alcune verifiche empiriche relative all'integrazione dei mercati di borsa. In particolare, vengono analizzate tre primarie esperienze: l'integrazione dei mercati borsistici regionali americani, l'integrazione di EURONEXT, ed infine l'integrazione delle borse nordiche OMX-NOREX.

L'analisi di queste tre differenti esperienze permette di trarre alcune conclusioni. In primo luogo, i mercati relativamente piccoli hanno la necessità di fondersi con altri mercati per contrastare la frammentazione degli ordini e sfruttare maggiori economie di scala. Lo sfruttamento delle economie di scala permette alle borse di abbassare le commissioni di *trading* e incrementare i volumi scambiati. In questo modo le borse minori possono effettivamente competere con i mercati più ampi. In secondo luogo, i mercati che partecipano a fusioni sembrano in genere aumentare la loro efficienza, grazie ad un aumento della liquidità che permette di diminuire i *bid-ask spreads* e la volatilità del mercato. Poiché un mercato più efficiente è sicuramente un'attrattiva per gli operatori finanziari, è probabile che si innesti un circolo virtuoso che porti ad un ulteriore incremento dei volumi.

3. La regolamentazione

Il 1° novembre 2007 entra in vigore la Direttiva MiFID. Il recepimento della direttiva produrrà effetti di grande rilievo sulla prestazione dei servizi di investimento e, in particolare, su quelli di negoziazione di strumenti finanziari. Con riferimento a questi ultimi, i maggiori cambiamenti saranno: l'abolizione della possibilità per gli stati membri di imporre l'obbligo di concentrazione della negoziazione sui mercati regolamentati degli strumenti ivi quotati; la revisione degli obblighi di trasparenza (*ex ante* e

ex post) che imprese di investimento e mercati devono offrire al pubblico in occasione della negoziazione; la previsione di specifiche regole di gestione degli ordini dei clienti (*order handling rules*); l'introduzione di stringenti obblighi di esecuzione alle migliori condizioni per il cliente (*best execution*) e la previsione che, nella prestazione di servizi di negoziazione, le imprese di investimento si dotino di una strategia di esecuzione degli ordini (*order execution policy*).

La direttiva MiFID prevede che le negoziazioni possano essere eseguite attraverso diverse sedi di esecuzione (*execution venues*): i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*), gli internalizzatori sistematici. Oltre a queste tre, che sono le principali sedi di esecuzione degli scambi, la direttiva MiFID, proprio in virtù del principio di concorrenza tra sedi di esecuzione, prevede anche altre possibilità. In particolare, la direttiva prevede la possibilità di eseguire scambi attraverso intermediari internalizzatori non sistematici, ovvero intermediari che agiscono in veste di *market maker*, e imprese di investimento che effettuano incroci di ordini di terzi (*agency cross*).

Il *Code of Conduct on Clearing and Settlement* è un accordo volontario sottoscritto il 7 novembre 2006 da borse, controparti centrali e depositari centrali. Gli obiettivi generali dell'accordo sono rappresentati dall'incremento della trasparenza e della competizione nel settore del post-trading. In particolare, gli obiettivi specifici del Codice possono essere sintetizzati nei seguenti impegni a: rendere trasparenti i prezzi dei singoli servizi di *trading*, *clearing* e *settlement*; garantire l'accesso da parte di altre infrastrutture di mercato; sviluppare l'interoperabilità tra sistemi; rilevare e contabilizzare separatamente costi e ricavi dei singoli servizi offerti.

4. Governance e assetti proprietari dei mercati

Obiettivo del capitolo è l'analisi delle modalità di *governance* e degli assetti proprietari delle borse.

A livello teorico, vi sono lavori che dimostrano come la struttura cooperativa si riveli efficiente in presenza di soci di uguali dimensioni, mentre la struttura *for profit* prevale in termini di efficienza all'aumentare del grado di asimmetria tra le dimensioni degli intermediari. Inoltre, in presenza di un mercato dei servizi di trading maggiormente competitivo, una struttura di *governance for profit* conduce a soluzioni più efficienti.

Altri contributi studiano gli effetti della quotazione di un campione di borse sulle performance aziendali. In tali lavori gli autori analizzano misure contabili e misure basate su rendimenti di mercato. Le evidenze relative alle misure contabili (*return on equity*, *return on asset*, *return on sales*) forniscono indicazioni non contrarie, ma neppure particolarmente a favore dell'ipotesi di un miglioramento delle performance aziendali associato alla quotazione. La seconda dimensione di performance analizzata è basata sull'andamento del prezzo di mercato del titolo quotato. I rendimenti delle borse quotate superano i rendimenti dei rispettivi mercati, anche tenendo conto del rischio sistematico.

Secondo un recente contributo i vantaggi della quotazione non risiedono tanto nel miglioramento dell'efficienza aziendale, quanto piuttosto in altri benefici come, ad esempio, la possibilità di ridurre i conflitti di interesse. Una borsa controllata da un azionariato diffuso, o comunque non dominato da intermediari, sarebbe meno incline a comportamenti tesi allo sfruttamento di relazioni commerciali dirette tra l'intermediario cliente (e proprietario) e la società fornitrice (e controllata). Infine taluni sottolineano come la struttura di *governance* influenzi dimensioni come la capacità di innovazione della borsa oppure la capacità di

adottare nuove tecnologie che, pur non influenzando i volumi o gli *spread*, sono comunque importanti per gli utilizzatori del mercato.

PARTE II: ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

5. Il quadro macroeconomico

Il capitolo quinto si occupa dell'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale, concentrandosi sull'andamento della crescita e dell'inflazione all'interno di Stati Uniti, area Euro ed emergenti BRICs. Le prospettive sono improntate ad un moderato ottimismo, su cui però pesano gli effetti della crisi finanziaria della scorsa estate. La crescita prosegue intensa all'interno del gruppo delle economie emergenti, che stanno diventando il vero motore della economia mondiale e che sembrano immuni dagli effetti della crisi estiva. Tuttavia, vi sono non pochi elementi di incertezza. La crisi di liquidità vissuta nel corso dei mesi estivi non ha ancora dispiegato tutti i suoi effetti. Il timore è che possano manifestarsi perdite diffuse e intense presso gran parte degli intermediari finanziari e bancari con ripercussioni assai negative per l'economia reale. L'anello debole sembra essere in particolare costituito dai consumi USA che potrebbero risentire in modo decisamente negativo di un ulteriore indebolimento del mercato immobiliare e dell'accentuazione della fase di incertezza. La situazione è migliore all'interno dell'area Euro che però inizia a sperimentare le prime conseguenze negative generate dal rafforzamento dell'Euro. Infine non è da sottovalutare la continua ascesa del prezzo del petrolio che ha ormai superato i 90 dollari al barile.



6. La congiuntura monetaria

Il capitolo sesto si concentra invece sull'analisi dei tassi di interesse nell'Euro zona, esaminando in particolare le ragioni che hanno indotto la BCE a rinviare il più volte annunciato rialzo dei tassi di *policy* - originariamente previsto per la ripresa autunnale - ed esaminando l'insieme delle

principali operazioni condotte dalla Banca Centrale nel tentativo di stabilizzare e assicurare i mercati. Nel momento in cui scriviamo gli operatori scontano un periodo non breve caratterizzato da una sostanziale invarianza del Repo rate, all'interno della regione europea.

INTRODUZIONE

UNA CRISI DA IGNORANZA ♦

Esistono tre diversi modi con cui “gestire il rischio”: quello delle banche, quando valutano il merito di credito dei clienti affidati; quello dei mercati, quando negoziando titoli ne decidono il prezzo; infine quello delle assicurazioni quando offrono copertura nei confronti di una serie di rischi tra loro indipendenti.

Ciascuno di questi tre modi ha una sua attività storicamente consolidata; ha una sua legislazione e tanti regolamenti; e presenta anche autorità di vigilanza che conoscono i problemi che possono verificarsi e cercano di evitarne le conseguenze più sgradevoli. Nel corso degli ultimi dieci anni, i confini tra quelle diverse attività si sono molto ridotti. Sia perché sono nati gruppi finanziari che al loro interno presentavano tutte e tre quelle attività, sia perché si sono sviluppati strumenti finanziari e pratiche operative che combinavano, in modi nuovi e diversi, elementi di ciascuna attività. Cartolarizzazioni e titoli strutturati; *hedge funds* e “veicoli speciali”: una serie di strumenti e intermediari finanziari hanno avuto successo proprio perché univano diverse caratteristiche di gestione del rischio. O meglio, in condizioni “normali” (e su questo aspetto dovremo tornare) apparivano aver risolto al meglio ciascuno dei problemi che il credito bancario, la negoziabilità dei titoli, e il principio assicurativo sono in grado di risolvere.

Nei mesi estivi di quest’anno, è risultato evidente che le condizioni dei mercati non erano più quelle a suo tempo considerate “normali”. In particolare, è divenuto manifesto che le autorità monetarie intendevano aumentare i tassi di interesse più di quanto fosse stato previsto e/o ritenuto accettabile

dai mercati finanziari. E’ quindi emerso un marcato contrasto tra il livello dei tassi giudicato necessario dalle Banche Centrali per assicurare la *stabilità monetaria* (definita come un tasso di inflazione corrente e attesa intorno al 2%) e quello (più basso) ritenuto necessario dai mercati per mantenere condizioni di *stabilità finanziaria*.

La crisi di illiquidità che ne è risultata, e che non ha molti precedenti nella storia della finanza moderna, dipendeva a sua volta dalle caratteristiche di quei titoli, che - pur appartenendo alla classe degli strumenti di mercato - come tali non erano normalmente trattati.

E’ risultato incompatibile il principio di tipo assicurativo secondo il quale solo una certa percentuale dei mutui immobiliari sarebbero diventati inesigibili, con il principio bancario del merito di credito (che assume che la rischiosità del debitore sia continuamente monitorata dalla banca concedente credito) e ancora con il principio del mercato (che richiede che i titoli siano quotati *mark-to-market* e quindi quotidianamente compensati i guadagni e le perdite).

Non potendo conoscere ciascun operatore la qualità degli altrui attivi, gli scambi tra banche sul mercato della liquidità si sono praticamente inariditi. Le caratteristiche di questa crisi¹ pongono una serie di problemi: alcuni sono nuovi e riflettono le caratteristiche della *piramide finanziaria* che è stata costruita negli ultimi anni; altri sono gli abituali problemi della vigilanza, più o meno integrata, a livello nazionale, europeo, globale.

Il primo aspetto riguarda i rapporti (societari e non) tra banche, operatori di mercato e assicurazioni. Abbiamo scoperto nei mesi scorsi che quei rapporti di *complementarità* erano più

¹ Vedi anche G. Vaciago, *Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione*, Il Mulino, n. 5, 2007, pp. 824-832.

♦ A cura del prof. Giacomo Vaciago.



forti di quanto già si sapesse, e che il *rischio di liquidità* restava comunque in capo alle banche, anche dopo le avvenute cartolarizzazioni. In molti casi, le operazioni erano state appoggiate su società formalmente separate, ma di fatto collegate. Quindi, in caso di emergenza, era pur sempre la banca che avrebbe dovuto trovare la necessaria liquidità.

Abbiamo anche scoperto che costruire titoli con strutture di rischio di tipo “assicurativo” (cioè che presentano una data probabilità di insolvenza) non costituisce sempre la soluzione migliore, in particolare quando i rischi *non* sono tra loro indipendenti. Tutto ciò richiede una nuova riflessione sui criteri e sulla struttura di vigilanza: è meglio mantenere autorità distinte per ciascun tipo di intermediario? Ed è bene mantenere una struttura ancora molto nazionale, quando i

problemi sono sempre più dovuti all'interdipendenza tra diversi paesi? Possiamo immaginare che al termine della crisi che si è avviata nei mesi scorsi avremo anche una riflessione sui rimedi e relative proposte di correttivi da adottare. E' certo che vi stanno già lavorando le principali autorità monetarie e di vigilanza ed è anche evidente che i risultati dei loro lavori richiederanno soluzioni politiche e legislative.

Quanto ciò significhi un pronunciato ritorno al passato e quanto invece si riesca a conservare degli aspetti positivi dell'innovazione finanziaria degli ultimi anni, resta ancora da accertare. Ma possiamo sicuramente dire che per un certo periodo di tempo l'euforia finanziaria degli ultimi anni sarà solo un bel ricordo.

2007: UN ANNO DI MATRIMONI TRA BORSE

1. FORTE ACCELERAZIONE DELL'INTEGRAZIONE TRA BORSE NEL 2007: MOTIVI E CONSEGUENZE*

Il 2007 è stato un anno in cui si è vista una forte accelerazione del processo di integrazione tra mercati di borsa. In particolare, tre importanti operazioni sono state attuate: prima la fusione tra NYSE e Euronext, poi quella tra Borsa Italiana e LSE, e infine quella tra NASDAQ e OMX. Queste operazioni hanno profondamente cambiato l'assetto del settore borsistico a livello mondiale. Esse hanno anche impresso una direzione precisa al processo di integrazione, segnando il prevalere delle alleanze transatlantiche rispetto alla formazione di una "borsa dell'area euro". Quest'ultima era la soluzione auspicata da alcuni governi europei, che avevano chiaramente espresso una preferenza e cercato di esercitare una *moral suasion* in tale direzione. La Borsa Italiana si era fatta promotore di un progetto che mirava all'integrazione tra Euronext, la Borsa tedesca e la stessa piazza milanese. Tuttavia, questo progetto non è stato realizzato, mentre hanno prevalso altre forze che hanno portato alle operazioni già menzionate. In questo capitolo cercheremo di illustrare le ragioni che hanno spinto in questa direzione, illustrando le caratteristiche di queste tre operazioni e dei mercati a cui esse hanno dato origine.

Prima di fare ciò, notiamo che l'assetto prevalente in Europa fino allo scorso anno, e in buona parte ancora oggi, è molto diverso tra le due sponde dell'Atlantico. Il settore borsistico

statunitense si presenta molto concentrato, sostanzialmente dominato dal duopolio NYSE – NASDAQ. Al contrario, il continente europeo è tradizionalmente caratterizzato da una forte segmentazione, dove prevalgono i confini nazionali: una piazza finanziaria per ogni paese. Sotto questo profilo, l'introduzione della moneta unica non sembra avere esercitato una spinta sufficiente verso l'integrazione. Negli anni recenti, due limitati fenomeni di consolidamento, rilevanti ma parziali, avevano avuto luogo: la formazione di Euronext, che ha integrato i mercati di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona; l'alleanza tra i mercati nordici, con la creazione del gruppo OMX, comprendente le piazze di Stoccolma, Helsinki, Copenhagen, Reykjavik, Vilnius, Tallin e Riga. Pur importanti, queste due alleanze sono limitate a due specifiche aree geografiche, e non hanno consentito un vero superamento del modello dei mercati nazionali e la creazione di un mercato europeo.

La FIG. 1¹ fornisce una fotografia del panorama delle borse europee, evidenziandone il persistente grado di frammentazione, temperato solo dalle aree locali rappresentate da Euronext e OMX; naturalmente a queste va aggiunta l'aggregazione in corso tra Londra e Milano. La figura mette anche in luce la segmentazione nel settore del *post-trading* (compensazione e regolamento). Essa dà anche qualche informazione sul settore dei derivati, che non approfondiremo per ragioni di spazio.

Il paragrafo che segue analizza l'impatto delle tre operazioni di aggregazione avvenute quest'anno, servendosi di alcuni indicatori di dimensione dei mercati. Ciascuna delle tre operazioni viene poi esaminata in dettaglio nei tre paragrafi successivi. Le ragioni economiche all'origine del processo di consolidamento sono esposte nel paragrafo 5,

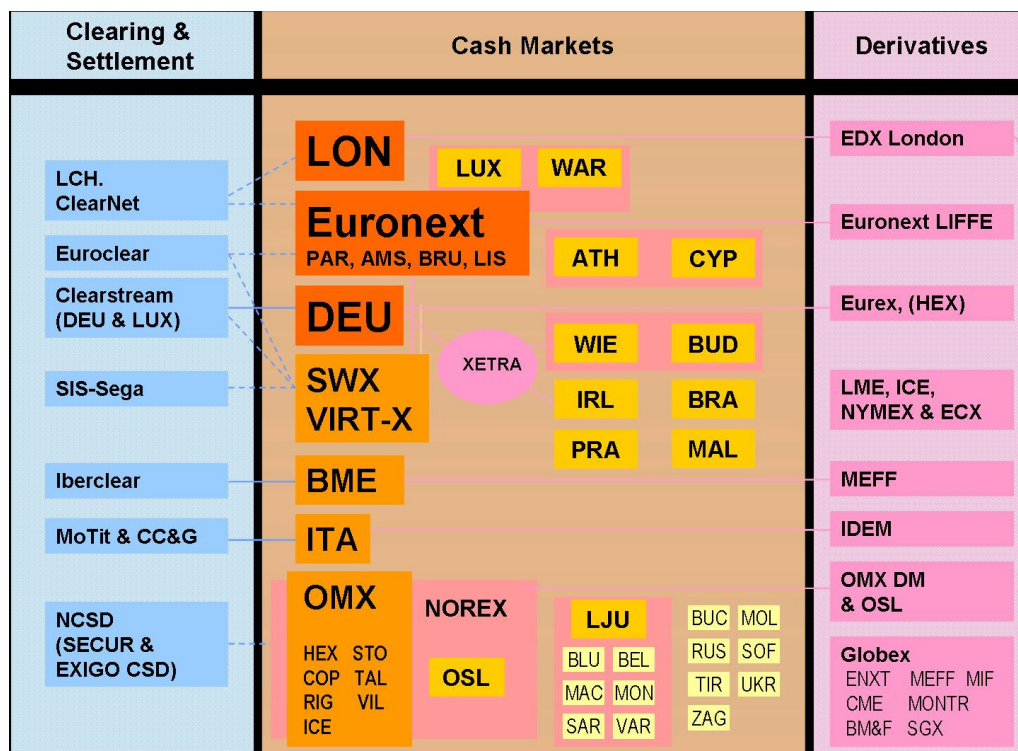
* A cura di Angelo Baglioni.

¹ L'appendice a questo capitolo fornisce la legenda alle abbreviazioni utilizzate nella figura.

insieme ad una discussione dell'assetto che si va delineando nel settore borsistico: integrazioni trans-oceaniche piuttosto che all'interno dell'area euro; modello di

aggregazione federale. Infine, il paragrafo 6 sarà dedicato ai servizi di *post-trading*.

FIG. 1 – Panorama dei mercati di borsa europei



Fonte: Federation of European Securities Exchanges (FESE - <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=5>)
Per la legenda si veda in appendice al presente capitolo.

1. Le aggregazioni di quest'anno: impatto sugli equilibri del settore borsistico

Cominciamo la nostra analisi esaminando alcuni indicatori di dimensione dei mercati, al fine di valutare l'impatto delle tre operazioni di concentrazione avvenute nel 2007². La TAB. 1-A

² Nel valutare l'impatto delle fusioni, l'analisi che segue non tiene conto di eventuali sovrapposizioni tra i mercati coinvolti, quali la presenza di imprese quotate su entrambi i mercati che si fondono. Ciò introduce qualche approssimazione nei dati che verranno presentati, ma non dovrebbe modificare significativamente l'ordine di grandezza dei risultati ottenuti. Ad esempio, il numero di imprese quotate su

riporta i dieci maggiori mercati azionari al mondo per capitalizzazione, prima di tali operazioni³. Si nota la netta prevalenza del NYSE, che rappresenta di gran lunga il maggiore mercato sotto questo profilo. Nella tabella non compaiono: la Borsa Italiana, che a giugno 2007 aveva una

entrambi i mercati NYSE e Euronext è pari a 70, su un totale di quasi 3.500.

³ I dati – come nelle tavole seguenti – si riferiscono al giugno 2007, quando la fusione tra NYSE e Euronext era già operativa. Tuttavia i due mercati sono considerati separati nella TAB. 1-A, per avere un riferimento rispetto a cui valutare l'effetto della fusione stessa.

capitalizzazione di 1.100 miliardi di USD; OMX, che a quella data aveva una capitalizzazione di 1.290 miliardi di USD, presentandosi peraltro come il più dinamico dei mercati occidentali, con un incremento del 39,1% rispetto al giugno dell'anno precedente. La stessa tabella evidenzia anche la notevole dinamicità dei mercati asiatici (Shanghai e Hong Kong), sulla quale ha naturalmente influito in misura determinante soprattutto per Shanghai l'andamento delle quotazioni.

TAB. 1-A: I 10 maggiori mercati azionari per capitalizzazione prima delle fusioni 2007 (giugno 2007 - miliardi di USD)

MERCATO	CAPITALIZZAZIONE	VARIAZIONE % su GIUGNO 2006 (in valuta locale)
NYSE	16.604	19,1
TOKYO	4.681	11,8
EURONEXT	4.240	26,4
NASDAQ	4.182	18,1
LSE	4.037	11,2
HONK KONG	2.028	61,1
TSX	1.981	16,0
BORSA TEDESCA	1.956	35,0
SHANGHAI	1.693	314,5
MADRID	1.520	29,5

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

Grazie all'accordo con Euronext, il NYSE ha ulteriormente rafforzato la sua posizione, come emerge dalla TAB. 1-B. D'altra parte OMX e Borsa Italiana, grazie agli accordi conclusi, sono entrati a far parte di due gruppi che si collocano al secondo e terzo posto nella classifica mondiale per capitalizzazione, avendo peraltro una dimensione molto simile tra di loro. Nel complesso, possiamo dire che le tre fusioni del 2007 hanno generato i tre più grandi mercati al mondo per capitalizzazione.

TAB. 1-B: I 10 maggiori mercati azionari per capitalizzazione dopo le fusioni 2007 (giugno 2007 - miliardi di USD)

MERCATO	CAPITALIZZAZIONE
NYSE – EURONEXT	20.844
NASDAQ – OMX	5.472
LSE – BORSA ITALIANA	5.137
TOKYO	4.681
HONK KONG	2.028
TSX	1.981
BORSA TEDESCA	1.956
SHANGHAI	1.693
MADRID	1.520
AUSTRALIAN SE	1.355

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

Il NYSE perde la sua supremazia se si guarda al numero di imprese quotate, come risulta dalla TAB. 2-A.

TAB. 2-A: I 10 maggiori mercati azionari per numero di imprese quotate prima delle fusioni 2007 (giugno 2007)

MERCATO	NUMERO IMPRESE QUOTATE (ESTERE)	VARIAZIONE % su GIUGNO 2006
BOMBAY	4.842 (0)	1,0
TSX	3.896 (59)	3,2
MADRID	3.447 (39)	0
LSE	3.273 (670)	2,5
NASDAQ	3.104 (313)	-1,8
TOKYO	2.425 (26)	2,0
NYSE	2.290 (443)	0
AUSTRALIAN SE	1.896 (82)	7,5
KOREA EXCHANGE	1.706 (0)	3,8
INDIA NATIONAL SE	1.264 (0)	15,2

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007). Numero di emittenti esteri presenti sul mercato.

Dalla stessa tabella si nota anche come il LSE riesca ad attrarre un numero assai elevato di emittenti esteri: da solo questo mercato ne attrae

un numero quasi pari a quello di NYSE e NASDAQ insieme. Nella tabella non compaiono: Euronext, che però ha un numero di imprese quotate (1.197, di cui 242 estere) di poco inferiore ad alcuni mercati inclusi in essa; OMX, con 832 emittenti (25 esteri); Borsa Italiana, che è nettamente distanziata, con 296 imprese quotate, di cui solo 6 estere. Degne di nota sono la dimensione e la dinamicità dei mercati indiani. Grazie al recente accordo, il gruppo NASDAQ – OMX si colloca al primo posto tra le borse occidentali per numero di imprese quotate (si veda la TAB. 2-B); tuttavia il divario rispetto ai due concorrenti – LSE-Borsa Italiana e NYSE-Euronext – non è molto ampio.

TAB. 2-B: I 10 maggiori mercati azionari per numero di imprese quotate dopo le fusioni 2007 (giugno 2007)

MERCATO	NUMERO IM- PRESE QUOTATE
BOMBAY	4.842
NASDAQ – OMX	3.936
TSX	3.896
LSE – BORSA ITALIANA	3.569
NYSE – EURONEXT	3.487
MADRID	3.447
TOKYO	2.425
AUSTRALIAN SE	1.896
KOREA EXCHANGE	1.706
INDIA NATIONAL SE	1.264

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

Tra i mercati occidentali, i due statunitensi – NYSE e NASDAQ – sono largamente dominanti per volume di scambi effettuati (si veda la TAB. 3-A). I maggiori concorrenti europei presentano volumi di attività pari a meno di un decimo rispetto a quelli americani, con un numero di transazioni effettuate nel primo semestre del 2007 di poco superiori a 70.000 (Borsa Tedesca e Euronext) o appena inferiori (LSE: 69.239). Ulteriormente distanziate sono la Borsa Italiana

(38.352) e OMX (22.611). Solo i mercati asiatici reggono il confronto con quelli americani per volumi di operazioni.

TAB. 3-A: I 10 maggiori mercati azionari per volume degli scambi prima delle fusioni 2007 (I semestre 2007- migliaia)

MERCATO	NUMERO DI SCAMBI
NYSE	930.682
SHANGHAI	812.381
NASDAQ	761.065
SHENZHEN	430.086
INDIA NATIONAL SE	434.045
KOREA EXCHANGE	263.807
BOMBAY SE	194.092
TAIWAN	91.345
BORSA TEDESCA	71.825
EURONEXT	71.335

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

Questa evidenza non cambia significativamente in seguito agli accordi stipulati quest'anno. La supremazia di NYSE e NASDAQ, ora insieme rispettivamente a Euronext e OMX, risulta confermata dalla TAB. 3-B.

TAB. 3-B: I 10 maggiori mercati azionari per volume degli scambi dopo le fusioni 2007 (I semestre 2007- migliaia)

MERCATO	NUMERO DI SCAMBI
NYSE – EURONEXT	1.002.017
SHANGHAI	812.381
NASDAQ – OMX	783.676
SHENZHEN	430.086
INDIA NATIONAL SE	434.045
KOREA EXCHANGE	263.807
BOMBAY SE	194.092
LSE – BORSA ITALIANA	107.591
TAIWAN	91.345
BORSA TEDESCA	71.825

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

Alleandosi con la Borsa Italiana, il LSE guadagna qualche posizione, riuscendo a scavalcare la concorrente Borsa Tedesca.

La distanza tra i mercati americani e quelli europei appare più ridotta se si considera il valore degli scambi (si veda la TAB. 4-A), anche se il NYSE rimane il mercato nettamente prevalente. Il peso dei mercati asiatici viene ridimensionato, rispetto a quanto emergeva considerando il numero di transazioni. Nella tabella non compare OMX, dove il valore degli scambi nel primo semestre 2007 è stato pari a 936 miliardi di USD.

TAB. 4-A: I 10 maggiori mercati azionari per valore degli scambi prima delle fusioni 2007 (I semestre 2007- miliardi di USD)

MERCATO	VALORE DEGLI SCAMBI	VARIAZIONE % su I SEM. 2006 (in valuta locale)
NYSE	13.111	16,5
NASDAQ	6.857	10,8
LSE	5.557	34,8
TOKYO	3.255	5,7
EURONEXT	2.698	22,2
BORSA TEDESCA	2.124	36,9
SHANGHAI	2.061	562,3
MADRID	1.488	54,8
BORSA ITALIANA	1.199	33,9
SHENZHEN	1.077	460,4

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

A seguito delle operazioni concluse quest'anno, i tre mercati NYSE, NASDAQ e LSE rafforzano, insieme ai loro alleati, la loro supremazia per valore degli scambi effettuati (si veda la TAB. 4-B). Si conferma così quanto già emerso osservando la capitalizzazione di borsa: le fusioni del 2007 hanno creato i tre maggiori mercati a livello mondiale.

TAB. 4-B: I 10 maggiori mercati azionari per valore degli scambi dopo le fusioni 2007 (I semestre 2007- miliardi di USD)

MERCATO	VALORE DEGLI SCAMBI
NYSE – EURONEXT	15.809
NASDAQ – OMX	7.793
LSE – BORSA ITALIANA	6.756
TOKYO	3.255
BORSA TEDESCA	2.124
SHANGHAI	2.061
MADRID	1.488
BORSA ITALIANA	1.199
SHENZHEN	1.077
SWISS EXCHANGE	945

Fonte: World Federation of Exchanges, Focus n.173 (luglio 2007)

2. L'operazione NYSE – Euronext

Nel marzo di quest'anno NYSE e Euronext sono divenute società appartenenti ad un unico gruppo, al cui vertice vi è la holding NYSE Euronext, creata grazie all'accordo tra i due mercati. L'accordo prevede una *governance* equilibrata, con un Consiglio di Amministrazione della holding dove siedono un numero di rappresentanti americani esattamente pari a quelli europei. Il gruppo ha sede legale nel Delaware, USA; ha il suo centro operativo statunitense a New York e quello internazionale a Parigi; la sede operativa sui derivati è a Londra. Altre sedi operative sono a Chicago e San Francisco negli USA, a Brussels, Amsterdam e Lisbona in Europa. La holding è quotata sui due mercati: Euronext Parigi e NYSE. Euronext, che ora è una società-mercato del gruppo, ha integrato negli scorsi anni le borse di Parigi, Brussels, Amsterdam e Lisbona, creando una piena integrazione operativa, grazie ad un "order book" centralizzato. Esso rappresenta quindi il più importante caso di integrazione orizzontale tra borse europee (prima dell'accordo Milano - Londra). L'integrazione tra le piattaforme di contrattazione è avvenuta con un

processo di convergenza tecnologica durato quattro anni e terminato nel 2004; grazie ad esso, attualmente un operatore può accedere a tutti i mercati membri da un unico punto operativo. Nel 2002 Euronext ha acquisito il mercato dei derivati londinese LIFFE.

Secondo stime fornite dalla stessa società NYSE Euronext (nella presentazione agli analisti del 6/6/2007)⁴, la fusione dovrebbe consentire di realizzare sinergie per 275 milioni di dollari entro il 2009, dal lato dei costi: di questi la gran parte (250 milioni) dovrebbero derivare dall'integrazione tecnologica (piattaforme di contrattazione, centri dati). Inoltre, ci si attendono maggiori ricavi per 100 milioni di dollari, grazie all'estensione della gamma di prodotti/servizi offerti (in particolare nel settore dei derivati).

Gli intermediari possono accedere ai diversi mercati, collocati sulle due sponde dell'Atlantico, pur essendo membro di uno di essi. Sotto questo profilo, i due mercati sono altamente complementari, poiché il numero di intermediari che sono membri di entrambi i mercati – e che quindi non usufruiscono di questo vantaggio – è pari solo a 40, su un totale di 832 membri (605 di NYSE e 227 di Euronext). L'integrazione tra le due piattaforme di negoziazione dovrebbe essere completata entro la fine del 2009: il processo di convergenza tecnologica si presenta complesso e piuttosto lungo, richiedendo quasi tre anni.

La complementarità è elevata anche dal lato degli emittenti: solo il 2% degli emittenti era già presente su entrambi i mercati prima della fusione, avendo la doppia quotazione. Per le imprese quotate, un punto importante riguarda la regolamentazione a cui esse sono soggette. Preoccupazioni erano state sollevate tenendo conto della possibilità che le stringenti regole statunitensi (in particolare la legge Sarbanes - Oxley) potessero essere applicate anche alle

imprese europee, in seguito alla fusione tra i due mercati. Un accordo tra le autorità europee e quelle americane (un Memorandum of Understanding tra la SEC e le analoghe cinque autorità dei paesi in cui opera Euronext) ha fugato queste preoccupazioni, stabilendo che un'impresa è soggetta solo alla regolamentazione e supervisione del paese nel quale ha chiesto la quotazione.

Il gruppo creato con la fusione ha un business diversificato. Dai servizi di scambio derivano circa la metà dei ricavi complessivi: 26% dal cash trading (16% in Europa e 10% negli USA) e 22% dal trading nei derivati. Altre rilevanti fonti di reddito sono le commissioni sul *listing* (13% dei ricavi totali), le vendite di dati di mercato (15%) e di prodotti/servizi tecnologici (12%).

Le informazioni ufficiali (dalle quali abbiamo tratto alcuni dati qui presentati) e le dichiarazioni dei dirigenti del gruppo sottolineano che l'accordo tra le due società ha permesso di creare il primo mercato al mondo per capitalizzazione e per volume di scambi, garantendo vantaggi a tutti i partecipanti al mercato: investitori (maggiori opportunità di diversificare il portafoglio a costi contenuti), intermediari (più facile accesso a diversi mercati), emittenti (accesso ad un *platea* più ampia di investitori, *traders* e analisti). Tuttavia, non è facile trovare dichiarazioni che spieghino con precisione le finalità dell'operazione. Quella più interessante sembra la seguente, tratta da un discorso ufficiale dell'*executive vice-President* del NYSE Group (Noreen Culhane – 12/7/2007)⁵:

“Consolidation...is driven by the need to invest in technology to meet investor demand for greater speed and capacity in transaction execution. Like many other financial services businesses,

⁵ Si veda:

<http://www.nyse.com/Frameset.html?nyseref=&displayPage=/about/viewpoints.html>.

⁴ Si veda: <http://www.nyse.com/audience/media.html>.

exchanges benefit from economies of scale. Prior to our mergers, NYSE, Arca, and Euronext each had teams of developers working to build new trading platforms and communications networks, and we each had separate data storage facilities. Our merger has enabled us to combine our efforts and utilize the same platforms on each exchange, reducing substantially our technology costs. Exchanges also thrive on concentration of liquidity. Exchange consolidation makes it easier for issuers to access deeper pools of capital around the world."

Come si vede da questa citazione, la view ufficiale sottolinea anzitutto le economie di scala dal lato dell'offerta: la spinta fondamentale verso l'integrazione sembra essere la possibilità di realizzare sinergie relative alla tecnologia impiegata nelle contrattazioni e nel trattamento dei dati, con conseguenti riduzioni dei costi. Il secondo vantaggio viene identificato nella creazione di un più ampio pool di liquidità, grazie alla partecipazione di un maggior numero di *traders* alle contrattazioni su ciascun titolo: ciò dovrebbe beneficiare anche gli emittenti, contribuendo ad una riduzione del costo del capitale. Tuttavia, mentre dal lato dei costi è possibile fornire delle stime (che abbiamo riportato più sopra), molto più difficile è quantificare i guadagni derivanti dalle economie di scala dal lato della domanda (maggiore liquidità).

La stessa fonte appena citata sottolinea la crescente competizione dei mercati esteri nell'attrarre emittenti, in particolare le emissioni *cross-border*. Nel 1999 il NYSE e il NASDAQ attraevano insieme il 57% dei ricavi provenienti dalle IPO di imprese che chiedevano la quotazione fuori dal proprio paese d'origine; nel 2006 tale quota è scesa al 18%. Il motivo fondamentale di questo declino viene individuato nella regolamentazione americana, più severa di

quella europea: in particolare nella legislazione societaria (Sarbanes – Oxley Act) e nelle regole contabili (GAAP); inoltre nella elevata frequenza di costose dispute legali (spesso originate da *class actions*). E' probabile che questa competizione nel *listing* sia un fattore importante alla base delle strategie di crescita delle società-mercato statunitensi: l'alleanza con un mercato estero (europeo) consente di entrare a far parte di un gruppo, che comprende piazze finanziarie dove l'ambiente regolamentare è più favorevole ad attrarre nuovi emittenti.

3. L'operazione LSE – BORSA ITALIANA

Il 23 giugno 2007, la Borsa Italiana e il LSE annunciavano di avere raggiunto un accordo per la fusione tra i due mercati, che prevedeva un'offerta agli azionisti di Borsa Italiana di 4,9 azioni di LSE per ogni azione della Borsa Italiana stessa. L'annuncio (disponibile sui siti web di entrambe le società) sottolineava, tra i principali punti di forza del nuovo soggetto, i seguenti: (i) elevata capitalizzazione (si veda la TAB. 1-B); (ii) leadership di LSE nell'attrarre emittenti, anche da paesi esteri (si veda la TAB. 2-A); (iii) leadership nello scambio di titoli a reddito fisso, grazie all'apporto di MTS da parte del gruppo Borsa Italiana; (iv) tecnologia all'avanguardia, grazie alla recente adozione della piattaforma TradElect da parte del mercato londinese; (v) efficienza nel *post-trading*: il gruppo Borsa Italiana è in grado di fornire i servizi di compensazione, custodia e regolamento ai costi più bassi in Europa.

Le sinergie derivanti dalla fusione sono state ufficialmente quantificate in 59 milioni di euro, suddivisi equamente tra maggiori ricavi e minori costi. La piena realizzazione di tali sinergie è prevista per il 2010 dal lato dei costi, per il 2011 dal lato dei ricavi.

Dal lato dei ricavi, si attendono vantaggi nelle seguenti aree:

- l'accesso integrato alla piattaforma TradElect dovrebbe espandere il volume di negoziazioni;
- lo sviluppo del mercato per le piccole-medie imprese;
- l'espansione del mercato dei derivati, grazie al collegamento tra IDEM e EDX;
- l'aggiunta di nuovi prodotti nel settore del reddito fisso sulla piattaforma MTS;
- l'esportazione di servizi di clearing, offerti dal gruppo Borsa Italiana, in altri paesi Europei.

Dal lato dei costi, i risparmi attesi derivano principalmente dall'eliminazione di sovrapposizioni tra i due gruppi; essi sono suddivisi equamente tra risparmi legati alla tecnologia e altri fonti.

L'annuncio dell'operazione indica anche i costi dell'integrazione, che dovrebbero ammontare a 59 milioni di euro ed essere sostenuti nella fase di transizione, quindi entro il 2010.

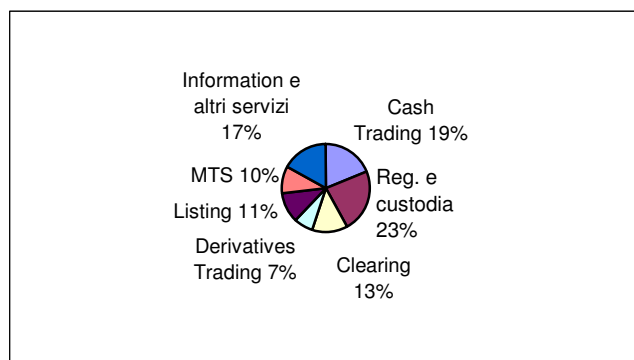
La struttura del gruppo prevede una holding (LSE Group), e due società operative (LSE e Borsa Italiana), le quali mantengono il loro marchio, sono entità distinte e continuano ad essere soggette alla supervisione e regolamentazione dei rispettivi paesi (FSA e Consob – Banca d'Italia – Ministero dell'Economia). In base all'accordo, gli azionisti italiani deterrebbero complessivamente il 28% del capitale del nuovo gruppo, mentre quelli inglesi il 72%. La *governance* del gruppo si presenta abbastanza equilibrata: dei 12 membri del Board, 7 sono indicati da LSE e 5 da Borsa Italiana; agli inglesi spettano le posizioni di Presidente, CEO e Direttore finanziario, mentre agli italiani quelle di Vice-Presidente e Vice-CEO.

Le due società-mercato, nell'annunciare la fusione, hanno sottolineato alcuni vantaggi dell'operazione per le seguenti categorie di soggetti.

- Emittenti: accesso ad un vasto *network* di intermediari ed investitori, con la possibile conseguenza di ridurre il costo del capitale. Inoltre, le imprese quotate avranno l'opportunità di vedere le loro azioni scambiate su entrambi i mercati (Londra e Milano), usufruendo di un unico "punto di accesso".
- Intermediari: accesso alla piattaforma TradElect, nella quale confluiscono gli scambi sulle azioni delle imprese quotate a Londra e a Milano, tramite un unico "punto di accesso". La confluenza degli scambi su di un'unica piattaforma dovrebbe aumentare la liquidità del mercato. La piattaforma di trading TradElect sarà pienamente integrata con le strutture di *post-trading* italiane (CCG e Monte Titoli).
- Investitori: accesso ad una più ampia gamma di emittenti e maggiore liquidità del mercato; quindi riduzione dei costi di dello scambio.

Sotto il profilo della diversificazione del business, la composizione dei ricavi della Borsa Italiana riflette l'integrazione verticale del gruppo (si veda la FIG. 2): ben il 36% dei ricavi deriva dai servizi di *post-trading*, mentre dal trading (cash + derivati) deriva il 26% e dal *listing* l'11%; MTS fornisce il 10% dei ricavi del gruppo.

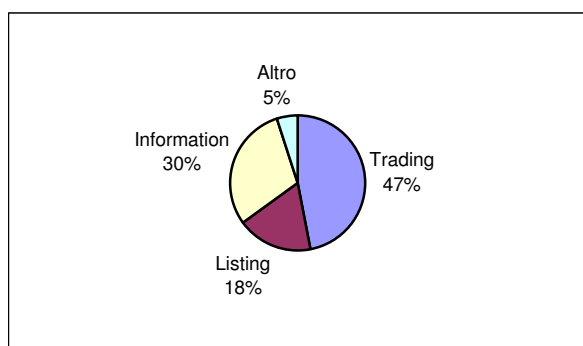
FIG. 2: Borsa Italiana: composizione dei ricavi



Fonte: LSE – Borsa Italiana, *Investor Presentation*, 25/6/2007

Il mercato londinese ha un profilo di business più concentrato sui servizi di scambio, dai quali deriva quasi la metà dei suoi ricavi (47%), non avendo al suo interno unità che forniscono servizi di *post-trading* (si veda la FIG. 3). I servizi di informazione rappresentano una rilevante fonte di reddito (30% dei ricavi), mentre il *listing* è al terzo posto (18% dei ricavi).

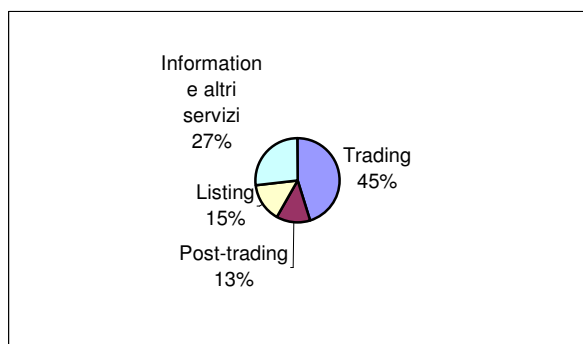
FIG. 3: LSE: composizione dei ricavi



Fonte: LSE – Borsa Italiana, *Investor Presentation*, 25/6/2007

Il nuovo gruppo presenta una composizione dei ricavi che riflette prevalentemente quella di LSE, data la diversa dimensione delle due società-mercato (si veda la FIG. 4).

FIG. 4: LSE+Borsa Italiana: composizione dei ricavi (pro-forma)



Fonte: LSE – Borsa Italiana, *Investor Presentation*, 25/6/2007

I servizi di trading sono destinati a rappresentare la fonte nettamente prevalente di reddito (45% dei ricavi del nuovo gruppo), seguiti dai servizi di informazione (27%) e dal *listing* (15%). Tuttavia, l'apporto delle società di *post-trading* (CCG e Monte Titoli) consente ai servizi di compensazione, regolamento e custodia di assumere una dimensione rilevante nel nuovo gruppo (13% dei ricavi).

Il recente accordo tra il NASDAQ e la borsa di Dubai (di cui riferiamo nel prossimo paragrafo), e l'acquisizione del 20% (pre-fusione) del capitale di LSE da parte della Qatar Investment Authority, hanno inciso significativamente sull'assetto azionario della società-mercato londinese. La TAB. 5 riporta la situazione che si è venuta a creare a seguito di tali operazioni.

TAB. 5: Principali azionisti di LSE Group (LSE+Milano)

Borsa di Dubai	20,2 %
Qatar Investment Authority	14,4 %
Kinetics Horizon	8,9 %
Credit Suisse	5,0 %
Abn Amro	4,4 %
Nasdaq	2,5 %
Soci Italiani	28,0 %

Fonte: Il Sole 24 Ore, 21/9/2007

Come si vede, i due investitori istituzionali di origine araba sono i due principali azionisti singoli del nuovo gruppo. Questa situazione pone qualche interrogativo sulla tenuta della *corporate governance* concordata tra i vertici delle due società-mercato – quella londinese e quella milanese – che riserva ai soci inglesi e italiani l'indicazione di tutti i membri del Board della holding.

4. L'operazione NASDAQ – OMX

A cominciare dalla fine degli anni novanta, le borse del nord Europa hanno vissuto un intenso

processo di integrazione, risultante nella creazione del gruppo OMX, che attualmente comprende i seguenti mercati: Stoccolma, Copenhagen, Helsinki, Riga, Tallin, Vilnius e Islanda. Inoltre, l'alleanza NOREX lega la borsa di Oslo al gruppo OMX.

La caratteristica saliente di OMX-NOREX è la concentrazione della liquidità in un singolo sistema di contrattazione. Gli scambi sono convogliati sulla piattaforma elettronica di trading denominata SAXESS: questa è un sistema *order-driven*, dove le proposte di acquisto e vendita vengono automaticamente incrociate, realizzando una transazione non appena le condizioni di prezzo e di quantità siano compatibili. Tutti i membri dell'alleanza hanno accesso al libro-ordini elettronico per ogni titolo quotato: essi partecipano così ad una unica sessione di *trading* continua. La creazione di un unico "punto di liquidità" è avvenuta gradualmente nel tempo: la TAB. 6 mostra le date cruciali del processo di integrazione tra le principali borse coinvolte.

L'integrazione tra le borse di OMX-NOREX è stata rafforzata grazie all'adozione di regole armonizzate di *trading* e di *membership*. L'alleanza è basata sul principio di *cross-membership*: facendo richiesta di adesione ad una borsa del gruppo OMX, un intermediario ha la possibilità di diventare membro anche delle altre borse del gruppo, ed ha un accesso facilitato alla borsa di Oslo. Il quadro regolamentare comune consente ad un broker, autorizzato ad operare su di una borsa dell'alleanza NOREX, di effettuare scambi su ogni altra borsa di NOREX. Dal punto di vista degli emittenti, è assai rilevante il fatto che sia sufficiente ottenere la quotazione (*listing*) di un titolo solo in una piazza finanziaria dell'alleanza. Il livello di trasparenza è elevato: ogni partecipante ha accesso in tempo reale all'informazione relativa a tutti i mercati del gruppo.

TAB. 6: L'integrazione tra le borse nordiche: tempi di adozione delle piattaforme elettroniche SAXESS

MARZO 1999	STOCCOLMA
GIUGNO 1999	COPENHAGEN
MAGGIO 2002	OSLO
SETTEMBRE 2004	HELSINKI

Nonostante questi notevoli sforzi di creare un unico mercato tra le piazze finanziarie del nord Europa, occorre notare che manca ancora l'integrazione tra le strutture di *post-trading*. L'adesione ad ogni mercato di OMX-NOREX richiede la partecipazione alla rispettiva struttura di *clearing* e *settlement*.

Nel corso di quest'anno, il NASDAQ ha avanzato una offerta di acquisizione sul gruppo OMX. A questa si è aggiunta una offerta concorrente da parte della borsa di Dubai. L'accordo raggiunto nel settembre scorso prevede che la borsa di Dubai ceda la sua partecipazione in OMX al NASDAQ; in cambio il NASDAQ si è reso disponibile a cedere a Dubai la propria partecipazione in LSE e a realizzare una partecipazione incrociata, grazie alla quale la borsa di Dubai dovrebbe detenere il 20% del NASDAQ, mentre quest'ultimo dovrebbe acquisire il 33% della borsa di Dubai.

Questo accordo dovrebbe spianare la strada alla nascita del gruppo NASDAQ OMX. I contorni dell'integrazione tra la borsa americana e quella nord-europea non sono ancora ben definiti. Il comunicato del 26 settembre 2007 sottolinea l'intenzione di dare un impulso allo sviluppo della piazza finanziaria di Stoccolma e del nord Europa, lasciando ampia autonomia ad OMX sul piano della *corporate governance*. Inoltre l'operazione non dovrebbe avere alcun impatto sulla regolamentazione dei mercati del nord Europa: assicurazioni in questo senso sarebbero già state fornite dalla SEC.

5. Le ragioni dell'integrazione tra borse. Quale assetto in Europa?

Nei paragrafi precedenti abbiamo visto quali siano le motivazioni che sono state addotte nelle comunicazioni ufficiali dai diretti interessati in alcune importanti operazioni di aggregazione tra borse. In sintesi, esse possono essere riassunte nei seguenti termini: sinergie (maggiori ricavi e minori costi), maggiore liquidità (con vantaggi per emittenti, investitori, intermediari), maggiori possibilità di diversificazione degli investimenti, possibilità di alleanze con piazze finanziarie dove la regolamentazione sulle imprese quotate è meno severa.

La teoria economica conferma queste tesi? Sostanzialmente sì, anche se rimane il problema di produrre stime affidabili dei vantaggi derivanti dall'integrazione orizzontale tra mercati di borsa (alcune evidenze empiriche verranno esposte nel Capitolo 2).

Dal punto di vista degli investitori, il principale vantaggio della fusione tra due borse deriva dall'“effetto-liquidità”: il fatto che un numero maggiore di operatori concentri i loro ordini sullo stesso mercato accresce la liquidità di quel mercato. Questo naturalmente richiede la piena integrazione tra le piattaforme di negoziazione: tutti i *traders* devono essere in grado di accedere ad un mercato elettronico centralizzato, accedendovi da un unico “punto d'entrata” (tipicamente, il loro collegamento con il mercato domestico). In questo modo si aumenta il numero di *traders* che operano su ogni titolo: di conseguenza, la probabilità di incrociare due ordini di segno opposto aumenta. Lo “spessore” del mercato risulta maggiore: il flusso di ordini è più elevato e più stabile, così che l'immissione di ordini – anche di grande dimensione – ha un minore effetto avverso sul prezzo dei titoli.

La maggiore liquidità ha alcune conseguenze positive. Anzitutto, la volatilità dei prezzi si

riduce. In secondo luogo, un numero più alto di operatori è attratto dal mercato: i volumi scambiati aumentano. Terzo: i costi di transazione si riducono: questo effetto si riflette tipicamente in una riduzione degli *spreads* denaro-lettera.

In altri termini, i mercati di borsa possono essere visti come settori a rete, dove sono presenti externalità di rete (*network effects*): l'utilità di ciascun partecipante al mercato aumenta all'aumentare del numero di operatori che scambiano sullo stesso mercato. L'aggregazione tra due borse implica che i rispettivi *networks* vengano fusi in un'unica rete di dimensioni maggiori rispetto alle due componenti, accrescendo così l'utilità di ciascun partecipante.

L'economia delle reti (si pensi ad esempio alle telecomunicazioni o alle carte di pagamento) fornisce alcune utili indicazioni sulla natura della concorrenza in questi settori, che possono essere applicate per interpretare l'evoluzione della struttura industriale dei mercati finanziari. L'equilibrio di questi settori prevede tipicamente che un unico offerente prevalga sugli altri. Questo risultato (noto come *market tipping*) è intuitivo: quando un offerente diventa dominante, tutti i consumatori preferiscono il suo prodotto, poiché esso fornisce la maggiore utilità in termini di estensione della rete; di conseguenza gli altri produttori tendono a scomparire – a meno che non siano in grado di differenziare significativamente il prodotto che offrono. Si pensi ad esempio alla posizione raggiunta da Microsoft Windows nel settore dei sistemi operativi.

Perciò nei settori a rete la concorrenza è tipicamente *per* il mercato piuttosto che *nel* mercato: le imprese competono per diventare dominanti nell'offerta di un determinato prodotto/servizio. Durante questa fase esse attuano politiche aggressive di marketing e di prezzo, al fine di raggiungere una massa critica di clienti. Il risultato della competizione è fortemente

condizionato dalle aspettative dei clienti: se essi ritengono che una particolare impresa avrà successo, tutti si rivolgono ad essa, e questa diventa effettivamente l'operatore dominante. Ciò crea un *first mover advantage* nella gara per raggiungere la massa critica. Una volta raggiunta la posizione dominante, un offerente gode di una rendita di posizione, che gli consente di recuperare l'investimento iniziale.

Questi principi si applicano anche ai mercati di borsa. La teoria dimostra come i *traders* concentrino gli scambi presso lo stesso mercato per accrescere la liquidità. Equilibri con più mercati sono possibili ma molto fragili: una oscillazione delle aspettative fa convergere tutti gli scambi presso il mercato ritenuto più liquido. Un nuovo mercato trova una notevole difficoltà ad attrarre la liquidità necessaria per decollare, cosicché spesso i tentativi di entrata falliscono. L'evidenza nel settore borsistico europeo supporta chiaramente queste conclusioni. All'interno di ciascuna nazione, prevale tradizionalmente un unico mercato, che gode di una posizione monopolistica. Spostare la liquidità su di un altro mercato è estremamente difficile, per cui i tentativi di entrata sono spesso destinati al fallimento (si pensi al tentativo di SEAQ-International di attrarre scambi sulle azioni quotate nelle principali borse europee negli anni ottanta; più recentemente, al tentativo di LSE - nel 2004 - di attrarre le contrattazioni sulle azioni di società olandesi).

I mercati di borsa condividono con altre industrie a rete un'importante caratteristica: essi sono mercati "a due lati" (*two sided markets*). Questo termine è stato coniato per settori, quali quello delle carte di credito, dove un detentore di una carta ed un venditore sono su due lati dello stesso mercato; altri esempi sono: i videogiochi (giocatore e società di software) e società di pubblicità (lettori o ascoltatori e inserzionisti). Nel

caso delle borse, la struttura industriale emerge dall'interazione tra due categorie di soggetti: gli emittenti e gli investitori. Questa interazione è alla base di una "esternalità di rete indiretta": un emittente si giova della presenza sul mercato di un elevato numero di investitori (maggiore liquidità significa un minore costo del capitale); e viceversa: un investitore trova maggiori possibilità di diversificazione in un mercato dove siano presenti molte imprese quotate. Pertanto una società-mercato deve saper attrarre e soddisfare le esigenze di entrambe le categorie di utenti.

Le implicazioni di quanto sopra, per gli effetti della competizione tra borse, sono evidenti. Primo, la crescita di una società-mercato in altri paesi difficilmente può avvenire, se non tramite l'acquisizione del mercato locale. Secondo, la competizione tra mercati si gioca in misura rilevante sulla dimensione della "rete" che esso è in grado di offrire ai suoi aderenti: maggiore è la sua estensione, maggiore è la possibilità di attrarre ulteriori aderenti – investitori, emittenti, intermediari. Questo sembra essere un fattore decisivo che spinge le società-mercato a cercare alleati con cui aggregarsi.

Le economie di scala sono presenti nel settore borsistico non solo dal lato della domanda (esternalità di rete) ma anche dal lato dell'offerta: a causa degli alti costi fissi e bassi costi marginali, il costo unitario di una transazione decresce rapidamente con il volume di business. Come abbiamo visto più sopra, i risparmi di costo derivanti dalle sinergie nella produzione di servizi di scambio sono la componente maggiormente evidenziata nelle presentazioni ufficiali delle operazioni di aggregazione.

La presenza di rilevanti economie di scala (sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta) dovrebbe spingere verso la creazione di unico mercato di borsa, in un'area geografica quale quella dell'euro. Tuttavia, vi sono forze che finora

hanno impedito questo processo, facendo sì che prevalgano i mercati nazionali. I confini nazionali in Europa sono ancora rilevanti, sotto il profilo regolamentare, informativo, linguistico. Questi fattori spiegano come mai le imprese tendono a quotarsi nei mercati nazionali (*home bias* istituzionale): vi è una forte tendenza a richiedere la quotazione sul mercato dove è più agevole trasmettere informazioni agli investitori e dove è maggiore la familiarità con la regolamentazione e gli organi di supervisione. La quotazione sui mercati esteri – in aggiunta a quella sul mercato domestico – non sembra alterare questa situazione: l'evidenza dimostra come il *cross-listing* non abbia generalmente successo, poiché gli scambi tendono comunque a concentrarsi sul mercato domestico.

L'importanza del mercato locale per gli emittenti consente di valutare positivamente il “modello federale”, al quale molte alleanze tra società-mercato si sono ispirate. Questo modello prevede l'integrazione delle piattaforme di contrattazione, al fine di fare confluire gli ordini sullo stesso mercato, accrescendone così la liquidità. I mercati locali non vengono però aboliti: essi entrano a far parte di un *newtork* più vasto, mantenendo la loro autonomia sotto il profilo regolamentare (compresa la supervisione) e – soprattutto – per ciò che riguarda l'ammissione alla quotazione. Ciò consente di evitare complessi problemi di coordinamento tra diverse giurisdizioni e di non disperdere il patrimonio di informazioni disponibile a livello locale. Il modello federale è già stato adottato con successo dai mercati entrati a far parte di Euronext negli anni scorsi, così come dai mercati nordici nella costruzione del gruppo OMX. Esso ha ispirato anche le tre importanti operazioni di quest'anno.

Nel caso delle alleanze transoceaniche, l'autonomia regolamentare – assicurata dal

modello federale – si è rivelata un elemento cruciale, al fine di evitare che le imprese europee diventassero soggette alle *listing rules* ed alle regole contabili statunitensi. Proprio l'alleanza con mercati soggetti ad una regolamentazione meno severa può essere stato un fattore rilevante nelle strategie di espansione del NYSE e del NASDAQ.

L'elevato – e crescente – grado di integrazione tra le economie ed i sistemi finanziari dei paesi europei suggerisce che un esito naturale del processo di consolidamento del settore borsistico dovrebbe essere la creazione di una borsa unica nell'area-euro. Questo obiettivo è stato auspicato da alcune autorità europee e perseguito dalla Borsa italiana, nella fase in cui essa ha cercato di svolgere un ruolo di mediazione tra Euronext e la Borsa tedesca (nel corso del 2006). Tuttavia le difficoltà nel trovare un accordo per un'alleanza, che potesse aggregare le maggiori borse dell'area-euro, hanno impedito che quell'obiettivo venisse realizzato. Ha finito quindi per prevalere l'iniziativa delle borse americane: la competizione tra le due società-mercato statunitensi si è rivelata determinante nel configurare l'assetto dei mercati europei. Dal canto suo, la Borsa italiana ha trovato un'ottima via d'uscita rispetto alla prospettiva dell'isolamento (che il Governatore della Banca d'Italia paventava nelle sue Considerazioni finali di quest'anno): l'alleanza con Londra le consente di far parte del terzo gruppo al mondo per capitalizzazione e per valore degli scambi (come si vede dai dati esposti più sopra).

6. I servizi di *post-trading*: un approfondimento

I servizi di *post-trading* possono essere suddivisi nelle seguenti fasi: clearing, registro, regolamento, custodia (vedi box).

Le fasi dello scambio di strumenti finanziari Listing. Il gestore del mercato effettua un esame della società e degli strumenti finanziari di cui si richiede la quotazione. E' una fase essenzialmente di raccolta di informazioni e di selezione, sulla base di criteri predefiniti. In molti paesi – tra cui l'Italia – le autorità di supervisione hanno delegato questa funzione alle società che gestiscono i mercati regolamentati: queste hanno quindi la possibilità di imporre i requisiti necessari per la quotazione (<i>self-regulation</i>). Le società che desiderano essere ammesse al listino di un mercato azionario pagano una <i>listing fee</i> iniziale ed una periodica. Trading. E' la fase in cui domanda e offerta si incontrano, dando luogo al contratto di scambio. La microstruttura del mercato determina le modalità di ricerca della controparte e di formazione del prezzo. La tendenza prevalente sui mercati azionari organizzati vede l'affermarsi di mercati elettronici <i>order-driven</i>, dove gli ordini di acquisto-vendita vengono esposti e incrociati su di un libro elettronico (<i>order book</i>), sul quale è possibile leggere la curva di domanda e di offerta di ciascun titolo quotato.	Clearing. In questa fase, la prima successiva al trading, vengono esattamente definite le obbligazioni di ciascun partecipante allo scambio. Anzitutto, gli ordini dei <i>traders</i> devono essere verificati per evitare errori (<i>matching</i>). Secondo, una procedura di compensazione (<i>netting</i>) viene normalmente applicata: per ciascun <i>trader</i>, si calcola il saldo dei suoi ordini relativi ad ogni strumento finanziario scambiato, determinando una posizione a debito o a credito. La <i>Clearing House (CH)</i> può anche svolgere il ruolo di controparte centrale (<i>central counter-party</i> – CCP): ogni partecipante consegna o riceve dalla CH gli strumenti scambiati. Registro. Al momento dell'emissione, gli strumenti finanziari vengono registrati presso una Depositaria (<i>Central Security Depository</i> – CSD), che ne certifica la proprietà. Regolamento. Questo termine si riferisce al trasferimento degli strumenti finanziari dai venditori agli acquirenti; l'effettivo trasferimento riguarda solo il saldo degli scambi quando si applica la compensazione. Custodia. Gli strumenti finanziari vengono depositati presso istituzioni finanziarie (<i>custodians</i>), che possono fornire servizi accessori: ad esempio l'incasso dei dividendi e le pratiche fiscali.
--	--

La domanda di questi servizi è caratterizzata da esternalità di rete (come quelli di trading): l'utilità di ciascun utente (*trader* o emittente) cresce all'aumentare del numero di utenti della stessa infrastruttura di mercato. Le economie di scala dal lato della domanda – insieme a quelle dal lato dell'offerta – rendono opportuna una struttura industriale molto concentrata: l'efficienza è massima quando vi è un solo offerente.

Finora nei singoli paesi europei è prevalsa una struttura monopolistica a livello nazionale. Come già osservato in precedenza, la struttura

industriale del settore borsistico in Europa è ancora molto condizionata dai confini nazionali: questo vale a maggior ragione per le strutture di *post-trading*. Queste ultime sono a volte verticalmente integrate con quelle di trading: in alcuni casi queste entità formano dei silos societari, in altri sono legate fra loro da accordi commerciali e tecnologici. Negli Stati Uniti, al contrario, il consolidamento orizzontale delle attività di *post-trading* è stato completato già alla fine degli anni '90, anche se il processo di aggregazione delle infrastrutture è durato molto a

lungo ed è stato guidato dalle autorità di vigilanza; in questo paese i due mercati dominanti (NYSE e NASDAQ) condividono la stessa piattaforma di *post-trading* (DTCC).

Alcuni fattori possono spiegare le difficoltà esistenti nel raggiungere un consolidamento *cross-border* tra le strutture di *post-trading* europee. Anzitutto, i servizi di scambio e di regolamento sono mercati a due lati, dove la struttura industriale emerge dall'interazione tra due categorie di utilizzatori: gli emittenti e gli investitori. La persistente frammentazione di questo settore in Europa può allora dipendere dal fatto che in ogni paese gli emittenti tipicamente utilizzano la loro depositaria domestica; perciò almeno un lato del mercato risulta legato alle strutture nazionali, impedendo così l'emergere di un'unica struttura europea. Inoltre, raggiungere un accordo di concentrazione può risultare difficile in presenza di silos verticali: infatti la presenza di legami verticali fra le attività di trading e di *post-trading* rende necessario raggiungere un accordo relativo ai servizi erogati da tutta la filiera.

Le *chances* di realizzare un consolidamento delle strutture di *post-trading* in Europa dipende in maniera cruciale dal destino delle strutture di negoziazione. L'integrazione fra le borse europee molto probabilmente aprirebbe le porte alla creazione di infrastrutture paneuropee nel campo del *post-trading*, in particolare alla nascita di una depositaria e di una clearing house comuni. Al contrario le fusioni fra borse europee ed americane sono destinate a produrre ben poche sinergie nel campo del *post-trading*.

In una industria a rete, quando diversi offerenti sopravvivono, la compatibilità tra di essi è una proprietà desiderabile del mercato, ma non facilmente raggiungibile. I consumatori traggono beneficio dalla compatibilità, poiché essa aumenta la dimensione della rete (si pensi ad esempio alla compatibilità tra operatori telefonici). Tuttavia

l'incentivo privato a raggiungere la compatibilità è tipicamente inferiore al beneficio sociale della stessa, per la difficoltà dei produttori ad appropriarsi del surplus generato dalla compatibilità. Questo tipo di problemi è presente anche nel settore del *post-trading*. Le *clearing houses* e le CSD godono tipicamente di rendite di monopolio a livello nazionale. Un accordo di compatibilità può minacciare tali rendite, senza dare sufficienti garanzie a ciascun partecipante sulla quota di guadagni di efficienza di cui egli si approprierà nel nuovo regime. Un'evidenza di queste difficoltà si ha nell'esperienza dei collegamenti (*links*) tra le CSD: nonostante molti links siano stati creati, il loro utilizzo è scoraggiato dalle stesse CSD, tramite l'applicazione di elevate commissioni di utilizzo. Le barriere identificate nei noti "Rapporti Giovannini" e le difficoltà nel rimuoverle sono un'altra prova di come sia arduo raggiungere la compatibilità tra le infrastrutture europee di *post-trading*.

I risparmiatori e gli emittenti avrebbero molto da guadagnare da un consolidamento orizzontale delle strutture di *post-trading* in Europa. Esso faciliterebbe la concorrenza nei servizi di trading ed accrescerebbe l'efficienza dei processi di *clearing* e *settlement*, data la presenza di economie di scala dal lato della domanda (esternalità di rete) e dal lato dell'offerta (riduzione dei costi). Il risultato potrebbe essere una riduzione dei costi delle negoziazioni internazionali, che rimangono ancora alti se confrontati a quelle dei mercati domestici. Da questo punto di vista la situazione europea non sembra soddisfacente, data la prevalenza di monopoli nazionali. Le sole forze di mercato non paiono in grado di produrre in tempi ragionevoli una piena inter-operabilità dei sistemi o un processo di consolidamento.

Di fronte a queste difficoltà, la Banca Centrale Europea ha avviato la progettazione di un'unica piattaforma paneuropea, TARGET 2 Securities (T2S), volta ad offrire un nuovo servizio di liquidazione per tutti i titoli scambiati nell'area dell'euro. Tale servizio – la cui entrata in funzione è prevista per il 2013 – verrà offerto esclusivamente alle depositarie centrali. In particolare, T2S svolgerà solo le funzioni di *settlement*, mentre le altre attività tipiche di una depositaria (custodia, amministrazione titoli, *corporate action*) continueranno a rimanere appannaggio esclusivo delle singole depositarie. La finalità principale del progetto è quella di sostituire la costosa rete di collegamenti tra CSD con una piattaforma centralizzata, gestita dal Sistema Europeo di Banche Centrali. T2S fornirà servizi di regolamento allo stesso prezzo sulle transazioni domestiche e su quelle *cross-border*; ciò dovrebbe consentire di ridurre notevolmente le differenze attualmente esistenti tra questi due tipi di operazioni: il regolamento di uno scambio *cross-border* in Europa costa tra i 19,5 e i 35 euro, contro un costo compreso tra 0,35 e 3,43 euro per uno scambio domestico (dati BCE: *T2S – The Blueprint*, marzo 2007).

Infine, il problema dei silos verticali merita una particolare attenzione, per il potenziale impatto negativo sulla concorrenza. Quando la stessa società-mercato gestisce la struttura di scambio e quelle di *post-trading*, queste potrebbero essere indotte ad applicare prezzi più alti ai mercati

concorrenti o addirittura a negare loro l'accesso. Pertanto i regolatori devono monitorare attentamente le politiche di accesso e di prezzo praticate dalle infrastrutture di *post-trading*, in modo da evitare pratiche discriminatorie. Inoltre l'accorpamento della vendita di più servizi (*bundling*) da parte dei silos verticali dovrebbe essere evitato.

Un particolare tipo di integrazione verticale si realizza quando una depositaria centrale espande il suo business ai servizi bancari (ad esempio: prestito titoli), o quando una grande banca *custodian* offre servizi di *settlement* internalizzando gli ordini. La conseguenza è che la CSD è allo stesso tempo un monopolista per la funzione di registro e un concorrente per le banche *custodian*. Sotto questa prospettiva il vantaggio competitivo di una depositaria centrale rispetto ad una banca *custodian* equivale a quello di una compagnia telefonica che detiene la rete fissa e compete con altre compagnie che devono canalizzare il traffico attraverso la sua rete. Questa peculiarità introduce nella depositaria centrale l'incentivo a creare una struttura tariffaria che penalizza le banche depositarie. L'intervento pubblico in questo campo dovrebbe quanto meno monitorare le politiche di prezzo seguite dalle depositarie centrali; una forma più forte di intervento potrebbe imporre la separazione tra le attività *core* (registro e liquidazione) dai servizi di natura bancaria.



Appendice: legenda alla FIG. 1

Legend to the FESE Diagram of the European Exchange Landscape (SE = Stock Exchange) December 2005							
Cash Markets							
EU – EEA – EFTA							
AMS	Euronext Amsterdam	CYP	Cyprus Stock Exchange	LIS	Euronext Lisbon	STO	OMX Stockholm Stock Exchange
ATH	Athens Exchange	DEU	Deutsche Börse AG	LJU	Ljubljana Stock Exchange	STU	Stuttgart Stock Exchange
BAR	Barcellona Stock Exchange	DUS	Dussendorf Stock Exchange	LON	London Stock Exchange	SWX	SWX Swiss Exchange
BER	Berlin Stock Exchange	ENXT	Euronext	LUX	Luxemburg Stock Exchange	TAL	OMX Tallinn Stock Exchange
BIL	Bilbao Stock Exchange	HAM	Hamburg Stock Exchange	MAD	Madrid Stock Exchange	VAL	Valencia Stock Exchange
BME	Bolsas & Mercados Españoles	HAN	Hannover Stock Exchange	MAL	Malta Stock Exchange	VIE	Wiener Börse AG
BRA	Bratislava Stock Exchange	HEX	OMX Helsinki Stock Exchange	MUC	Munich Stock Exchange	VIL	OMX Vilnius Stock Exchange
BRE	Bremen Stock Exchange			OSL	Oslo Stock Exchange	Virt-X	Virt-X (UK)
BRU	Euronext Brussels	ICE	Iceland Stock Exchange	PAR	Euronext Paris	WAR	Warsaw Stock Exchange
BUD	Budapest Stock Exchange	IRE	Irish Stock Exchange	PRG	Prague Stock Exchange		
COP	Copenhagen Stock Exchange	ITA	Italian Exchange	RIG	OMX Riga Stock Exchange		
Central, Eastern and Southern Europe							
BEL	Belgrade SE (Yugoslavia)	MAC	Macedonian SE (Skopje)	SAR	Sarajevo SE (Bosnia-Herz.)	VAR	Varazdin SE (Croatia)
BjL	Banja Luka SE (Bosnia-Herz.)	MOL	Moldova SE (Chisinau)	SOF	Bulgarian SE (Sofia)	ZAG	Zagreb SE (Croatia)
BUC	Bucharest SE (Romania)	MON	Monten. SE & NEX Monten.	TIR	Tirana SE (Albania)		
IST	Istanbul SE (Turkey)	RUS	Various Russian Exchanges	UKR	Ukrainian SE (Kiev) et al.		
Derivatives Markets							
EDX Lon	EDX – Equity Deriv. Exchange	IDEM	Italian Derivatives Market	LIFFE	Euronext.LIFFE	MEFF	Spanish Deriv. Exchange
		IPE	International Petroleum Exch.	LME	London Metal Exchange	OM Lon	OM London
Clearing and Settlement (CSD = Central Securities Depository, CCP = Central Counterparty)							
APK	Finnish CSD	CC&G	Cassa Compens. & Garanzia	MoTit	Monte Titoli (Italy)	SIS	Sega Intersettle (Switzerland)
3xBalt	CSDs in Eston., Latv., Lith.	LCH	London Clearing House	NCSD	Nordic CSD (project)	VPC	Swedish CSD)
Non-European Exchanges, Clearing Houses etc.							
ArcaEx	Archipelago Exchange (US)	CME	Chicago Mercantile Exchange	JSE	Johannesburg SE (RSA)	NQLX	Euronext US Futures Market
BM&F	Sao Paolo Comm. & Fut. Exch.	DJ	Dow Jones (New Service)	LAT-AM	(several) Latin American Exch.	SGX	Singapore Exchange
BOVISPA	Sao Paolo SE (Brazil)	DTCC	Depos. Trust & Clearg Corp. (US)	LATIBEX	Mkt for Lat-Am Equ. (Madrid)	SydFE	Sydney Futures Exchange
CBOT	Chicago Board of Trade			MONTR	Montreal SE (Canada)		

Fonte: Federation of European Securities Exchanges (FESE - http://www.fese.be/_lib/files/legend_december_2005.pdf)

2. GLI EFFETTI DELLE AGGREGAZIONI: L'EVIDENZA EMPIRICA[♦]

Lo scopo di questo capitolo è quello di presentare le principali verifiche empiriche relative all'integrazione dei mercati di borsa. In particolare, verranno analizzate tre primarie esperienze: l'integrazione dei mercati borsistici regionali americani, l'integrazione di EURONEXT, ed infine l'integrazione delle borse nordiche OMX-NOREX.

1. L'esperienza dei mercati regionali americani¹

Nel diciannovesimo secolo gli USA si caratterizzavano per la presenza di più di 100 mercati regionali di borse. La presenza di numerosi mercati borsistici regionali era riconducibile alla necessità di finanziare la crescita industriale delle imprese localizzate sul territorio di quelle regioni.

Per esempio, Dilts (1941, p.67)² osserva che il titolo American Telephone & Telegraph, nota compagnia telefonica, durante i primi anni di vita fu scambiato per lo più nel Massachusetts dove il telefono fu inventato e dove fu finanziata per la prima volta un'impresa telefonica.

Almeno fino al 1929, i mercati regionali continuarono a mantenere questa loro caratteristica. Come mostra la TAB. 1, i titoli più scambiati nel Gennaio 1929 in nove importanti borse regionali erano quelli di società la cui sede sociale era situata in un'area prossima al mercato nel quale erano quotate. Delle nove società considerate soltanto American Telephone &

Telegraph, peraltro quotata a Boston, era presente anche nel listino del NYSE.

Dopo il 1929 la composizione degli scambi nei mercati regionali cambiò significativamente. Infatti i mercati regionali iniziarono a diventare mercati ausiliari del mercato di New York.

TAB. 1: Borse Regionali USA e titoli più scambiati (1929)

Mercato	Titolo Maggiormente Scambiato	Sede Società
Baltimore	Consolidated Gas, Elec. Light & Power	Baltimore
Boston	American Telephone & Telegraph	Boston & New York
Chicago	Bendix Corp.	Chicago
Cleveland	India Tire & Rubber	Mogadore, Ohio
Detroit	Brown (John W.) Mfg. Co. (auto lamps)	Columbus, Ohio
Los Angeles	L.A. First National Trust & Saving Bank	Los Angeles
Philadelphia	United Gas Improvement Co.	Philadelphia
Pittsburgh	Pittsburgh Screw & Bolt Corp.	Pittsburgh
San Francisco	Transamerica Corp.	San Francisco

Cole (1944)³ e Doede⁴ (1967) spiegano con la crescente riduzione dei costi di comunicazione il mutato e sempre meno significativo ruolo delle borse regionali. Per esempio, i costi delle telefonate a lunga distanza si ridussero del 35% tra il 1926 ed il 1929 e del 60% se si considera l'intervallo 1925-1940. Chiaramente, la riduzione dei costi di comunicazione e quindi la migliore circolazione delle informazioni agevolò il passaggio da un *trading* basato su titoli di imprese locali ad un *trading* basato su titoli di imprese

[♦] A cura di Andrea Monticini.

¹ I risultati di questo paragrafo sono ripresi da Arnold Tom, Hersch Philip, Mulherin J. Harold e Netter Jeffry, 1999, "Merging markets", *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, pp. 1083-1107.

² Dilts, Marion May, 1941, *The telephone in a changing world* (Longmans, Green, & Co., New York).

³ Cole, Charles A., 1944, "The regional exchange before 1934", Mimeo, U.S. Securities and Exchange Commission, Washington D.C..

⁴ Doede, Robert William, 1967, "The monopoly power of the New York Stock Exchange", Unpublished PhD dissertation, University of Chicago.

nazionali. Inoltre, in seguito al *Great Crash* del 1929, furono introdotte innovazioni significative nella legislazione dei mercati borsistici regionali. Tali interventi, volti a migliorare la qualità dei mercati borsistici regionali attraverso l'imposizione di nuovi e più stringenti obblighi per le società quotate, spinsero molte imprese di medie e grandi dimensioni verso il mercato di New York. Per fotografare tali cambiamenti è interessante osservare la TAB. 2.

In tale tabella è riportato l'andamento della composizione dei volumi, espressi in dollari, degli scambi di nove mercati regionali in tre differenti periodi: Gennaio 1929, Gennaio 1939 e Gennaio 1949.

TAB. 2: Composizione dei volumi scambiati sui mercati regionali

	Gen. 1929	Gen. 1939	Gen. 1949
Regionali	63,7%	23,4%	18,3%
NYSE	8,6%	63,4%	74,2%
NY Curb (AMEX)	27,7%	13,2%	7,5%
Totale	100%	100%	100%

Nel Gennaio del 1929 il 64% del *trading* effettuato sui mercati regionali aveva per oggetto titoli di aziende quotate soltanto nei mercati regionali. Tale situazione varia in modo consistente nei dieci anni seguenti. Infatti, nel Gennaio 1939 solo il 23% degli scambi nei mercati regionali aveva per oggetto titoli di aziende quotate soltanto nei mercati regionali. Si osserva infatti che la maggior parte degli scambi effettuati nei mercati regionali in tale periodo riguardava *securities* quotate anche al NYSE. Tale trend è continuato anche negli anni '40. Nel Gennaio del 1949 meno del 20% degli scambi generati sui mercati regionali riguardava soltanto titoli locali.

Negli anni '40 l'evoluzione tecnologica ed i cambiamenti nella legislazione per le US *securities* ebbero un ulteriore impatto sulla vita

dei mercati regionali. In particolare, i mercati *over the counter* iniziarono a competere negli spazi tradizionalmente coperti dai mercati regionali. In risposta, i mercati regionali incrementarono la competizione tra loro e nei confronti del NYSE. Tale competizione avvenne sotto molteplici aspetti. Il primo di questi è riconducibile senza dubbio all'innovazione tecnologica. I mercati regionali estesero ad esempio le ore in cui era possibile effettuare *trading* e ridussero, fino a farle quasi scomparire, le commissioni sul *trading* per alcune tipologie di imprese.

Un ulteriore e più importante fattore competitivo è rappresentato dalle fusioni tra mercati regionali. Per capire la portata di questo fattore sulla competitività dei mercati regionali, sono state analizzate le tre principali fusioni avvenute sui mercati regionali tra la fine degli anni '40 e la fine degli anni '50: la fusione di Philadelphia e Baltimore nel Marzo 1949, la fusione "Midwest" nel Dicembre 1949 e la fusione "Pacific" nel Gennaio 1957.

La prima fusione riguardò le borse di Philadelphia e Baltimore; la fusione Midwest (adesso chiamata Chicago Exchange) riguardò i mercati di St. Louis, Cleveland, e Minneapolis; le borse di San Francisco e Los Angeles si fusero dando vita al Pacific Exchange.

Al fine di verificare se le fusioni furono un buon metodo per aumentare la competitività di questi mercati regionali, analizziamo l'evoluzione dei volumi di *trading* e l'andamento dei *bid-ask spreads*, in quanto rappresentano gli indicatori più significativi.

Per prima cosa, valutiamo se i mercati che hanno dato vita alla fusione sono stati in grado di attirare maggiori ordini rispetto ai mercati che non hanno dato vita a processi di fusione. Successivamente, esaminiamo i *bid-ask spreads*. Ci attendiamo che un aumento dei volumi diminuisca il differenziale tra il prezzo *bid* ed il prezzo *ask* presente sul

mercato borsistico. Sfortunatamente, per mancanza di dati, non sono invece presenti studi che permettano di verificare se i costi sulle singole operazioni siano o meno diminuiti in seguito alla fusione.

Nella TAB. 3 sono riportati i dati dell'andamento dei volumi nelle tre fusioni considerate. La tabella riporta l'andamento dei volumi dal mese precedente alla fusione al mese successivo e li confronta con l'andamento dei volumi degli altri mercati che non hanno partecipato a processi di fusione.

TAB. 3: Andamento dei Volumi scambiati nel periodo delle fusioni

Fusione	Mese	Variaz.	Altri mercati	Variaz. netta
Midwest	Dic. 1949	+60%	+36%	+24%
Pacific	Gen. 1957	-6%	-12%	+6%
Philadelphia-Baltimore	Mar. 1949	+23%	+17%	+6%

Come si può osservare, la fusione "Midwest" ha fatto registrare un aumento del 60% dei volumi scambiati che, se confrontato con l'aumento del 36% degli altri mercati nel medesimo periodo, evidenzia un incremento netto dei volumi scambiati "da fusione" pari al 24%. La fusione "Pacific" ha invece fatto registrare una diminuzione dei volumi del 6%. Considerando che nello stesso periodo si è assistito ad una diminuzione dei volumi negli altri mercati pari 12%, il mercato interessato dalla fusione ha riportato un incremento complessivo dei volumi scambiati pari al 6%. La fusione di Philadelphia e Baltimore infine ha fatto rilevare un incremento dei volumi del 23%; confrontando tale dato con la variazione dei volumi che ha interessato gli altri mercati si evidenzia un aumento netto dei volumi, imputabile alla fusione, del 6%. In conclusione, sulla base dei dati sopra riportati, è possibile

sostenere che le fusioni considerate hanno prodotto un complessivo aumento dei volumi scambiati, quanto meno nel brevissimo periodo che è stato oggetto di studio.

Il secondo tipo di analisi effettuato al fine di verificare l'effetto delle fusioni sulla competitività dei mercati regionali si basa sempre sull'analisi dei volumi ed è rappresentato da una regressione. L'obiettivo della regressione è di indagare se i mercati regionali, in seguito alle fusioni, hanno visto aumentare i loro volumi scambiati.

L'analisi utilizza dati mensili rilevati nel periodo che va dai quattro anni precedenti la fusione fino ai quattro anni successivi. La variabile dipendente della regressione è rappresentata dalla quota di mercato. Le variabili indipendenti che spiegano la relazione sono rappresentate da variabili *dummies* utilizzate per rappresentare gli effetti dell'avvenuta fusione⁵ e da una variabile di *trend*. In particolare, nella regressione stimata, i cui risultati sono presentati nella TAB. 4, vengono utilizzate due variabili *dummies*: una per Philadelphia-Baltimore (tale variabile prende valore uno a partire dal Marzo 1949) ed una per Midwest (prende valore uno a partire dal Dicembre 1949). Nella TAB. 5 la variabile *dummy* Pacific prende valore uno a partire dal Gennaio 1957, la data della fusione Pacific. Lo scopo di queste variabili *dummies* è quello di catturare eventuali cambiamenti nel mercato borsistico intervenuti dopo le rilevanti fusioni.

La TAB. 4 riporta i risultati degli effetti della fusioni Philadelphia-Baltimore e Midwest. Come si può osservare dal valore dei coefficienti della variabile *dummy* Philadelphia-Baltimore, la fusione ha avuto un impatto positivo sul nuovo mercato creato. La stima indica una variazione

⁵ Per variabile *dummy* si intende una variabile che prende due soli valori: lo zero e l'uno. Nel nostro caso la variabile prende valore zero nel periodo precedente la fusione e valore uno dopo che è avvenuta la fusione.

positiva di 0,103 punti che confrontata con l'anno precedente la fusione rappresenta un aumento del 12%. La fusione Philadelphia- Baltimore ha avuto un significativo impatto negativo sulla borsa di Pittsburgh. Tale mercato, infatti, essendo localizzato geograficamente in prossimità di Philadelphia subì più di altri una pesante diminuzione degli scambi.

La fusione Midwest ha avuto un impatto positivo significativo sui mercati coinvolti. La stima indica una variazione positiva della quota di mercato del Midwest di 0,227 punti che confrontata con l'anno precedente la fusione rappresenta un aumento di circa il 13%. La fusione del Midwest porta con sé un significativo declino dei mercati di Boston, Cincinnati, Pacific e Philadelphia-Baltimore, mentre l'impatto sul NYSE è stato irrilevante. Pertanto si desume che entrambe le fusioni esaminate hanno attratto capitali da altri mercati regionali, ma non dal New York Stock Exchange.

TAB. 4: Fusioni: Philadelphia-Baltimore e Midwest

Mercato	Phil.- Baltim. <i>Dummy</i>	Midwest <i>Dummy</i>	Costante	Trend
AMEX	0,446	-0,077	10,44*	-0,455*
Boston	-0,0021	-0,371*	1,264*	0,003*
Cincinnati	0,004	-0,024*	0,673*	0,001*
Detroit	0,017	-0,021	0,309*	0,001*
Midwest	-0,075	0,227*	1,72*	0,008*
New Orleans	-0,002	0,001	0,155*	0
NYSE	-0,38	0,846	83,4*	-0,02
Phil.-Baltim.	0,103*	-0,148*	0,779*	0,003*
Pittsburgh	-0,039*	-0,007	0,129*	0,001*
Washington	0,005	-0,018*	0,013*	0,001*
Pacific	-0,058	-0,46*	1,89*	0,01*

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

La TAB. 5 contiene i risultati della stessa analisi sopra descritta effettuata per la fusione Pacific. Come si può osservare anche in questo caso la Pacific *dummy* ha segno positivo, ma data la forte variabilità della stima i risultati non possono essere considerati statisticamente significativi. E'

interessante osservare che i risultati di questa regressione forniscono ulteriori prove del successo delle fusioni del Midwest e di Philadelphia-Baltimore. Infatti, il coefficiente della variabile *time trend* è significativo e positivo per Midwest e positivo ma non significativo per Philadelphia. Per contro, tale coefficiente è negativo e significativo per tutti gli altri mercati che non hanno dato vita a fusioni.

TAB. 5: Pacific Merger

Mercato	Pacific <i>Dummy</i>	Costante	Trend
AMEX	-0,24	6,46*	0,032*
Boston	0,066*	0,929*	-0,005*
Cincinnati	0,005	0,095*	-0,001*
Detroit	0,028	0,432*	-0,001*
Midwest	0,028	2,51*	0,003*
NYSE	-0,081	86,5*	-0,027*
Philadelphia-Baltimore- Washington	-0,071	0,937*	0
Pittsburgh	0,019*	0,159*	-0,001*
Pacific	0,119	2,05*	-0,002*

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Come anticipato, accanto all'analisi dei volumi di mercato, un'altra variabile significativa da valutare per completare l'analisi sull'esperienza delle fusioni dei mercati borsistici regionali americani è costituita dall'andamento dei *bid-ask spreads*.

Tale indicatore identifica il costo che un operatore sosterebbe nel caso in cui acquistasse un titolo e immediatamente decidesse di rivenderlo. Si può prevedere che, in presenza di un'efficiente fusione tra mercati, i *bid-ask spreads* diminuiscano.

La TAB. 6 riporta le variazioni negli *spreads* nel periodo intercorrente tra il mese precedente e il mese successivo alla fusione relativamente alle tre fusioni considerate.

Come è possibile osservare, per la fusione del Midwest il *bid-ask spread* si è ridotto di circa il 5% dopo la fusione. Allo stesso modo, si è ridotto il differenziale del NYSE. Per contro, il NY Curb ha visto incrementare lievemente tale

differenziale. I *bid-ask spreads* dei mercati Pacifico e Philadelphia-Baltimore hanno parimenti sperimentato una diminuzione del differenziale *bid-ask*.

TAB. 6: Variazione nei *Bid Ask spreads*

Fusione	Nr. Osserv.	Prima	Dopo	Variaz. %
Midwest (Dicembre 1949)				
Regionale	58	1,162	1,106	-0,05
NYSE	32	0,406	0,383	-0,06
NY Curb	9	1,222	1,236	0,01
Pacifico (Gennaio 1957)				
Regionale	30	1,088	0,677	-0,38
NYSE	0	-	-	-
NYCURB	0	-	-	-
Philadelphia-Baltimore (Marzo 1949)				
Regionale	6	3,854	3,625	-0,06
NYSE	3	0,292	0,417	0,43
NYCURB	1	0,25	0,125	-0,5

2. L'esperienza di EURONEXT ⁶

Proseguiamo ora l'analisi relativa alle verifiche empiriche sugli effetti delle integrazioni tra borse attraverso lo studio dell'esperienza di EURONEXT, ossia il processo di aggregazione tra le borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona che si è concretizzato tra il mese di settembre 2000 e il mese di novembre 2003.

L'obiettivo è quello di esaminare l'impatto di tale processo di aggregazione sulle condizioni di accesso al mercato (*trading fees*) e sulla liquidità del mercato.

Il primo aspetto che consideriamo per valutare l'esperienza di EURONEXT è l'andamento delle *trading fees*. Ci aspettiamo che, in seguito alla fusione, le commissioni di *trading* pagate dagli operatori di Parigi, Bruxelles e Amsterdam siano diminuite. Infatti, come già ricordato, l'integrazione di più mercati dovrebbe produrre un

primo effetto positivo consistente nella diminuzione delle commissioni di *trading*, dovuta al fatto che gli operatori beneficerebbero indirettamente di economie di scala in grado di incidere significativamente sull'abbattimento dei costi fissi.

L'analisi risulta purtroppo complicata dalla presenza di diversi fattori che possono incidere direttamente sull'andamento delle commissioni di *trading* a prescindere dal verificarsi o meno di una integrazione tra mercati. Ad esempio, un incremento dei volumi scambiati produce naturalmente una diminuzione delle *trading fees*, indipendentemente dalla presenza di un fenomeno di integrazione tra mercati.

L'analisi riportata nelle TABB. 7, 8 e 9, relativa all'evoluzione delle *trading fees*, tiene conto di questi aspetti; la regressione infatti utilizza delle variabili cosiddette di controllo, ossia variabili ausiliarie che dovrebbero essere in grado di catturare gli effetti combinati di altri fattori esterni. Il periodo analizzato va dal Dicembre 1999 al Dicembre 2004 per la borsa di Parigi, dal Gennaio 2001 al Dicembre 2004 per la borsa di Amsterdam e dal Gennaio 2002 al Dicembre 2004 per la borsa di Bruxelles. L'analisi utilizza 61 osservazioni per Parigi, 48 per Amsterdam e 36 per Bruxelles. I valori sono espressi in termini reali. Il modello econometrico adottato per effettuare l'analisi utilizza come variabile dipendente la media delle *trading fees* pagate e come variabili esplicative una variabile *dummy* indicante l'impatto della avvenuta fusione ed alcune variabili di controllo.

I risultati delle stime per la borsa di Parigi sono riportati nella TAB. 7. La colonna 1 descrive l'impatto dell'integrazione sulla media delle *trading fees* pagate dagli operatori; la colonna 2 ripete la stessa analisi, ma introduce l'andamento dei volumi come ulteriore variabile esplicativa; la colonna 3 rappresenta la stessa analisi effettuata

⁶ I risultati che presenteremo in questo paragrafo sono tratti dal lavoro di M. Pagano e J. Padilla, 2005, "Gains from stock exchange integration: the Euronext evidence", Mimeo.

nella colonna 1, ma disaggrega l'impatto della fusione EURONEXT nelle sue tre fasi principali: la borsa di Parigi e quella di Bruxelles si sono unite nel Maggio 2001, la borsa di Amsterdam si è unita alle borse di Parigi e Bruxelles nel mese di Ottobre 2001, ed infine la borsa di Lisbona si è unita alle tre precedenti borse nel mese di Novembre del 2003. La colonna 4 infine ripete l'analisi della colonna 3 ma utilizza come la colonna 2 l'andamento dei volumi come ulteriore variabile esplicativa.

TAB. 7: Impatto dell'integrazione sulle *trading fees* – Parigi

Ln media delle <i>trading fee</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
Integrazione	-0,171*	-0,15*		
Fase 1			-0,033	-0,008
Fase 2			-0,098*	-0,082*
Fase 3			-0,144*	-0,165*
Ln del nr. di operazioni effettuate		-0,238*		-0,329*
Costante	0,286*	0,785*	0,299*	0,988*
Numero di osservazioni	61	61	61	61

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Ln sta ad indicare il logaritmo naturale della grandezza considerata.

Focalizzandoci sull'interpretazione dei risultati delle colonne 2 e 4, dato che la variabile di controllo rappresentante l'andamento dei volumi risulta essere una variabile esplicativa rilevante e di conseguenza bisogna tenerne conto, è possibile osservare come nella borsa di Parigi, dalla creazione del mercato EURONEXT, si sia assistito ad una significativa diminuzione, al netto dell'effetto "aumento dei volumi", delle *trading fees* pari a circa il 15%.

Le TABB. 8 e 9 riportano i risultati rispettivamente per le borse di Bruxelles e Amsterdam. La colonna 1 descrive l'impatto della fusione sulle *trading fees* senza tener conto dell'andamento dei volumi come variabile

esplicativa, mentre la colonna 2 tiene conto anche dell'andamento dei volumi. Come si può osservare, per la borsa di Bruxelles la fusione non ha prodotto una diminuzione delle *trading fees* statisticamente significativa, mentre, al contrario, la borsa di Amsterdam ha sperimentato un calo di circa il 30%⁷.

TAB. 8: Bruxelles

Ln media delle <i>trading fee</i>	(1)	(2)
Integrazione	-0,032	-0,001
Ln del nr. di operazioni effettuate		-0,178
Costante	0,237*	0,087
Numero di osservazioni	36	36

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Ln sta ad indicare il logaritmo naturale della grandezza considerata.

TAB. 9: Amsterdam

Ln media delle <i>trading fee</i>	(1)	(2)
Integrazione	-0,276	-0,306*
Ln del nr. di operazioni effettuate		
Costante	0,426	0,317
Numero di osservazioni	48	48

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Ln sta ad indicare il logaritmo naturale della grandezza considerata.

Oltre all'andamento delle *trading fees*, il secondo aspetto oggetto di studio è l'impatto della fusione sulla liquidità del mercato. A tal fine, così come è avvenuto per lo studio relativo all'integrazione dei mercati regionali americani, si intende esaminare l'andamento dei volumi e l'andamento dei *bid-ask spreads*.

Come naturale, ci si attende quale conseguenza della fusione un incremento dei volumi scambiati ed una diminuzione degli *spreads*.

⁷ Tale diminuzione risulta statisticamente significativa e depurata da possibili diminuzioni dovute all'incremento dei volumi.

I volumi oggetto di analisi riguardano i principali indici delle borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona.

Nella TAB. 10 sono riportati i risultati dell'analisi econometrica utilizzata per verificare l'impatto dell'integrazione sul volume di attività dei mercati che si sono fusi.

La colonna 1 descrive l'impatto medio dell'integrazione sui volumi scambiati nel mercato EURONEXT. La colonna 2 ripete lo stesso esercizio inserendo come ulteriore variabile esplicativa (variabile di controllo) l'andamento dei volumi dell'indice FTS100. La colonna 3

ripete lo stesso esercizio della colonna 2, ma, al posto dell'andamento dei volumi dell'indice FTS100, utilizza l'andamento dei volumi dell'indice DAX. Chiaramente queste variabili sono state introdotte per isolare l'impatto dell'integrazione da altri fattori, come già illustrato in precedenza, che potrebbero rendere i risultati meno precisi. Le colonne 4-6 riportano lo stesso tipo di analisi delle colonne 1-3, ma la variabile "impatto della fusione" è stata suddivisa nelle 3 fasi della *cash trading integration*.

TAB. 10: Impatto dell'integrazione sui volumi

LN Num. azioni scambiate	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Integrazione	0,431*	0,399*	0,432*			
Fase 1				0,339*	0,298*	0,329*
Fase 2				0,215*	0,271*	0,277*
Fase 3				0,106*	0,248*	0,345*
Ln nr. Azioni scambiate nel FTSE100		0,514*			0,572*	
Ln nr. Azioni scambiate nel DAX			0,422*			0,521*
Trend	0	0*	0*	0	0*	0*
Numero di osservazioni	127.286	125.422	126.431	127.286	125.422	126.431

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Ln sta ad indicare il logaritmo naturale della grandezza considerata.

TAB. 11: Impatto dell'integrazione sui *bid-ask spreads* delle *large caps* nei mercati di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona.

LN Bid-Ask spreads	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Integrazione	-0,27*		-0,215*	-0,158*		
Fase 1		-0,203*			-0,25*	-0,23*
Fase 2		-0,098*			-0,14*	-0,081
Fase 3		-0,299*			-0,076*	-0,128*
Costante	-6,742*	-6,752*	-6,044*	-5,931*	-6,129*	-6,126*
Numero di osservazioni	111.338	111.338	105.673	108.132	105.673	108.132

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Ln sta ad indicare il logaritmo naturale della grandezza considerata.

Come si può vedere dalla TAB. 10, le stime riportate nelle colonne 2 e 3 sono statisticamente significative e evidenziano la rilevanza delle due variabili di controllo utilizzate. Pertanto, si può

affermare che il volume nei mercati di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona è incrementato di circa il 40% in seguito alla creazione di EURONEXT. Inoltre, guardando le colonne 4-6 si

può osservare come un rilevante aumento dei volumi si sia verificato già con la prima fusione tra i mercati di Bruxelles e Parigi.

Con la TAB. 11 si esaurisce lo studio dell'andamento della liquidità del mercato EURONEXT. In tale tabella sono riportate le stime dell'impatto dell'integrazione EURONEXT sulla liquidità dei mercati effettuate attraverso l'analisi dei *bid-ask spreads*.

La colonna 1 descrive l'impatto dell'integrazione sul *bid-ask spread* medio dei titoli quotati in quei mercati. La colonna 2 ripete la stessa analisi, ma disaggrega l'impatto nelle tre fasi principali della fusione. Le colonne 3 e 5 replicano l'analisi delle colonne 1 e 2 ma utilizzano come variabili di controllo le variazioni della volatilità e dell'indice DAX, mentre le colonne 4 e 6 si differenziano dalle colonne 3 e 5 perchè utilizzano come variabile di controllo la volatilità dell'indice FTS100.

Come si può osservare dai valori stimati, i *bid-ask spreads* sono diminuiti dalla creazione di EURONEXT. Esaminando la specificazione della colonna 3, la riduzione del *bid-ask spread* medio è stata del 21,5%, mentre secondo la specificazione della colonna 4 è risultata pari al 16%. Complessivamente, è possibile sostenere che la liquidità dei mercati che hanno aderito ad EURONEXT è aumentata in seguito alla fusione.

3. L'esperienza di OMX-NOREX⁸

Da ultimo viene presentata l'esperienza di OMX-NOREX, ossia il processo di integrazione tra le borse di Stoccolma, Copenaghen, Oslo⁹ ed Helsinki. Come per altri due casi visti in

precedenza, l'obiettivo è quello di esaminare l'impatto della fusione sulla liquidità del mercato. Anche in questo caso è stata condotta un'analisi econometrica per cercare di analizzare l'impatto che le fusioni hanno avuto sui singoli mercati. Gli aspetti che sono stati esaminati sono l'andamento della liquidità e della volatilità nel mercato OMX-NOREX. In particolare, gli indicatori di liquidità utilizzati sono stati: i volumi, l'andamento del differenziale tra il prezzo *high* e il prezzo *low* dei titoli, l'andamento dei *bid-ask spreads* e quello della volatilità.

Nella TAB. 12 sono riportati i risultati di una regressione sull'andamento dei volumi nei mercati di Stoccolma, Copenaghen, Oslo ed Helsinki. Per ogni singolo mercato è stata considerata come variabile dipendente il logaritmo dei volumi dei titoli che compongono l'indice principale e come variabili esplicative sono state utilizzate una costante, un *trend* temporale (variabile di controllo) e delle variabili *dummies*, inserite per verificare l'impatto dell'avvenuta aggregazione dei nuovi mercati che hanno aderito ad OMX-NOREX.

TAB. 12: Andamento dei volumi

	Costante	Copen./ Stocc.	Oslo	Helsinki	Trend
Stoccolma	0,0022*	0,0025*	0,0053*	0,0028*	0,0000*
Copenaghen	0,004*	0,002	0,007*	0,0100*	0,0000*
Oslo	0,0054*		0,0087*	0,0070*	0,0000*
Helsinki	0,0067*			0,0101*	0,0000*

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Come si può osservare dalla TAB. 12, i volumi nella borsa di Stoccolma sono aumentati di circa lo 0,25% per effetto della fusione con la borsa di Copenaghen. A sua volta, l'ingresso di Oslo ed Helsinki ha prodotto un ulteriore incremento nei volumi scambiati, rispettivamente dello 0,53% e dello 0,28%. Per quanto riguarda la borsa di Copenaghen, la fusione con la borsa di Stoccolma ha prodotto un incremento dei volumi di circa lo

⁸ I risultati presentati in questo paragrafo (ancora preliminari) sono tratti da Baglioni-Monticini (2007), "Integration among stock exchanges and liquidity: evidence from the Nordic exchanges", Mimeo.

⁹ Oslo non fa parte del gruppo OMX, ma dell'alleanza NOREX.

0,2%. Tale incremento è stato seguito da un ulteriore aumento dello 0,7% con l'entrata della borsa di Oslo e da un aumento dell'1% con l'ingresso della borsa di Helsinki in OMX. Anche la borsa di Oslo ha visto aumentare i volumi dello 0,87% con l'ingresso in OMX-NOREX e dello 0,7% con l'adesione di Helsinki. Infine, Helsinki aderendo ad OMX ha avuto un incremento dell'1% dei volumi scambiati.

Il secondo indicatore di liquidità utilizzato è stato l'andamento del differenziale tra il prezzo *high* e il prezzo *low*. Come naturale, ci si aspetta che quando due mercati si fondono per effetto dell'aumentata liquidità, dovuta all'abbattimento dei costi fissi, il differenziale tra prezzo *high* e prezzo *low* diminuisca. Nella TAB. 13 sono riportati i risultati dell'analisi svolta.

TAB. 13: Differenziale Prezzo High - Prezzo Low

	Costante	Copen./ Stocc.	Oslo	Helsinki
Stoccolma	0,0354*	0,00	-0,0038*	-0,01*
Copenaghen	0,0262*	0,0064*	-0,0068*	-0,0058*
Oslo	0,0346*		0,007	-0,0130*
Helsinki	0,0215*			-0,0002

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Come si può osservare, dalla fusione con la borsa di Copenaghen la borsa di Stoccolma non ha visto ridursi il differenziale tra prezzo *high* e prezzo *low*. Al contrario, l'ingresso della borsa di Oslo prima e quello di Helsinki dopo, hanno prodotto una diminuzione del differenziale dello 0,38% e dell'1% rispettivamente. Per la borsa di Copenaghen la fusione con la borsa di Stoccolma ha prodotto addirittura un incremento nel differenziale tra il prezzo *high* e il prezzo *low* dello 0,64%, mentre con l'ingresso delle borse di Oslo ed Helsinki il differenziale è diminuito dello 0,68% e dello 0,58%. Anche la borsa di Oslo ha avuto un aumento del differenziale con l'ingresso in OMX-NOREX anche se tale aumento è stato

seguito da una sensibile diminuzione con l'ingresso di Helsinki nel mercato OMX. Si potrebbe quindi pensare che inizialmente l'ingresso di un mercato relativamente più piccolo sposti liquidità da questo verso il mercato più grande.

Nella TAB. 14 sono riportati i risultati dell'andamento dei *bid-ask spreads*. Come nel caso precedente, ci si aspetta che la fusione di più mercati produca una diminuzione negli *spreads* dei prezzi. I risultati della TAB. 14 si interpretano come nel caso precedente. Pertanto, la borsa di Stoccolma ha avuto una diminuzione dei *bid-ask spreads* dello 0,1% con l'ingresso di Oslo nella già esistente borsa OMX-NOREX e di un altro 0,17% con l'ingresso di Helsinki. Va osservato che per mancanza di dati non è possibile stabilire se al momento della fusione tra la borsa di Stoccolma e quella di Copenaghen ci sia stata una diminuzione dei *bid-ask spreads* nel mercato svedese. Per contro è possibile osservare nel mercato danese una diminuzione dello 0,24% degli *spreads* dal momento in cui la borsa di Copenaghen si è unita a quella di Stoccolma. Ulteriormente, la borsa di Copenaghen ha avuto una diminuzione negli *spreads* con l'ingresso della borsa di Oslo prima e di Helsinki poi. La borsa di Oslo ha visto aumentare i *bid-ask spreads* al momento dell'ingresso in OMX-NOREX mentre tali *spreads* sono diminuiti con l'ingresso in OMX della borsa di Helsinki.

TAB. 14: Bid-Ask spreads

	Costante	Copen./ Stocc.	Oslo	Helsinki
Stoccolma	0,0057*		-0,001*	-0,0017*
Copenaghen	0,013*	-0,0024*	-0,0041*	-0,0034*
Oslo	0,0092*		0,0066	-0,0118*
Helsinki	0,0041*			-0,0016*

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

Per ultimo, si analizza l'andamento della volatilità nei mercati che partecipano alla borsa OMX.

Anche in questo caso, ci si aspetta che la fusione di più mercati produca una diminuzione della volatilità del mercato.

I risultati della TAB. 15 si interpretano come quelli delle tabelle precedenti.

TAB. 15: Andamento della volatilità

	Costante	Copen./ Stocc.	Oslo	Helsinki
Stoccolma	-0,9583*	-0,13*	-0,107*	-0,3467*
Copenaghen	-1,2487*	0,0978	-0,2034*	-0,2350*
Oslo	-0,9309*		0,101	-0,2841*
Helsinki	-1,4201*			-0,0597

Nota: i coefficienti statisticamente significativi sono contrassegnati da un asterisco.

La variabile dipendente è rappresentata dalla volatilità dei titoli dell'indice principale delle borse considerate, e, come in precedenza, le variabili esplicative sono rappresentate da variabili *dummies* che evidenziano l'effetto dell'entrata di un nuovo mercato nella borsa OMX. Come è possibile osservare, la borsa di Stoccolma ha avuto una diminuzione della volatilità di circa il 13% nel momento in cui si è dato vita alla fusione con la borsa di Copenaghen. Tale diminuzione si è ripetuta con l'ingresso di Oslo.

4. Conclusioni

L'analisi di queste tre differenti esperienze permette di trarre alcune considerazioni. In primo luogo, i mercati relativamente piccoli hanno la necessità di fondersi con altri mercati per contrastare la frammentazione degli ordini e sfruttare maggiori economie di scala. Lo sfruttamento delle economie di scala permette alle borse di abbassare le commissioni di *trading* e incrementare i volumi scambiati. In questo modo le borse minori possono effettivamente competere con i mercati più ampi. In secondo luogo, i mercati che partecipano a fusioni sembrano in genere aumentare la loro efficienza, grazie ad un aumento della liquidità che permette di diminuire

i *bid-ask spreads* e la volatilità del mercato. Poiché un mercato più efficiente è sicuramente un'attrattiva per gli operatori finanziari, è abbastanza probabile a questo punto che si innesti un circolo virtuoso che porti ad un ulteriore incremento dei volumi e di efficienza.

3. LA REGOLAMENTAZIONE♦

1. La direttiva 2004/39/CE (MiFID)¹

Introduzione

Il 1° novembre 2007 entra in vigore la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, di seguito MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*). Il recepimento della direttiva produrrà effetti di grande rilievo sulla prestazione dei servizi di investimento e, in particolare, su quelli di negoziazione di strumenti finanziari. Con riferimento a questi ultimi, i maggiori cambiamenti saranno: l'abolizione della possibilità per gli stati membri di imporre l'obbligo di concentrazione della negoziazione sui mercati regolamentati (MR) degli strumenti ivi quotati; la revisione degli obblighi di trasparenza (ex ante e ex post) che imprese di investimento e mercati devono offrire al pubblico in occasione della negoziazione; la previsione di specifiche regole di gestione degli ordini dei clienti (*order handling rules*); l'introduzione di stringenti obblighi di esecuzione alle migliori condizioni per il cliente (*best execution*) e la previsione che, nella prestazione di servizi di negoziazione, le imprese di investimento (IdI) si dotino di una strategia di esecuzione degli ordini (*order execution policy*).

L'attuale assetto dei mercati mobiliari italiani poggia sull'impianto normativo originariamente definito dal d.lgs. 415/1996 di recepimento della Direttiva 93/22/CEE sui servizi d'investimento

(noto come "decreto Eurosim"), successivamente confluito nel d.lgs. 58/1998 (noto come "Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria – TUIF"). Tuttavia, rispetto al momento in cui tale normativa è stata introdotta, numerosi fattori di matrice sia istituzionale sia economico-finanziaria hanno mutato il contesto di riferimento nazionale ed europeo. Per citarne alcuni basti ricordare: la progressiva armonizzazione normativa a livello europeo; la bolla speculativa legata ai titoli tecnologici, associata a una elevata partecipazione degli investitori *retail* italiani al mercato azionario; il processo di concentrazione bancaria e la valorizzazione da parte delle banche delle aree di business connesse con i servizi di investimento; l'emersione di alcuni gravi abusi perpetrati ai danni degli investitori da intermediari finanziari operanti in conflitto di interessi; il crescente ruolo della tecnologia nel funzionamento dei mercati mobiliari e lo sviluppo quantitativo conosciuto dagli stessi negli ultimi anni.

Oltre ai fattori appena citati, la relazione introduttiva alla MiFID individua anche fattori più direttamente legati all'assetto dei mercati mobiliari che hanno spinto per una revisione della normativa. In particolare, l'attuale panorama delle borse europee risulta caratterizzato da una dinamica competitiva sostanzialmente assente fino a qualche anno fa. Le operazioni di fusione, integrazione verticale e le alleanze strategiche realizzate nell'*exchange industry* europea sono segnali di un'aumentata concorrenza tra borse *for profit*. La nascita di nuovi soggetti attivi nel settore dei servizi di negoziazione, quali i sistemi alternativi di scambio (*Alternative Trading Systems*, ATSs), e la diffusione della pratica dell'internalizzazione degli ordini da parte degli intermediari, in paesi ove non vige l'obbligo di concentrazione, pongono problemi di tutela degli investitori e di trasparenza dell'informazione in precedenza sconosciuti.

♦ A cura di Giovanni Petrella.

¹ Il paragrafo è un estratto del più ampio lavoro, al quale si rinvia per approfondimenti, M. Anolli, G. Petrella, *La direttiva 2004/39/CE (MiFID) relativa ai mercati di strumenti finanziari. L'impatto sull'offerta di servizi di negoziazione in Italia*, in corso di pubblicazione.

La direttiva MiFID si pone quindi come un terzo passo (dopo la legge 1/1991 e il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria dlgs. 58/1998) nel processo di adeguamento normativo all'evoluzione del contesto economico all'interno del quale si svolgono i servizi di investimento.

Punti chiave

Le disposizioni fondamentali della direttiva MiFID per quanto riguarda i servizi di negoziazione possono essere ricondotte alle seguenti aree:

si opera una definizione tendenzialmente onnicomprensiva delle sedi di esecuzione delle transazioni (*execution venues*), includendo esplicitamente, oltre ai mercati regolamentati, anche gli MTF e gli internalizzatori sistematici;

si disciplinano gli obblighi di trasparenza a carico dei mercati e degli intermediari in occasione dell'esecuzione delle transazioni (a loro volta distinti in obblighi di trasparenza prima dell'esecuzione della transazione - trasparenza *ex ante* - e obblighi di trasparenza successivi all'esecuzione della transazione - trasparenza *ex post*);

si introducono regole di comportamento a carico degli intermediari a tutela degli investitori e dell'integrità del mercato (norma di comportamento, obbligo di esecuzione alle condizioni migliori – *best execution* – e regole di gestione degli ordini della clientela).

Sedi di esecuzione degli scambi

La direttiva prevede una pluralità di luoghi economici all'interno dei quali possono essere eseguiti gli scambi (*execution venues*):

mercati regolamentati (MR)

sistemi multilaterali di negoziazione (Multilateral Trading Facilities, MTFs)

intermediari Internalizzatori Sistematici (IS).

Nel processo di esecuzione degli scambi possono inoltre intervenire anche intermediari internalizzatori *non sistematici* (*market makers* ovvero imprese di investimento che operano in conto proprio senza integrare i requisiti di sistematicità) e imprese di investimento che effettuano *agency crosses*.

Un mercato regolamentato, secondo la direttiva MiFID è (art. 4, c. 1, n. 14) un "sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente".

Un MTF è definito come (art. 4, c. 1, n. 15) un "sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno e in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti".

Figura del tutto nuova nella disciplina delle negoziazioni di strumenti finanziari è costituita dagli internalizzatori sistematici (IS) (art. 4, c. 1, n. 7). Per IS si intende "un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione". Un'impresa di investimento è considerata internalizzatore sistematico (e quindi dimostra di svolgere la sua attività in modo organizzato, frequente e sistematico) se: "a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico

automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua."

La figura dell'IS è nuova per il panorama italiano e può essere avvicinata, con qualche grado di approssimazione, ai sistemi di scambi organizzati (SSO) operanti su base bilaterale (ovvero quelli nei quali opera con le funzioni di negoziatore un solo intermediario che è anche il gestore del mercato)².

Gli IS sono tenuti (art. 27) a pubblicare *quotazioni irrevocabili* per le *azioni ammesse alle negoziazioni* in MR per le quali sono internalizzatori sistematici e per le quali esiste un *mercato liquido*. Per le azioni per le quali non esiste un mercato liquido gli IS comunicano le loro quotazioni *su richiesta*. Le quotazioni degli IS sono irrevocabili per gli ordini fino alla dimensione standard del mercato (*standard market size*, SMS); per gli ordini al di sopra di tale soglia le quotazioni non sono irrevocabili. Le quotazioni pubblicate dagli IS - date, per ciascuna azione, da prezzi irrevocabili di acquisto e/o di vendita per quantitativi pari alle dimensioni standard del mercato per la categoria di azioni alla quale l'azione appartiene - devono essere facilmente accessibili a condizioni commerciali ragionevoli. I prezzi quotati devono riflettere le condizioni prevalenti di mercato per quell'azione e devono essere pubblicati in modo regolare e continuo durante il normale orario di contrattazione; gli IS possono aggiornare in qualsiasi momento le quotazioni o ritirarle in condizioni eccezionali di mercato.

Nel rispetto degli obblighi di *best execution* (articolo 21), gli internalizzatori sistematici eseguono gli ordini che ricevono dai loro clienti al

dettaglio (sulle azioni per le quali sono IS), ai prezzi quotati al momento in cui ricevono l'ordine. Sugli ordini ricevuti da clienti professionali (sempre relativi alle azioni per le quali sono IS) gli IS possono praticare un prezzo migliore (c.d. *price improvement*) *in casi giustificati*, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e gli ordini siano di *dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio* (*customarily retail size – CRS*)³, oppure quando la singola transazione riguarda vari titoli⁴.

Regimi di trasparenza e tutela dell'investitore

Essenziale nel funzionamento e quindi nella disciplina di un mercato è la trasparenza relativa alle condizioni alle quali è possibile effettuare scambi (trasparenza ex ante) e alle condizioni alle quali gli scambi sono avvenuti (trasparenza ex post). Le due forme di trasparenza incidono in misura determinante sul processo di price discovery e sulla concorrenza tra diverse sedi di esecuzione degli ordini e quindi, in ultima analisi, sulla performance complessiva del mercato in termini di liquidità, di efficienza di prezzo, di costi di transazione, di livello di servizio all'utente.

Il regime di trasparenza introdotto dalla direttiva MiFID differisce a seconda della sede di esecuzione (mercato regolamentato, MTF o

³ Secondo l'art. 26 del Regolamento (CE) N. 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006, ai fini dell'articolo 27, della direttiva MiFID un ordine è definito di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio se supera i € 7.500. Al di sopra di tale livello gli IS possono praticare il *price improvement*. Per gli ordini superiori a tale soglia (invero piuttosto bassa) quindi si realizza una discriminazione tra clienti al dettaglio e clientela istituzionale.

⁴ Il numero di titoli minimo per qualificare tali transazioni è stato fissato in almeno 10 titoli (c.d. *basket trading*).

² Gli attuali SSO operanti su base multilaterale potrebbero invece essere assimilati agli MTF.

internalizzatore sistematico), degli strumenti finanziari negoziati (azioni o altri strumenti finanziari), dei soggetti che domandano servizi di negoziazione (investitori *retail*, investitori professionali o controparti qualificate) e della fase precedente o successiva allo scambio (trasparenza pre e post negoziazione).

Le imprese di investimento, nel prestare servizi di investimento (e/o servizi accessori) devono agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti (art.19 direttiva MiFID). Tutte le informazioni (incluse le comunicazioni di marketing, che devono essere chiaramente identificabili come tali) indirizzate ai (potenziali) clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Ai (potenziali) clienti devono essere fornite in forma comprensibile informazioni appropriate: sull'impresa di investimento e i relativi servizi; sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte (evidenziando i rischi associati a tali strumenti o a determinate strategie di investimento); sulle sedi di esecuzione; su costi e oneri connessi, in modo tale che i clienti *possano ragionevolmente comprendere* la natura del servizio e degli strumenti finanziari proposti nonché dei rischi connessi e, di conseguenza, possano prendere le loro decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa.

Per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente (*suitability*, comma 4, art. 19 MiFID), nella prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio nonché alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento. In caso di prestazione di servizi di investimento

diversi da quelli aventi contenuto di consulenza, le imprese di investimento devono chiedere al (potenziale) cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o richiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è appropriato per il cliente (*appropriateness*, comma 5, art. 19 MiFID). Se l'impresa di investimento ritiene, sulla base delle informazioni ottenute, che il prodotto o il servizio non è appropriato, avverte, anche in forma standardizzata, quest'ultimo di tale situazione. Se il (potenziale) cliente non fornisce informazioni circa le sue conoscenze e esperienze, o se tali informazioni non sono sufficienti, l'impresa di investimento avverte (anche mediante un formato standardizzato) il (potenziale) cliente che tale decisione le impedirà di determinare se il servizio o il prodotto è appropriato.

La tutela dell'investitore avviene quindi su un duplice piano: in primo luogo le imprese di investimento devono *fornire informazioni* adeguate; in secondo luogo esse devono *raccogliere informazioni* per stabilire se il servizio che forniscono al cliente può essere ritenuto, sulla base di tali informazioni, adeguato e appropriato. La verifica di adeguatezza (*suitability*) si applica ogni qual volta i servizi forniti abbiano un contenuto di raccomandazione (consulenza e gestione). La verifica di adeguatezza è basata su informazioni relative a conoscenze ed esperienza del cliente nonché alla sua situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento. La verifica di appropriatezza (*appropriateness*) è meno incisiva e si applica ai servizi che non comportano raccomandazioni. Inoltre, mentre non è consentito fornire servizi di investimento in caso di verifica di adeguatezza con esito negativo, in caso di servizi che risultino inappropriati l'impresa di investimento può fornire il servizio richiesto dopo

aver avvertito il cliente circa i rischi ai quali va incontro ricevendo il servizio inappropriato.

Le imprese di investimento possono prestare servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente (c.d. *execution only*), con o senza servizi accessori, senza ottenere le informazioni che consentono di valutarne adeguatezza e appropriatezza, a condizione che: tali servizi siano relativi ad azioni ammesse alla negoziazione in un MR, a strumenti del mercato monetario, a obbligazioni o altri titoli di credito (escluse le obbligazioni o titoli di credito che incorporano uno strumento derivato), a OICVM e ad altri *strumenti finanziari non complessi*;

il servizio sia prestato a iniziativa del (potenziale) cliente;

il cliente sia stato chiaramente informato (anche mediante un formato standardizzato) che, nel prestare tale servizio, l'impresa di investimento non è tenuta a valutare l'appropriatezza dello strumento o servizio prestato o proposto (e che pertanto egli non beneficia della corrispondente protezione);

l'impresa di investimento rispetti i propri obblighi in tema di conflitto di interessi.

Le imprese di investimento devono tenere registrazione dei documenti concordati tra l'impresa di investimento e il cliente in cui sono precisati i diritti e gli obblighi delle parti (eventualmente integrati mediante un riferimento ad altri documenti o testi giuridici) nonché le altre condizioni alle quali l'impresa fornirà servizi al cliente. Esse inoltre devono fornire ai loro clienti adeguata informativa periodica sui servizi prestati, comprendenti (ove ciò sia pertinente) i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto.

Le imprese di investimento devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini dei loro clienti, il miglior risultato possibile per i loro clienti (*best execution*, art. 21

Direttiva MiFID). Il risultato è definito in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione (*total consideration*) pertinente ai fini della sua esecuzione. Se esistono istruzioni specifiche da parte del cliente, l'impresa di investimento è tenuta a eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni.

Le imprese di investimento devono istituire e attuare efficaci meccanismi per ottemperare all'obbligo di *best execution*; in particolare mediante la definizione e l'attuazione di una strategia di esecuzione degli ordini (*order execution policy*) che consenta di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente. La strategia di esecuzione specifica, per ciascuna categoria di strumenti, informazioni circa le sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e circa i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione. Essa precisa le sedi che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente. Le imprese di investimento devono informare adeguatamente i loro clienti in merito alla strategia di esecuzione degli ordini e ottenerne il consenso preliminare. Se la strategia di esecuzione degli ordini prevede che gli ordini dei clienti possano essere eseguiti al di fuori di un MR o di un MTF, i (potenziali) clienti devono essere informati di tale possibilità e dare consenso preliminare esplicito (sotto forma di accordo generale o in relazione alle singole operazioni) prima dell'esecuzione degli ordini.

Le imprese di investimento sono tenute a controllare l'efficacia dei loro dispositivi di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze. In particolare le imprese di investimento valutano regolarmente se le sedi di esecuzione previste nella strategia di esecuzione degli ordini assicurano il miglior

risultato possibile per il cliente o se esse debbano modificare i dispositivi di esecuzione. Le imprese di investimento devono notificare ai clienti qualsiasi modifica rilevante dei loro dispositivi per l'esecuzione degli ordini o della loro strategia di esecuzione e devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, dietro loro richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità della strategia dell'impresa in materia di esecuzione.

Per quanto riguarda le regole di gestione degli ordini della clientela (*order handling rules*, art. 22), le imprese di investimento devono applicare procedure e dispositivi che assicurino un'esecuzione rapida, equa ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione della stessa impresa di investimento, rispettando la priorità temporale di ricezione. In caso di gestione di ordini con limite di prezzo su azioni ammesse alla negoziazione in un MR, se non sono eseguiti immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato, le imprese di investimento devono adottare misure volte a facilitare l'esecuzione più rapida possibile di tali ordini, pubblicandoli immediatamente in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato, a meno che il cliente fornisca esplicitamente istruzioni diverse. Le imprese di investimento rispettano questi obblighi se trasmettono gli ordini del cliente con limite di prezzo a un MR e/o a un MTF. Possono essere esentati dall'obbligo di pubblicazione gli ordini con limite di prezzo relativi a volumi elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato.

Per garantire che le misure volte ad assicurare la protezione degli investitori e il funzionamento equo e ordinato dei mercati finanziari tengano conto dell'evoluzione di tali mercati sotto il profilo tecnico saranno adottate misure di attuazione che definiscono: a) le condizioni e la natura delle procedure e dei dispositivi che determinano un'esecuzione rapida, equa ed

efficiente degli ordini dei clienti e le situazioni nelle quali o i tipi di operazioni per i quali le imprese di investimento possono ragionevolmente rinunciare ad un'esecuzione rapida in modo da ottenere condizioni più favorevoli per i clienti; b) i diversi metodi attraverso i quali si può considerare che un'impresa di investimento abbia adempiuto al proprio obbligo di divulgare al mercato gli ordini dei clienti con limite di prezzo non eseguibili immediatamente.

Conseguenze attese sui servizi di negoziazione

La direttiva MiFID comporterà un significativo mutamento nella struttura dei mercati secondari di titoli azionari: la moltiplicazione (almeno potenziale) delle sedi di esecuzione degli scambi. L'attuale contesto di mercato si caratterizza per la presenza di un obbligo di concentrazione degli scambi che impone che le transazioni di titoli azionari quotati in mercati regolamentati siano effettuate nel mercato regolamentato, con l'eccezione degli scambi di dimensioni superiori a quelle normali (blocchi) e degli scambi realizzati al di fuori dell'orario di operatività diurna.

La direttiva MiFID prevede, al contrario dell'obbligo di concentrazione, che le negoziazioni possano essere eseguite attraverso diverse sedi di esecuzione (*execution venues*).

Sono quindi previste rilevanti innovazioni nelle modalità di prestazione del servizio di negoziazione. Tutte le imprese di investimento (che operino come internalizzatori oppure no) devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini dei loro clienti, il miglior risultato possibile per i loro clienti (*best execution*).

Nella considerazione circa gli obblighi di *best execution* e strategia di esecuzione degli ordini, posizione di rilievo riveste il *benchmark* al quale confrontare le condizioni effettive di esecuzione dell'ordine: in presenza di mercati frammentati e

di pluralità di condizioni possibili di esecuzione è difficile individuare condizioni di riferimento univoche. Infatti, in presenza di più parametri in base ai quali sono definiti (art.21 MiFID) gli obblighi di *best execution* e di più mercati, l'ottimizzazione delle condizioni può portare a risultati differenti a seconda della priorità data ai diversi parametri (ad es. non è detto che il prezzo più alto in vendita o più basso in acquisto sia anche quello che consente la maggiore rapidità di esecuzione). Inoltre, per l'investitore è più facile dare maggior peso agli elementi maggiormente visibili (es. commissioni esplicite) che a elementi meno visibili (quali il bid-ask spread o l'impatto sul mercato). Ciò fa sì che le decisioni del cliente finale possano essere influenzate da elementi che hanno peso diverso sul suo benessere complessivo.

Un possibile rimedio all'aumento dell'opacità che deriva dal nuovo assetto normativo e un contributo alla comparabilità delle condizioni di esecuzione può essere dato dalla disponibilità di informazioni storiche e standardizzate sulla qualità complessiva di esecuzione delle diverse sedi, con particolare evidenza ai costi impliciti (es. erosione del prezzo a fronte di quantitativi standardizzati di esecuzione) e ai tempi di esecuzione. Un provvedimento in tal senso è stato assunto nel novembre 2000 da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) con la Rule 11Ac 1-5 (nota anche come "Dash5") che obbliga i mercati a produrre e diffondere con cadenza mensile statistiche su diversi indicatori di liquidità/qualità del mercato: *bid-ask spread*, tempo di esecuzione degli ordini ecc.. Tale forma di trasparenza ex-post sulle condizioni di esecuzione fa sì che il cliente finale abbia più strumenti per giudicare la qualità complessiva di esecuzione, per effettuare comparazioni su basi metodologicamente corrette e, in definitiva, per mettere in concorrenza le diverse sedi di

esecuzione al fine di ottenere un servizio complessivamente migliore.

L'evoluzione della normativa condurrà allo sviluppo di nuove caratteristiche del servizio di negoziazione, in quanto in un mercato frammentato aumenta l'importanza degli *skills* di negoziazione e della loro varietà. Non va inoltre trascurato che l'operatività secondo l'assetto dell'internalizzatore sistematico ha caratteristiche ontologicamente diverse da quella in conto terzi e potrebbero rivelarsi necessarie procedure e dotazioni patrimoniali a fronte della gestione del rischio di posizioni in titoli.

Infine, come in tutte le fasi di discontinuità normativa, si apriranno opportunità di sviluppi potenziali, quali ad esempio un maggior ruolo per la negoziazione *volume-weighted average price* (VWAP), particolarmente importante quando si hanno più mercati, e assetti contrattuali che discriminino tra negoziatori informati e negoziatori non informati (es. esposizione degli ordini solo a traders che si impegnano ad eseguirli; esecuzione a condizione che un negoziatore acquisti e venda controvalori uguali; *basket orders*; gestione dei limiti di prezzo condizionata alla situazione del mercato; sostituzione di ordini su uno strumento con ordini su un altro strumento condizionata alla situazione del mercato).

La presenza di più mercati potrà inoltre favorire lo sviluppo di *Smart Order Routing Systems* (SORSs), sistemi in grado di selezionare (e trasmettere ordini a) la migliore sede di esecuzione, in base a una pluralità di fattori, oltre al prezzo medio ponderato della negoziazione (ad esempio, velocità e probabilità di esecuzione).

Alternative strategiche per gli intermediari

Nel panorama sopra delineato si apre agli intermediari italiani un ventaglio di opzioni strategiche possibili nel momento in cui decidono

la loro *execution policy*: continuare a inviare gli ordini della clientela ai mercati gestiti da Borsa Italiana; costituire un MTF oppure partecipare a un MTF consortile; dare origine a un'operatività in veste di internalizzatore sistematico; cedere a terzi il flusso di ordini e quindi trasformarsi da negoziatore a mero raccoglitore di ordini. I fattori principali che andranno tenuti in conto nell'orientare la scelta sono le dimensioni e la varietà del flusso di ordini; la dotazione patrimoniale; gli *skills* di negoziazione; la *mission* dell'intermediario nell'ambito del gruppo; l'assetto corrente dei servizi di negoziazione offerti; la dotazione tecnologica presente e necessaria; la disponibilità e la qualità di eventuali algoritmi di *matching* proprietari.

2. Post-trading

Il Codice di condotta sul post-trading

Il Codice di condotta per l'offerta dei servizi di post-trading (a volte indicato come Code of Conduct on Clearing and Settlement) è un accordo volontario sottoscritto il 7 novembre 2006 da borse, controparti centrali e depositari centrali di paesi europei e non, in risposta a un impulso della Commissione europea finalizzato a stimolare la concorrenza nella fornitura di servizi di post-trading.

La Commissione ha scelto un approccio "industry-led" rispetto all'ipotesi di emanare una direttiva. Tale approccio dovrebbe godere di alcuni vantaggi comparati rispetto all'approccio top down implicito in una direttiva: maggiore flessibilità in un settore in rapida evoluzione e minori ostacoli da parte degli attori del mercato chiamati a implementare la nuova regolamentazione. Il rischio di tale procedura è di arrivare a soluzioni ottimali per le imprese coinvolte, ma non per i consumatori.

Gli obiettivi generali dell'accordo sono rappresentati dall'incremento della trasparenza e della competizione nel settore del post-trading. In particolare, gli obiettivi specifici del Codice possono essere sintetizzati nei seguenti impegni a: rendere trasparenti i prezzi dei singoli servizi di *trading*, *clearing* e *settlement*; garantire l'accesso da parte di altre infrastrutture di mercato; sviluppare l'interoperabilità tra sistemi; rilevare e contabilizzare separatamente costi e ricavi dei singoli servizi offerti.

Per consentire la verifica del rispetto degli impegni sottoscritti, le associazioni firmatarie dovranno produrre relazioni periodiche che saranno esaminate dal Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement, composto da rappresentanti della Commissione europea, del Committee of European Securities Regulators (CESR) e dell'Eurosistema.

Nel giugno 2007 sono state pubblicate le "Linee guida per l'accesso e l'interoperabilità", come richiesto dal Codice di condotta entro la fine del primo semestre 2007. Le linee guida definiscono impegni, principi e raccomandazioni che le organizzazioni firmatarie del Codice di condotta assumono al fine di facilitare la libertà di scelta dei partecipanti al mercato. Il Monitoring Group (MOG) ha valutato positivamente le linee guida adottate nell'ambito del Codice di condotta e si propone di valutare nel gennaio 2008 l'efficacia di tale strumento alla luce delle prime esperienze di loro concreta applicazione.

La direttiva MiFID e il post-trading

La direttiva MiFID non disciplina direttamente i servizi di post-trading, ma contiene alcune norme in grado di influenzare i sistemi di *clearing* e *settlement* in tema di *best execution*, requisiti organizzativi e diritto di accesso alle strutture di post-trading.



La disciplina della *best execution* (art. 21 Direttiva MiFID) obbliga l'impresa di investimento ad adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il "miglior risultato possibile" per l'investitore e definisce tale concetto in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine. La rapidità e la probabilità di regolamento contribuiscono quindi a definire il rispetto dell'obbligo di *best execution*.

I requisiti di organizzazione dettati per i mercati regolamentati (art. 39 Direttiva MiFID) prevedono anche la presenza di dispositivi atti ad agevolare

la finalizzazione efficiente e tempestiva delle operazioni eseguite. Analogamente, l'art. 14 della Direttiva MiFID prescrive che i sistemi multilaterali di negoziazione adottino le misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle transazioni concluse.

Infine, per rimuovere gli ostacoli alla concorrenza, l'art. 34 della Direttiva MiFID prevede che le imprese di investimento straniere abbiano accesso ai sistemi di controparte centrale, compensazione e regolamento in base a criteri non discriminatori, trasparenti ed obiettivi identici a quelli che si applicano ai partecipanti nazionali.

4. GOVERNANCE E ASSETTI PROPRIETARI DEI MERCATI[♦]

Uno studio volto all'interpretazione dell'ondata di fusioni e acquisizioni che ha colpito il settore delle borse non può prescindere dagli aspetti di *governance* e dall'assetto proprietario dei mercati. Nell'arco dell'ultimo decennio l'*exchange industry* ha significativamente mutato fisionomia. E' possibile individuare tre stadi in tale processo evolutivo: in una prima fase, numerose borse organizzate in forma cooperativa hanno abbandonato la finalità mutualistica a favore di strutture *for profit*; la seconda fase di evoluzione del settore è stata caratterizzata dalla realizzazione di progetti di quotazione e *initial public offerings* (IPOs), con la conseguente apertura del capitale a soci non intermediari; la terza fase è caratterizzata da operazioni di fusione e acquisizione, anche *cross-border*, con conseguente ulteriore alterazione degli assetti proprietari.

Obiettivo del capitolo è analizzare il ruolo delle modalità di *governance* e degli assetti proprietari nell'interpretazione delle operazioni di fusione e acquisizione di borse.

1. La *governance* delle borse: modelli teorici

Le borse, intese come società di gestione di mercati organizzati, possono caratterizzarsi per diversi assetti proprietari ed essere organizzate secondo diversi modelli di *governance*. In relazione al primo aspetto, l'assetto proprietario, è utile distinguere le borse possedute dallo Stato, da quelle possedute dagli intermediari (a volte, ignorando i clienti rappresentati dalle società emittenti, definite anche *customer owned*) e infine da quelle possedute dal mercato, cioè le cui azioni sono negoziate in un mercato secondario (*publicly*

traded). In relazione al secondo aspetto, la *governance*, è utile distinguere le società con finalità mutualistiche (cooperative) dalle società con finalità di lucro.

I più noti modelli teorici che analizzano la *governance* e gli assetti proprietari delle borse sono stati proposti da Hart e Moore (1996)⁵ e Pirrong (2000)⁶.

Hart e Moore (1996) confrontano l'efficienza di una borsa gestita in forma cooperativa dagli intermediari con quella di una borsa gestita con finalità di profitto da un socio non intermediario. L'efficienza è, nella definizione degli autori, misurata dai benefici netti (cioè al netto dei costi) totali (cioè sia per gli utenti che per i proprietari) associati a ciascuna soluzione. Il modello considera due variabili discriminanti per l'equilibrio finale: la dimensione degli intermediari utenti della borsa e il livello di competizione fronteggiato dalla borsa. In particolare, ciò che rileva per l'equilibrio finale è il grado di omogeneità degli intermediari. La struttura cooperativa si rivela efficiente in presenza di soci di uguali dimensioni (massima omogeneità), mentre la struttura *for profit* prevale in termini di efficienza all'aumentare del grado di asimmetria tra le dimensioni degli intermediari. Questo risultato è una conseguenza diretta della differenza tra l'intermediario medio e l'intermediario mediano (che è quello cruciale nel determinare il risultato delle votazioni). L'implicazione interessante risiede, quindi, nel fatto che il grado di omogeneità degli operatori determina il livello di efficienza della scelta. In presenza di un insieme eterogeneo di operatori, le tensioni tra piccoli intermediari e grandi

⁵ Hart, O., Moore, J. (1996), "The governance of exchanges: members' cooperative versus outside ownership", *Oxford Review of Economic Policy*, 4, 53-69.

⁶ Pirrong, C. (2000), "A Theory of Financial Exchange Organization", *Journal of Law & Economics*, 437-471.

[♦] A cura di Giovanni Petrella.

intermediari danno luogo a risultati inefficienti se la struttura di *governance* è cooperativa.

Hart e Moore (1996) dimostrano, inoltre, che la competizione di altre borse è in grado di disciplinare le politiche di *pricing* delle borse organizzate *for profit*, conducendo a risultati più efficienti, mentre non ha effetto sulle politiche di *pricing* delle borse organizzate in forma cooperativa. Tale risultato, in parte determinato dalla diversità delle strutture di costo dell'*incumbent* e del *new comer*, implica che in presenza di un mercato dei servizi di *trading* maggiormente competitivo una struttura di *governance for profit* conduce a soluzioni più efficienti.

Anche il modello proposto da Pirrong (2000) esamina l'impatto della diversità degli intermediari sulla scelta della struttura di *governance*, pervenendo a risultati che possono apparire in prima battuta diversi da quelli di Hart e Moore (1996): secondo Pirrong (2000) il modello cooperativo prevale, rispetto al modello *for profit*, all'aumentare del grado di eterogeneità tra i membri della borsa. Il focus del modello di Pirrong non è quindi, come per Hart e Moore, sulla comparazione del livello di efficienza complessivo (inteso come somma dei benefici netti degli utenti e dei proprietari) delle diverse soluzioni, ma sul modello di *governance* prescelto dagli intermediari per organizzare gli scambi di strumenti finanziari.

Pirrong (2000) differenzia le strutture *for profit* dalle strutture cooperative in relazione alla possibilità per le prime di distribuire profitti ai soci. Egli, inoltre, differenzia gli intermediari in termini di dimensione, come Hart e Moore (1996), e in termini di efficienza. La presenza di intermediari con strutture di costo diverse genera un conflitto tra gli intermediari con bassi costi e quelli con elevati costi nella definizione della tariffa di negoziazione ottima. Un aumento della

tariffa di negoziazione della borsa genera, infatti, un aumento dei profitti complessivi della borsa, ma anche una riduzione dei profitti derivanti dall'attività di brokeraggio che colpisce maggiormente gli intermediari con bassi costi (e, quindi, alti volumi) rispetto a quelli con elevati costi (e, quindi, bassi volumi). In presenza di elevata eterogeneità tra le strutture di costo, gli intermediari preferiscono modelli cooperativi per proteggersi da questa forma di redistribuzione dei profitti.

Pirrong (2000) analizza anche il tema della struttura proprietaria delle borse e spiega il ruolo degli intermediari-proprietari con la necessità di ridurre il rischio di espropriazione degli investimenti *exchange-specific* realizzati dagli intermediari che operano in una borsa. Interessante in proposito è l'interpretazione secondo la quale l'avvento della negoziazione elettronica ha ridotto il rischio di espropriazione per gli intermediari: *skill* e investimenti necessari oggi per operare in un mercato elettronico possono essere riutilizzati in una pluralità di mercati. Nell'era della negoziazione telematica un *trader* è infatti in grado di operare simultaneamente su più mercati in competizione: ciò limita la capacità del mercato di espropriare i *broker* e, quindi, la necessità per questi di essere proprietari dei mercati.

I modelli teorici presentati in questo paragrafo evidenziano il ruolo dell'eterogeneità degli intermediari nel determinare la scelta del modello di *governance* di una borsa. Le cause della diversità di previsioni dei due modelli risiedono nella diversità delle definizioni utilizzate per le modalità di *governance* e nella diversità del set di azioni strategiche a disposizione degli intermediari. I modelli presentati trascurano, tuttavia, importanti fattori di contesto che influenzano la scelta del modello di *governance* di una borsa (regolamentazione, tecnologia, assetti

proprietari). Su questi aspetti si tornerà nel paragrafo 3 di questo capitolo.

2. La governance delle borse: evidenze empiriche

In questa sezione si presentano i risultati di studi empirici che hanno indagato il legame tra la *governance* e le performance delle borse. La performance di una borsa può essere analizzata sia dal punto di vista aziendale (paragrafo 2.1) sia dal punto di vista microstrutturale (paragrafo 2.2).

2.1 L'impatto sulla performance aziendale delle borse

Mendiola e O'Hara (2003)⁷ studiano gli effetti della quotazione di un campione di borse sulle performance aziendali. Gli autori analizzano misure contabili e misure basate su rendimenti di mercato. Le evidenze relative alle misure contabili (*return on equity*, *return on asset*, *return on sales*) forniscono indicazioni non contrarie, ma neppure particolarmente a favore dell'ipotesi di un miglioramento delle performance aziendali associato alla quotazione. La seconda dimensione di performance analizzata è basata sull'andamento del prezzo di mercato del titolo quotato. I rendimenti delle borse quotate superano i rendimenti dei rispettivi mercati, anche tenendo conto del rischio sistematico (cioè controllando il beta del titolo). Occorre, tuttavia, rilevare che i dati di Mendiola e O'Hara (2003) si riferiscono principalmente a un periodo in cui i titoli delle borse quotate hanno fatto registrate performance eccezionalmente elevate in parte a causa del trading speculativo che tipicamente caratterizza i titoli per i quali il mercato sconta una probabilità

non trascurabile di essere coinvolti in operazioni di acquisizione. E' noto, infatti, che i rendimenti delle società acquisite (*target*) registrano rendimenti anomali riconducibili ai premi pagati dagli acquirenti (*bidder*). Miller e Pagano (2007)⁸ costruiscono un indice azionario rappresentativo dei rendimenti di 17 borse quotate. Nel periodo agosto 2004-ottobre 2006 il rendimento dell'indice delle borse quotate è pari a 5,4 (4,5) volte il rendimento dell'indice S&P (MSCI World), il rischio⁹ dell'indice S&P (MSCI World) è pari a 3,8 (2,5) volte il rischio dell'indice delle borse quotate. Tali evidenze, seppure assolutamente grezze e preliminari, sono coerenti con l'ipotesi di rendimenti in eccesso rispetto al mercato generati da aspettative di operazioni di acquisizione.

Mendiola e O'Hara (2003) analizzano anche la performance delle *initial public offerings* (IPOs) di titoli rappresentativi di borse. I risultati relativi all'*underpricing* (differenza tra il prezzo di collocamento e il prezzo di mercato del primo giorno di negoziazione) delle borse quotate non sono diversi da quelli di un campione di controllo costituito da titoli quotati nel medesimo mercato e nel medesimo periodo di quotazione delle borse oggetto di indagine.

Diversamente da quanto osservato per l'*underpricing* di breve periodo e diversamente da quanto si osserva normalmente per i titoli neoquotati, le borse quotate offrono invece rendimenti di lungo periodo significativamente superiori a quelli del campione di controllo. E' interessante anche notare che si registra una forte relazione positiva tra la frazione di azioni collocate in sede di IPO e i rendimenti di lungo periodo. Questa evidenza è coerente con l'analisi

⁷ Mendiola, A., O'Hara, M. (2003), "Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges", *Cornell University*, working paper.

⁸ Miller, T., Pagano, M. (2007), "Who Wants to Dance? Some Possible Exchange Partners", *Journal of Trading* 2, 2, 63-72.

⁹ Il rischio è misurato dal coefficiente di variazione (rapporto tra deviazione standard e media dei rendimenti).

di Di Noia (1998)¹⁰ secondo la quale, considerando le borse come imprese possedute dai propri clienti, le decisioni operative delle borse sono orientate alla massimizzazione dell'utilità per gli utenti della borsa. Se si adotta tale prospettiva è chiaro che il mercato valuta positivamente le borse che hanno collocato una maggiore quantità di titoli al momento della quotazione, riducendo in tal modo la quota di proprietà dei clienti (e quindi il rischio di distorsione della funzione obiettivo della società quotata). Occorre comunque rilevare che, dato il ristretto intervallo temporale nel quale sono avvenute le quotazioni incluse nel campione, queste evidenze possono risentire di una generale sopravvalutazione del settore delle borse riconducibile ad attese speculative circa la possibilità di operazioni di aggregazione.

Serifsoy (2005)¹¹ studia gli effetti dell'abbandono della finalità mutualistica e della quotazione sull'efficienza e sulla produttività aziendali di un campione di borse. L'autore analizza un campione di 28 borse negli anni 1999-2003 e confronta misure di efficienza e produttività stimate attraverso la metodologia data *envelopment analysis* (DEA) di borse con diverse strutture di *governance*. In particolare, Serifsoy (2005) distingue le borse organizzate in forma di società mutualistiche, da quelle organizzate in forma di società *for profit* possedute da intermediari, da quelle quotate (e, quindi, almeno parzialmente possedute da soggetti diversi dai clienti). I risultati delle stime effettuate dimostrano che le borse *for profit* evidenziano performance aziendali superiori a quelle delle borse cooperative per quanto

riguarda i livelli di efficienza tecnica, ma non forniscono evidenze analoghe per quanto riguarda la crescita della produttività. Inoltre, le borse quotate non evidenziano livelli di efficienza e produttività diversi da quelli delle borse *for profit* possedute dagli intermediari. Serifsoy (2005) conclude che i vantaggi della quotazione non risiedono quindi nel miglioramento dell'efficienza aziendale, ipotesi avanzata da OECD (2003)¹², ma sono riconducibili ad altri benefici come, ad esempio, la possibilità di ridurre i conflitti di interesse tra membri eterogenei.

In effetti le borse possedute dagli intermediari sono fonte di diverse ipotesi di conflitto di interesse. I soci-intermediari sono, al tempo stesso, anche clienti della borsa e fornitori dei servizi di negoziazione agli investitori. Una borsa controllata esclusivamente da intermediari potrebbe operare in modo tale da massimizzare il benessere (i profitti) degli intermediari aumentando il costo del capitale per le imprese e i costi di negoziazione (cioè diminuendo i rendimenti) per gli investitori. Una borsa controllata da un azionariato diffuso, o comunque non dominato da intermediari, sarebbe meno incline a comportamenti tesi allo sfruttamento di relazioni commerciali dirette tra l'intermediario cliente (e proprietario) e la società fornitrice (e controllata). Un management indipendente, in alternativa alla modifica degli assetti proprietari, può ridurre tali rischi. In proposito l'eterogeneità degli intermediari soci, poiché rende non perfettamente allineate le funzioni obiettivo dei soci, favorisce l'indipendenza del management dalla proprietà.

¹⁰ Di Noia, C. (1998), "Customer-Controlled Firms: The Case of Stock Exchanges", *Wharton Rodney White Center for Financial Research*, working paper.

¹¹ Serifsoy, B. (2005), "The Impact of Demutualization and Outsider Ownership on Stock Exchange Performance: Empirical Evidence", *Goethe University of Frankfurt*, working paper.

¹² "Being listed on a stock exchange is likely to improve the value of stock exchanges, as exchanges are urged to create value for their own shareholders through improvement of their structure to operate more efficiently". Cfr. OECD (2003), "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges", *Financial Market Trends* **85**, 89-117.

Un'altra ipotesi di conflitto di interesse potrebbe nascere tra intermediari-soci e società-mercato in merito all'accesso diretto degli investitori. Il servizio offerto agli investitori consiste, in termini essenziali, nella possibilità di scambiare (cioè di incontrare il lato opposto del mercato): tale possibilità viene prodotta dalla borsa e poi rivenduta dagli intermediari. In linea di principio, la borsa potrebbe vendere direttamente il servizio agli investitori, disintermediando gli intermediari broker. Un esempio di tale problema è offerto dalla possibilità di accesso diretto degli *hedge fund* ai mercati. Gli *hedge fund* sono infatti tra i principali generatori di volumi di negoziazione per le borse e, quindi, tra i principali clienti degli intermediari broker. Le borse potrebbero appropriarsi del profitto dei broker offrendo modalità di accesso diretto al mercato, ma gli intermediari-soci che rischiano di perdere tali profitti potrebbero non essere d'accordo.

2.2 L'impatto sulla performance microstrutturale delle borse

Mendiola e O'Hara (2003) analizzano anche gli effetti della quotazione sulla produzione di liquidità delle borse. In particolare, essi usano l'*illiquidity ratio* di Amihud (2002)¹³ che mette in relazione i rendimenti (in valore assoluto) dei titoli con i volumi scambiati in controvalore monetario. Un maggior (minor) valore dell'*illiquidity ratio* indica un maggior (minor) *market impact*, cioè l'effetto sul rendimento provocato dai volumi scambiati. Gli autori evidenziano una riduzione dell'*illiquidity ratio* riconducibile alla quotazione.

I risultati di Mendiola e O'Hara (2003), oltre a essere non particolarmente robusti (tre borse su sette non registrano un miglioramento della

liquidità), sono affetti dall'attribuzione arbitraria dell'intera variazione dell'*illiquidity ratio* osservata in un periodo di due anni alla quotazione come unico fattore causale. In realtà è noto che la liquidità dei mercati dipende da numerosi fattori causali. Più robusto appare quindi l'impianto metodologico di Swan e Westerholm (2004)¹⁴. Gli autori usano un data set di dati *intraday* relativi al periodo marzo 2000- ottobre 2001 per i 250 titoli più liquidi provenienti da 38 mercati al fine di valutare l'impatto delle variabili microstrutturali e istituzionali sulla qualità degli scambi. L'analisi di Swan e Westerholm controlla i seguenti fattori esplicativi: il grado di frammentazione del mercato, la presenza di un mercato di blocchi, la possibilità di immettere ordini nascosti (*iceberg order*), il grado di trasparenza del mercato per gli intermediari e per gli investitori, la dimensione del titolo e del mercato, la presenza di un sistema di deposito titoli accentrato, l'eventuale quotazione della borsa. Quest'ultima variabile influenza positivamente lo *spread bid-ask* effettivo e i volumi scambiati: gli autori attribuiscono la seconda evidenza agli incentivi delle borse quotate a incrementare i volumi negoziati (dai quali dipendono i propri ricavi).

Un'analisi simile alla precedente è stata condotta da Jain (2006)¹⁵ con dati provenienti dalle principali 51 borse mondiali per il periodo gennaio 2000-aprile 2000. Obiettivo specifico di Jain è indagare il legame tra la liquidità del mercato secondario e le variabili che definiscono la struttura organizzativa di un mercato.

¹⁴ Swan, P., Westerholm, J. (2004), "The Impact of Market Architectural and Institutional Features on World Equity Market Performance", *University of Sydney*, working paper.

¹⁵ Jain, P. (2006), "Improving liquidity through efficient stock market structure and operational design", *Journal of Financial Transformation* **18**, 151-159.

¹³ Amihud, Y. (2002), "Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets* **5**, 31-56.

Diversamente da Swan e Westerholm (2004), Jain (2006) non indaga il ruolo della quotazione, ma distingue le borse organizzate in forma di società con finalità mutualistiche da quelle organizzate in forma di società con finalità di profitto e aperte a soci non intermediari. Nell'analisi univariata le borse mutualistiche forniscono minore liquidità (*spread* effettivo 2,5%) rispetto alle borse con finalità di profitto (*spread* effettivo 1,7%). Nell'analisi multivariata, che controlla congiuntamente i diversi fattori esplicativi della liquidità, i risultati non sono univoci: le borse *for profit* generano maggiori volumi, a parità di ogni altra condizione, ma non minori *spread*. Jain sottolinea correttamente che la struttura di *governance* influenza dimensioni come la capacità di innovazione della borsa oppure la capacità di adottare nuove tecnologie che, pur non influenzando i volumi o gli *spread*, sono comunque importanti per gli utilizzatori del mercato.

3. Conclusioni

Negli ultimi anni numerose borse hanno modificato la propria struttura di *corporate governance* e hanno intrapreso numerose iniziative di aggregazione in forme dall'intensità più (fusioni e acquisizioni) o meno (alleanze e accordi) elevata. Questa evidenza fattuale può essere ricondotta a diversi fattori causali non mutuamente escludentisi.

L'*exchange industry* ha fronteggiato crescenti pressioni competitive provenienti da diversi fronti: da soggetti nuovi entranti (*electronic communication networks*, ECNs), dal mutamento del comportamento strategico di attori in precedenza dormienti (borse privatizzate, borse divenute *for profit*), dall'ampliamento delle strategie di investimento degli investitori (alla ricerca di nuove *asset class* e di nuovi mercati in

cui investire). I mercati organizzati sotto forma di società con finalità di profitto hanno intrapreso strategie volte a entrare in mercati con elevati tassi di crescita sul *trading* e/o sul *listing*. Per quanto riguarda il *trading* i mercati di strumenti derivati offrono attese di profitto superiori rispetto ai più tradizionali mercati cash di azioni e obbligazioni. In particolare, quote crescenti di volumi sono realizzati da fondi *hedge*, che rappresentano quindi un *target* interessante per i mercati con obiettivi di massimizzazione dei profitti. Per quanto riguarda il *listing* si è assistito a una netta riduzione delle quotazioni di società estere negli Stati Uniti, da molti ricondotta agli obblighi derivanti dal Sarbanes-Oxley Act¹⁶. Ciò ha spinto i principali mercati statunitensi (NYSE e NASDAQ) a ricercare opportunità di crescita all'estero attraverso operazioni di acquisizione.

Lo sviluppo dell'*information technology* ha avuto importanti ripercussioni sull'evoluzione del settore delle borse. Esso ha consentito, in generale, di ridurre i costi di comunicazione e, in particolare, di creare sistemi telematici di negoziazione in sostituzione dei *trading floor*. Alla negoziazione basata sulla presenza fisica delle controparti si è affiancata, e nella maggior parte dei casi sostituita, la negoziazione basata su sistemi elettronici (*electronic order book*) che non necessitano della presenza fisica delle controparti e prevedono modalità di accesso remoto per intermediari esteri. In sintesi, la telematica rende da un lato meno critico il ruolo degli intermediari *broker* per facilitare gli scambi (disintermediazione dei broker), dall'altro rende sostituibile anche il ruolo dei mercati (disintermediazione dei mercati).

¹⁶ Interessante in proposito il caso Fiat: la SEC ha richiesto 26 chiarimenti in merito al bilancio relativo all'anno 2005. V. Il Sole 24 Ore, 3 ottobre 2007 e il carteggio SEC-Fiat disponibile nel database EDGAR del sito SEC, www.sec.gov/, Central Index Key (CIK) del titolo Fiat 0000842317.

La negoziazione telematica ha inoltre consentito di raggiungere volumi di *trading* impensabili con la contrattazione fisicamente centralizzata, grazie alla possibilità di far incontrare una più ampia popolazione di *trader* rappresentativi di domanda e offerta e alla crescente velocità di conclusione delle transazioni. Lo sviluppo dei volumi negoziati ha reso necessaria la predisposizione di sofisticate piattaforme di negoziazione, caratterizzate da consistenti investimenti iniziali e bassi costi marginali. Una funzione di produzione di questo tipo incentiva le fusioni tra mercati: la presenza di bassi costi marginali spinge le borse a combinare i propri sistemi di negoziazione per sfruttare appieno le economie di scala. La possibilità di utilizzare la medesima piattaforma anche per strumenti diversi favorisce inoltre l'ingresso in mercati contigui (ad esempio la negoziazione di derivati). Infine, borse di dimensioni maggiori beneficiano di esternalità di rete (*network externalities*) in termini sia di produzione di liquidità sul secondario che di fornitura di capitali sul mercato primario. Economie di scala ed esternalità di rete sono, quindi, fattori importanti per spiegare le operazioni di aggregazione tra borse.

La ricerca di nuove opportunità di profitto e/o lo sfruttamento di sinergie sono motivazioni classiche a supporto delle operazioni di fusione e acquisizione. Un'ulteriore motivazione che viene spesso citata nella letteratura sulle *mergers & acquisitions* (M&As) è l'*empire-building fever*, cioè la volontà dei manager di gestire aziende di maggiori dimensioni. Anche nel caso delle borse, in particolare di quelle quotate o comunque caratterizzate da una netta separazione tra proprietà e gestione, l'*hubris* manageriale può contribuire (anche in una piccola parte) a spiegare la volontà di realizzare operazioni di fusione e acquisizione.

Il contesto regolamentare è profondamente mutato nella direzione di favorire la competizione tra intermediari e mercati anche di paesi diversi. La caduta dei monopoli legali (obbligo normativo di concentrazione degli scambi) e dei monopoli naturali (per investimenti specifici, in particolare nell'era del trading non elettronico) ha modificato radicalmente l'ambiente competitivo. I nuovi mercati che opereranno in competizione con le borse *incumbent* saranno tipicamente di emanazione degli intermediari. La competizione dei nuovi mercati crea non soltanto un problema di potenziale frammentazione degli scambi, ma genera anche un conflitto di interessi quando un intermediario è al tempo stesso azionista di una borsa e proprietario di un MTF (*multilateral trading facility*, ovvero mercato non regolamentato secondo la direttiva MiFID).

L'attuale situazione non può essere ricondotta isolatamente a uno dei fattori precedenti. Essa è ovviamente il risultato dell'interazione congiunta di tali fattori: l'accentuato dinamismo del contesto concorrenziale non si sarebbe realizzato (o almeno si sarebbe realizzato con intensità diversa) in assenza del mutato contesto regolamentare e/o tecnologico.

Sebbene le aggregazioni comportino innegabili benefici sotto diverse dimensioni (efficienza di costo, liquidità dei mercati, facilità di accesso per gli investitori), è opportuno sottolinearne in chiusura anche i rischi. In presenza di un'intensa attività di aggregazione e concentrazione del settore degli *exchanges*, non si può trascurare il rischio di una riduzione del livello effettivo di competizione. Abbiamo parzialmente ricondotto le operazioni di aggregazione tra borse alla necessità di rispondere al mutato contesto competitivo. Tale modalità di risposta potrebbe però, seppur non motivato dalla volontà di eludere la competizione, risultare in una riduzione del livello di competizione, sempre in agguato



all'aumentare del livello di concentrazione di un settore. La regolamentazione deve quindi minimizzare le barriere all'entrata e facilitare l'accesso di potenziali nuovi entranti.

ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il capitolo quinto si occupa dell'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale, concentrandosi sull'andamento della crescita e dell'inflazione all'interno di Stati Uniti, area Euro ed emergenti BRICs. Le prospettive sono improntate ad un moderato ottimismo, su cui però pesano gli effetti della crisi finanziaria della scorsa estate. La crescita prosegue intensa all'interno del gruppo delle economie emergenti che stanno diventando il vero motore della economia mondiale e che sembrano immuni dagli effetti della crisi estiva. Tuttavia, vi sono non pochi elementi di incertezza che trovano ragione nella evoluzione dello scenario macroeconomico all'interno del gruppo delle economie avanzate. La crisi di liquidità vissuta nel corso dei mesi estivi non ha ancora dispiegato tutti i suoi effetti. Il timore è che possano manifestarsi perdite diffuse e intense presso gran parte degli intermediari finanziari e bancari con ripercussioni assai negative per l'economia reale. L'anello debole sembra essere in particolare costituito dai consumi USA che potrebbero risentire in modo decisamente negativo di un ulteriore indebolimento del mercato immobiliare e dell'accentuazione della fase di incertezza. La situazione è migliore all'interno dell'area Euro che però inizia a sperimentare le prime conseguenze negative generate dal rafforzamento dell'Euro. Infine non è da sottovalutare la continua ascesa del prezzo del petrolio che ha ormai superato i 90 dollari al barile. Nel complesso i principali revisori hanno "rivisto al ribasso" le stime di crescita di alcuni decimi di punto.

Il capitolo sesto si concentra invece sull'analisi dei tassi di interesse nell'Euro zona, esaminando in particolare le ragioni che hanno indotto la BCE a rinviare il più volte annunciato rialzo dei

tassi di *policy* - originariamente previsto per la ripresa autunnale - ed esaminando l'insieme delle principali operazioni condotte dalla Banca Centrale nel tentativo di stabilizzare e rassicurare i mercati. Nel momento in cui scriviamo gli operatori scontano un periodo non breve caratterizzato da una sostanziale invarianza del Repo rate, all'interno della regione europea.

5. IL QUADRO MACROECONOMICO ♦

Su quattro rischi congiunturali ...

Prima della pausa estiva, come evidenziato nel precedente numero di OM, l'opinione maggioritaria tra gli analisti congiunturali era di stampo sostanzialmente ottimista. Quasi tutte le analisi congiunturali, tuttavia, sottolineavano che lo scenario macroeconomico reale era condizionato da quattro *downside risks*:

- in primo luogo si paventava il rischio di una "correzione" del mercato azionario in USA, parallela alla diffusione della crisi del mercato immobiliare, con effetti a cascata e rischio di recessione;
- in secondo luogo, si enfatizzavano le turbolenze sui mercati valutari con il rischio di un improvviso deprezzamento del dollaro;
- si sottolineava quindi la rilevante accelerazione del prezzo del petrolio e l'associato rischio di un nuovo *shock* petrolifero;
- si manifestavano infine dubbi sulla tenuta della crescita – a ritmi storicamente inusitati – nei principali paesi emergenti.

Si concordava – sempre tra gli ottimisti – sulla congettura che i tassi sui Fed Funds USA sarebbero rimasti invariati al 5,25% e i tassi

♦ A cura di Domenico Delli Gatti.

sulle operazioni di rifinanziamento dell'area Euro sarebbero aumentati marginalmente (di 25 punti base) in settembre. In rialzo erano attesi inoltre i tassi di intervento nel Regno Unito e in Giappone.

... tre diventano improvvisamente realtà

Dopo lo scoppio della *crisi dei subprime* in agosto possiamo a buon diritto affermare che i primi tre rischi si sono tradotti in realtà, per giunta con una diffusione ed una intensità inattesi. Solo il rischio di un sensibile rallentamento congiunturale nei paesi emergenti è stato scongiurato. L'opinione prevalente tra gli analisti congiunturali è ancora ottimistica, grazie anche alla dinamica della congiuntura reale nei principali paesi ma i pessimisti hanno riguadagnato reputazione e convinto alcuni degli analisti al margine tra i due campi.

Per quanto riguarda il primo rischio, il mercato azionario negli USA e nel resto del mondo ha subito una correzione rilevante in agosto. Le quotazioni hanno subito perdite notevoli (nell'ordine del 2-3% al giorno) per alcuni giorni consecutivi. La caduta non è diventata un crollo vero e proprio grazie al tempestivo, massiccio e prolungato intervento delle banche centrali nel ruolo di prestatori di ultima istanza al sistema bancario in crisi di liquidità.

Con riferimento al secondo rischio, notiamo che il dollaro si è nuovamente e consistentemente deprezzato. Il tasso di cambio rispetto all'euro ha raggiunto 1,43.

Anche il terzo rischio si è parzialmente concretizzato. Il prezzo di un barile di petrolio ha superato i 90 dollari e gli analisti di settore non escludono che possa presto raggiungere 100. Negli USA ciò contribuisce ad alimentare aspettative inflazionistiche. Nell'area Euro l'effetto su costi e prezzi è attenuato dall'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro.

Come si è già anticipato, solo il quarto rischio è lungi dall'essersi acutizzato. I paesi emergenti stanno crescendo a ritmi sostenuti e sono diventati il principale motore della crescita mondiale.

Le banche centrali corrono ai ripari

La visione di consenso riguardante l'andamento dei tassi si è dimostrata – a causa della crisi – del tutto sbagliata. La Fed ha tagliato in agosto di mezzo punto percentuale il tasso di sconto, ossia il tasso sui prestiti diretti alle banche commerciali, e in settembre, sempre di mezzo punto, il tasso sui Fed funds (ora al 4,75%), invertendo il segno della politica monetaria seguita finora, che era restrittiva dal giugno 2004. La BCE ha rinunciato ad accrescere il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento del sistema bancario, disattendendo l'annuncio (quasi esplicito) già fornito prima della pausa estiva.

Quanto alla Bank of England, è stato per certi versi sorprendente il tentativo, nella prima decade di settembre, di sottrarsi all'intervento sui mercati finanziari pur in presenza di un evidente malfunzionamento degli stessi. La decisione di Mervin King di fare rapidamente marcia indietro per effetto della corsa agli sportelli di Northern Rock segnala che nel prossimo futuro anche la BoE non farà orecchie da mercante di fronte alla crisi.

Le banche centrali, quindi, non solo sono corse ai ripari per spegnere l'incendio quando si è manifestato – contrastando l'improvvisa carenza di liquidità manifestatasi per effetto della crisi con massicce iniezioni di fondi sull'interbancario – ma hanno invertito la rotta rispetto al contesto pre-crisi. Il segno dell'impostazione di politica monetaria negli USA è cambiato, mentre la BCE ha adottato una posizione attendista che equivale però ad un

ripensamento rispetto all'impostazione gradualistica ma restrittiva realizzata prima della crisi.

La crisi finanziaria provocherà una recessione?

Sull'origine, lo sviluppo e la propagazione internazionale della crisi dei *subprime* ci soffermeremo nel prossimo numero monografico di OM. In questa sede ci interessa valutare le conseguenze della crisi sulla dinamica congiunturale reale a breve termine sia negli USA che nel resto del mondo. L'analisi della congiuntura reale e le previsioni a breve-medio termine dipendono dal giudizio sulla situazione attuale del sistema bancario e dei mercati finanziari e dalle aspettative sui tassi (di interesse e di cambio).

La quantificazione delle perdite per il sistema bancario, per gli intermediari specializzati e per gli investitori è soggetta a grande incertezza. Al momento le perdite stimate non sono estremamente rilevanti: 40 mld. di dollari per le banche e circa 160 mld. di dollari per investitori in prodotti strutturati, ma sono riviste continuamente al rialzo.

L'"evaporazione" della liquidità (*liquidity squeeze*) sui mercati azionari e obbligazionari e sul mercato interbancario si è accompagnata a una riduzione della disponibilità a concedere credito da parte delle banche, che sono diventate più caute nell'erogare prestiti non solo alle altre banche ma anche alle famiglie – in primo luogo sul mercato dei mutui – e alle imprese. Si ha quindi una stretta creditizia (*credit crunch*).

Da un sondaggio condotto dalla BCE a fine settembre si rileva che nel terzo trimestre dell'anno in corso si è verificata una restrizione del credito che ha colpito soprattutto prestiti alle imprese a lungo termine, in modo più modesto prestiti alle famiglie. Viene evidenziata inoltre la possibilità di ripercussioni non trascurabili

sull'attività di investimento e sull'andamento dei consumi.

Più complicata ed aleatoria è la quantificazione dell'impatto della crisi sulle aspettative e sul grado di fiducia, non solo degli operatori finanziari ma anche di famiglie e imprese.

Comunque, i principali previsori hanno "rivisto al ribasso" le stime di crescita di alcuni decimi di punto rispetto alle previsioni prodotte prima dello scoppio della crisi estiva (TAB. 1).

TAB. 1: Tassi di crescita del PIL (previsioni più recenti e differenza rispetto alle previsioni pre-crisi)

	Ultime previsioni		Differenza rispetto alle previsioni di luglio	
	2007	2008	2007	2008
USA	1.9	1.9	-0.1	-0.9
Area Euro	2.5	2.1	-0.1	-0.4
Germania	2.4	2.0	-0.2	-0.4
Francia	1.9	2.0	-0.3	-0.3
Italia	1.7	1.3	-0.1	-0.4
Giappone	2.0	1.7	-0.6	-0.3
Regno Unito	3.1	2.3	0.2	-0.4
Cina	11.5	10.0	0.3	-0.5
India	8.9	8.4	-0.1	0.0

Fonte: IMF, World Economic Outlook Ottobre 2007.

Segnali contrastanti dalla congiuntura USA

La Fed sta manovrando al ribasso i tassi di interesse non solo per stabilizzare i mercati finanziari ma anche per scongiurare una recessione. Nella comunicazione al pubblico delle sue decisioni, infatti, la preoccupazione della Fed per lo stato dell'economia reale è esplicita.

Le ultime previsioni di consenso per l'economia USA incorporano già l'effetto depressivo della crisi finanziaria, attestandosi su un tasso di crescita media annua inferiore al 2,0% nel 2007 (contro il 2,6% nel 2006 e un tasso previsto per l'anno in corso che ancora prima della crisi

estiva era superiore o uguale ai 2 punti percentuali).

Se guardiamo agli andamenti del Pil e delle principali componenti della domanda (riportati nella TAB. 2), osserviamo che nel secondo trimestre del 2007, ossia prima dello scoppio della crisi, negli USA si è verificato un rimbalzo congiunturale rispetto ai trimestri precedenti.

Nel II-07 vanno bene tutte le componenti di spesa (investimenti industriali, esportazioni nette, spesa pubblica) tranne l'investimento residenziale e i consumi delle famiglie. La dinamica negativa degli investimenti residenziali non è una novità: questo tipo di investimento è in fase di contrazione dal primo trimestre del 2006. Nell'ultimo anno la contrazione complessiva ammonta ad oltre un quinto.

TAB. 2: USA: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	IV-06	I-07	II-07
PIL	2,1	0,6	3,8
Consumi	3,9	3,7	1,4
Invest. non resid.	-1,4	2,1	11,1
Invest. residenziali	-17,2	-16,3	-11,8
Spesa pubblica	3,5	-0,5	4,1
Esportazioni	14,3	1,1	7,5
Importazioni	1,6	3,9	-2,7

Il dato sorprendente e potenzialmente più preoccupante è la decelerazione dei consumi, che rappresentano due terzi della spesa complessiva. I consumi delle famiglie, infatti sono stati il vero motore della espansione negli USA e hanno sorretto la crescita anche quando le altre componenti di spesa rallentavano vistosamente.

Ci si può legittimamente chiedere se cominci a manifestarsi l'effetto-ricchezza negativo dovuto al crollo del valore dei patrimoni immobiliari,

che finora è stato "nascosto", secondo alcuni, dall'effetto di compensazione dovuto all'effetto ricchezza positivo derivante dall'andamento del mercato azionario. La crisi di agosto ha indotto una caduta parallela dei prezzi azionari e dei prezzi degli immobili che ha interrotto tale canale di compensazione. Se i consumi iniziassero veramente a cedere, l'effetto sulla congiuntura americana si farebbe pesante.

La dinamica dei prezzi azionari, peraltro, ha ripreso immediatamente la direzione ascendente una volta "incorporata" la disponibilità della Fed a stabilizzare i mercati finanziari, definita la *Bernanke put*. Ma c'è molta incertezza sulla tenuta di questo *mini-rally* del mercato di borsa. Gli investimenti industriali, che hanno registrato un vero e proprio boom – generalmente ritenuto temporaneo e irripetibile – nel II-07, potranno soffrire in futuro della stretta creditizia in corso ma le imprese possono ancora contare su un flusso di profitti rilevanti per finanziare gli investimenti con fondi interni.

Il tasso di disoccupazione è ancora storicamente basso (4.6%). Le indicazioni più recenti sullo stato di salute dell'economia USA confermano che un rallentamento è in atto ma sono comunque non preoccupanti per quanto riguarda l'occupazione a livello aggregato. In settembre, ad esempio, l'occupazione complessiva è aumentata, soprattutto grazie all'incremento registrato nel settore servizi che ha più che compensato la dinamica negativa nel settore edilizio e degli intermediari specializzati in mutui. In questo ambito sono stati effettuati oltre 40 mila licenziamenti da inizio anno di cui 20 mila negli ultimi due mesi.

Il quadro congiunturale del terzo trimestre è quindi variegato, caratterizzato dalle molte ombre dovute alle prevedibili ripercussioni a breve della crisi e a qualche luce, attribuibile alla solidità di fondo della dinamica reddituale sia

per le imprese che per le famiglie degli occupati. Secondo alcuni quindi, il terzo trimestre potrebbe chiudere con una crescita superiore al 3%; la stessa Fed – nonostante le preoccupazioni più volte recentemente espresse per la solidità della crescita – avrebbe rivisto al rialzo le sue previsioni relative al quarto trimestre..

Dollaro in caduta libera ?

La debolezza attuale del dollaro – il cui tasso di cambio con l'euro ha superato 1.43 a metà ottobre – è storicamente inusitata. Il tasso di cambio effettivo del dollaro, misurato cioè nei confronti di un paniere di valute, è ai minimi dal 1992. Abbiamo assistito ad un vero e proprio cedimento della divisa USA, iniziato parallelamente alla crisi di agosto e attribuibile in qualche misura alla crisi di fiducia indotta dalla crisi stessa. La dinamica dei tassi di intervento successiva alla crisi, con la Fed che taglia i tassi e la BCE che li tiene invariati, aggiunge un motivo in più alla tendenza al deprezzamento del dollaro. Ciò sarebbe peraltro coerente con la necessità di un aggiustamento delle partite correnti USA, che sono da troppo tempo su un sentiero insostenibile.

Un deprezzamento “eccessivo” del dollaro tuttavia creerebbe due problemi di natura opposta sulle due sponde dell'Atlantico. In Europa, il deprezzamento del dollaro riduce la competitività di prezzo delle merci europee destinate agli USA. Le stampa, anche non specialistica, registra già le numerose lamentele delle imprese esposte alla concorrenza internazionale, che trovano talvolta accoglienza anche in settori della pubblica amministrazione. D'altro canto, l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro aiuta ad attenuare l'impatto sui costi delle imprese europee dell'impennata dei prezzi del petrolio e quindi ha una valenza eminentemente anti-inflazionistica.

Negli USA, comprensibilmente, il problema è proprio l'impatto inflazionistico del deprezzamento del dollaro. Se la dinamica dell'inflazione dovesse riprendere rapidamente, la politica monetaria potrebbe diventare restrittiva. La *Bernanke put* verrebbe abbandonata.

La crescita rallenta nell'Eurozona ...

Dopo la forte e inattesa accelerazione a fine 2006, si è verificato un rallentamento in apertura del 2007. Il tasso di crescita congiunturale annualizzato è sceso dallo 0,9% nel IV-06 al 0,7% nel I-07 e allo 0,3% nel II-07. Nella TAB. 3 riportiamo i tassi di crescita congiunturali annualizzati del PIL e delle sue componenti.

La dinamica modesta del PIL nel II-07 riflette soprattutto il crollo degli investimenti, che si può interpretare come un fenomeno di assestamento rispetto ai due trimestri precedenti in cui si è registrata una crescita sostenuta. Ci si aspetta quindi un rimbalzo nel terzo trimestre, che però sarà almeno in parte condizionato dai primi effetti della crisi dei *subprime*.

TAB. 3: Eurozona: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	IV-06	I-07	II-07
PIL	3,6	2,8	1,2
Consumi	2,0	0,0	2,0
Investimenti	7,0	8,2	-0,8
Spesa pubblica	1,6	3,2	0,4
Esportazioni	13,0	2,8	4,5
Importazioni	6,5	3,6	2,4

In effetti gli indicatori di fiducia (sia dei consumatori che delle imprese) mostrano già sintomi di ripiegamento. Gli analisti sembrano concordi nel giudicare molto probabile un nuovo rallentamento congiunturale a partire dal IV-07

quando gli effetti reali della crisi si faranno pienamente sentire.

Per quanto riguarda l'inflazione, i dati più recenti non sono incoraggianti. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area euro è aumentato del 2,1% in settembre (contro l'1,7% nel settembre dello scorso anno). In Germania il tasso di inflazione è stato del 2,5% 2,7% in Settembre (1% un anno fa).

Nonostante l'apprezzamento dell'euro, quindi, l'impatto inflazionistico della crescita dei prezzi del petrolio e degli alimentari si sta trasmettendo ai prezzi al consumo. Ma anche la *core-inflation* è in ripresa. La BCE potrebbe trovarsi in difficoltà, stretta tra la necessità di garantire il funzionamento del mercato monetario e la necessità di fronteggiare l'“*upside risk*” in termini di inflazione.

Nella TAB. 4 riportiamo i tassi di crescita congiunturali annualizzati del PIL e delle sue componenti per la Germania.

La ragione principale della decelerazione in Germania nel II-07 è la dinamica decisamente negativa degli investimenti (e in minor misura della spesa pubblica). Si tratta con tutta probabilità di un effetto di assestamento dovuto all'inversione di fattori che nel trimestre precedente avevano sostenuto la crescita. In particolare l'investimento residenziale si è ridotto dopo una crescita straordinaria nella parte finale del 2006. Inoltre, l'investimento in scorte ha cambiato segno dopo il forte accumulo – frutto anche di errori di misurazione – nel I-07. La domanda estera netta ha invece fornito un contributo decisamente positivo. Il tasso di crescita del PIL – già modesto – sarebbe stato decisamente più basso o addirittura negativa se non ci fosse stato questo contributo. Sullo scenario prospettico pesa negativamente la fiducia dei consumatori che – stando alle ultime indagini GfK e IFO – stanno riducendo le loro

intenzioni di spesa a seguito del timore di una riduzione del potere d'acquisto innescata da un tasso di inflazione superiore alle attese.

TAB. 4: Germania: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	IV-06	I-07	II-07
PIL	4,1	2,0	1,2
Consumi	3,2	-7,0	2,4
Investimenti	8,2	8,7	-5,1
Spesa pubblica	0,0	7,0	-0,8
Esportazioni	22,9	-1,2	3,6
Importazioni	5,3	8,7	-3,5

Nel caso del nostro Paese – cui si riferisce la TAB. 5 – osserviamo una stagnazione nel II-07 dovuta ad un contributo alla crescita modestissimo degli investimenti e a un contributo negativo della domanda estera netta. Solo i consumi delle famiglie hanno mantenuto una velocità di corsa soddisfacente.

TAB. 5: Italia: tassi di variazione congiunturale annualizzata del PIL e delle sue componenti

	IV-06	I-07	II-07
PIL	4,5	1,2	0,4
Consumi	0,8	2,8	2,4
Investimenti	8,7	1,6	0,4
Spesa pubblica	0,0	0,4	0,4
Esportazioni	17,9	-0,4	-3,9
Importazioni	7,4	-4,3	-1,2

... e diventa negativa in Giappone

In Giappone nella prima metà dell'anno in corso si è verificato un calo degli investimenti sia pubblici che privati, sia residenziali che non residenziali, che ha dato luogo addirittura ad una contrazione del PIL nel II-07 (-1,2% congiunturale annualizzato). Il tasso di crescita dei prezzi al consumo è risultato negativo a settembre. E' evidente, quindi, che la ripresa in Giappone è ancora zavorrata dal rischio di

deflazione, anche se già nei prossimi mesi la crescita dell'indice dei prezzi al consumo dovrebbe tornare ad essere in territorio positivo per effetto dell'incremento del prezzo del petrolio. Sullo scenario macro pesa inoltre la turbolenza dei mercati finanziari e la crisi politica che ha portato alla costituzione di un nuovo governo.

Il futuro dell'espansione internazionale è nella crescita dei paesi emergenti

Nonostante i timori, le economie emergenti continuano a crescere molto rapidamente, al punto che ormai si parla da tempo di *decoupling* rispetto a USA ed Europa. Alla luce delle probabili conseguenze negative della crisi dei *subprime*, si tratta di una circostanza favorevole, non solo ai paesi emergenti stessi, che trovano in sé stessi il meccanismo propulsivo della crescita, ma anche per i paesi di più consolidata industrializzazione che in questo momento hanno bisogno di un salvagente congiunturale ossia un'area geo-economica che faccia da acquirente di ultima istanza di beni e servizi.

Nella TAB. 6 sono riportati il tasso di crescita tendenziale del PIL nel II-07 dei paesi dell'area BRIC e il tasso di crescita medio (di fonte Economist) stimato per l'intero 2007.

TAB. 6: Tassi di variazione tendenziale del PIL nell'area BRIC

	II-07	2007
Brasile	5,4	4,7
Russia	7,8	7,2
India	9,3	8,0
Cina	11,5	11,5

Fonte: The Economist

I dati si commentano da soli. Richiamiamo l'attenzione, peraltro sul fatto che alcuni di questi paesi hanno registrato addirittura un'accelerazione della crescita rispetto alla

dinamica sperimentata fino a pochi mesi fa. Nonostante i forti miglioramenti realizzati negli ultimi anni, tuttavia, non tutti gli emergenti sono uguali. Dopo la crisi, i *sovereign spreads* si sono leggermente ampliati mostrando quali siano le economie più esposte ad una crescita del costo del finanziamento (estero): Argentina, Turchia Ungheria. In particolare, non va sottovalutata la condizione in cui si trovano molte delle economie emergenti europee, caratterizzate da elevati deficit di parte corrente finanziati per lo più con afflussi di capitale a breve termine che utilizzano strumenti finanziari denominati in valuta estera (come il Franco Svizzero). Una situazione che evoca quella già sperimentata dieci anni or sono dagli emergenti asiatici prima della grande crisi del 1997-98.

6. LA CONGIUNTURA MONETARIA ♦

La recente crisi finanziaria, il mercato monetario e le azioni della BCE

Durante il mese di agosto la crisi dei titoli legati ai mutui *subprime* americani ha colpito anche la zona-Euro. Ne è seguito un significativo incremento dei rendimenti dell'Euribor che si sono allontanati dai corrispettivi rendimenti dell'OIS e dell'Eurepo. La BCE è intervenuta sia fornendo liquidità al mercato (che ha anche cercato di rassicurare in numerosi comunicati ufficiali) sia rinunciando al preventivato aumento del Repo. Questo ha portato a un mutamento delle aspettative degli operatori che ora ritengono probabile un periodo non breve con un Repo costante. Nel contempo la BCE è intervenuta due volte sui suoi tassi di *policy*, mentre il tasso sui *Fed funds* è stato ridotto di mezzo punto.

Le cause della crisi

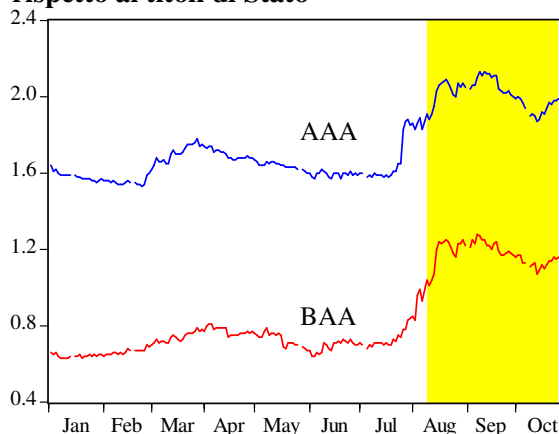
La considerevole ascesa dei prezzi degli immobili negli Stati Uniti, esauritasi solo nello scorso anno, ed i modesti livelli raggiunti dai tassi di interesse americani - in flessione sino al 2004 - hanno alimentato una rinegoziazione dei mutui che ha sostenuto i consumi e la crescita economica di quel paese. La successiva fase rialzista dei tassi e la recente crisi del comparto immobiliare hanno però fatto emergere gli eccessi che si erano generati sul segmento dei mutui *subprime* e, di conseguenza, sui valori mobiliari che essi garantivano.

Nonostante l'impatto economico diretto della sola crisi del settore immobiliare risulti sostenibile per l'economia americana, si sono manifestati sintomi di fragilità nel mercato creditizio-finanziario USA in considerazione dell'andamento degli strumenti finanziari

garantiti dai mutui. Negli USA, infatti, i mutui vengono abitualmente cartolarizzati e collocati presso intermediari e investitori privati.

Ragioni di preoccupazione sono così emerse sia dalle eventuali insolvenze sui titoli obbligazionari garantiti dai mutui, sia dall'accresciuto premio al rischio. Nonostante il peso marginale del comparto dei *subprime* sul totale dei *bonds* in circolazione è stato infatti rilevato – già a partire dal mese di luglio – un incremento generalizzato degli *spread* richiesti dagli investitori anche sulle obbligazioni di *rating* migliore (FIG.1)

FIG.1: Spread dei corporate bonds USA rispetto ai titoli di Stato



Fonte: FED; zona grigia: 9 agosto-25 ottobre.2007

Nel contempo è significativamente salito il differenziale tra il *libor* sul dollaro e il tasso di *policy* della Fed (FIG.2).

In particolare, nel mese di luglio, le difficoltà di due *hedge funds* specializzati nel settore immobiliare unitamente al manifestarsi di altri sintomi negativi hanno dato il via a una situazione di crisi che, a partire dal 9 agosto, si è ripercossa anche sui mercati finanziari europei.

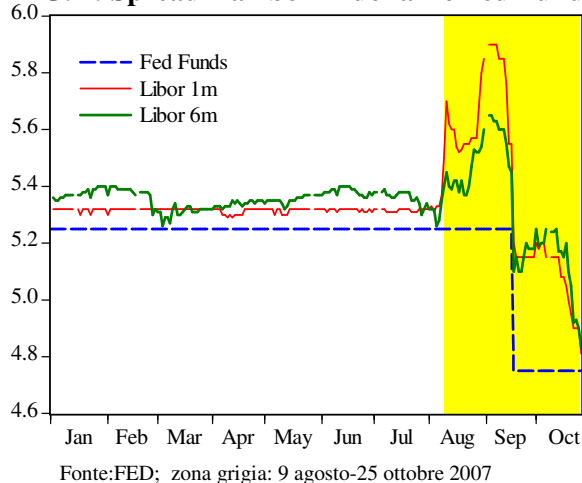
In America l'entità dei rischi è stata tale da spingere la Federal Reserve a convocare un FOMC straordinario a metà agosto in occasione del quale il tasso ufficiale di sconto è stato

♦ A cura di Giovanni Verga.

tagliato di 50 bp (dal 6,25% al 5,75%), così che il suo *spread* con il tasso target sui *Fed funds* è diminuito da 100 a 50 bps. In tale riunione è stata anche prospettata una successiva riduzione da parte della Fed del suo principale tasso di politica monetaria (*“Financial market conditions have deteriorated, ... the Federal Open Market Committee judges that the downside risks to growth have increased appreciably. The Committee is monitoring the situation and is prepared to act as needed...”*).

Questo evento si è in realtà verificato in occasione del FOMC del 18 settembre quando è stato deciso un taglio di 50 bps per il tasso target dei *Fed Funds*. Nelle ultime settimane (si veda ancora la FIG.1), le difficoltà del mercato monetario americano sembrano rientrate, dato che lo spread tra il Libor e il tasso target sui *Fed funds* è tornato ai suoi livelli normali. Permangono invece le “perplexità” dei mercati finanziari, dove il differenziale fra le obbligazioni *corporate* e i Treasury bills resta elevato.

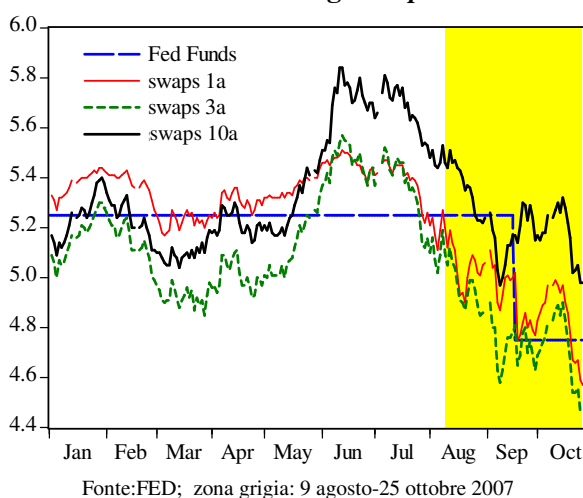
FIG. 2: Spread fra libor in dollari e Fed Funds



I rendimenti USA a scadenza medio-lunga sugli *swaps*, che risentono solo marginalmente del rischio di insolvenza, hanno proseguito la loro tendenza al ribasso: i rendimenti a 1 e 3 anni

sono ora inferiori al tasso di *policy* (FIG.3). L’aspettativa del mercato sembra quindi di ulteriori allentamenti della politica monetaria da parte della Fed. Una parte degli operatori si attende infatti una nuova riduzione di 25 bps del *Fed Funds*, già alla fine di ottobre.

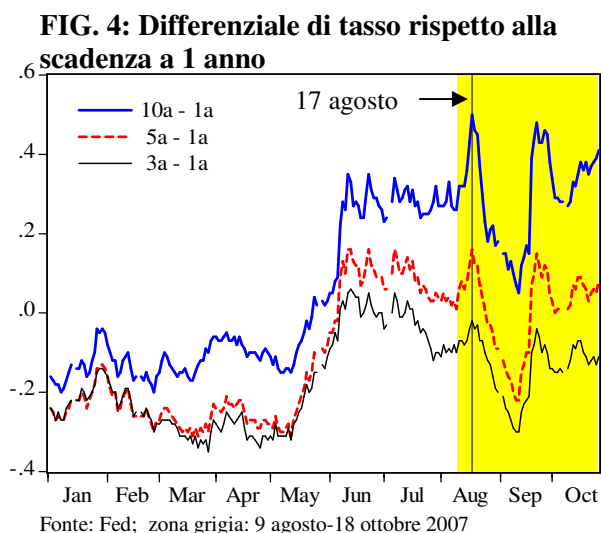
FIG. 3: I rendimenti degli swaps in dollari



Oltre che dalla Banca Centrale americana, interventi di politica monetaria sono stati adottati anche da altre banche centrali. La Bank of Japan ha deciso di rallentare il suo trend di progressiva rimozione delle condizioni espansive di politica monetaria, mentre la Banca Centrale Europea, oltre a non aver dato seguito all’intenzione di elevare i tassi di riferimento di 25 pb, ha immesso liquidità nel sistema finanziario e ha assunto un atteggiamento di *wait and see* che durerà fino al chiarimento dell’attuale situazione.

La recente crisi, accentuatasi ad agosto, ha infatti assunto una forte connotazione finanziaria che genera ancora preoccupazioni in merito ai suoi riflessi negativi sull’economia reale: l’aumento della volatilità sui mercati e la riduzione dell’appetito per il rischio hanno avuto la conseguenza indesiderata di far salire i tassi delle operazioni soggette a rischio e di

aumentare la domanda di liquidità. Anche se le notevoli iniezioni di liquidità nel sistema da parte delle maggiori banche centrali hanno in gran parte consentito di superare i problemi di brevissimo termine, permangono le difficoltà di finanziamento nel medio/lungo periodo. Le curve dei rendimenti hanno infatti registrato un sensibile aumento della loro inclinazione (FIG.4) - nonostante non vi siano aspettative al rialzo dei tassi - e il cui massimo valore è stato raggiunto il 17 agosto (data della riunione straordinaria del FOMC).



Alla luce delle informazioni ad oggi disponibili, risulta ancora difficile valutare l'impatto della crisi sulla crescita economica. Vanno comunque sottolineati tre importanti aspetti: (i) non è ancora possibile determinare l'ammontare totale degli strumenti finanziari "a rischio", anche in ragione di eventuali derivati e posizioni a leva assunte dagli *hedge fund*; (ii) in futuro l'attenzione dovrà rivolgersi all'evoluzione dei consumi negli Stati Uniti, in quanto un'eventuale recessione dell'economia passerà necessariamente dalla contrazione di tale aggregato; (iii) la politica monetaria USA ha cambiato orientamento.

I tassi del mercato monetario nella zona Euro

L'evoluzione dei tassi di mercato monetario della zona-Euro e la politica monetaria della BCE sono stati pesantemente influenzati dalla crisi del mercato USA dei mutui *subprime*. Il 2007 può essere infatti suddiviso in due sottoperiodi: il primo arriva all'8 agosto, il secondo si sviluppa a partire dal 9 agosto.

Il primo periodo è stato contrassegnato da un buon grado di stabilità dei mercati monetari dell'area-Euro che incorporavano fedelmente le informazioni rilasciate dalla Banca Centrale Europea sulla futura evoluzione del Repo. In un contesto di ridotto, ma non esaurito, pericolo per la stabilità di prezzi, e quindi di tendenza al rialzo dei tassi, la BCE segnalava al mercato con un mese d'anticipo la probabile variazione del tasso ufficiale mediante l'inclusione o meno della nota espressione "*strong vigilance*" nelle sintesi all'introduzione della conferenza stampa del Presidente. A luglio era opinione diffusa che un ulteriore aumento di 25 bps del tasso ufficiale fosse vicino anche se non immediato: restava solo da stabilire se la decisione sarebbe stata presa a settembre o a ottobre. A sciogliere ogni dubbio ci pensava Trichet. Immediatamente dopo la riunione del Consiglio Direttivo del 2 agosto - in un *briefing* con i giornalisti - pronunciava a nome dell'intero Consiglio il fatidico giudizio di "*strong vigilance*", che lasciava intendere come, a parte eventi eccezionali, l'aumento sarebbe stato adottato il 6 settembre. In quell'occasione, però, il Presidente aveva anche voluto sottolineare, con una particolare enfasi, che non vi era comunque nessun impegno da parte della BCE ("*we never pre-commit ... I re-emphasise that we never pre-commit*"). In quella conferenza, infatti, Trichet aveva per la prima volta accennato a turbolenze nel mercato monetario che la Banca Centrale intendeva attentamente monitorare.

Il mercato, comunque, assorbiva immediatamente l'informazione sull'aumento del Repo e i tassi impliciti a un mese - sia dell'Euribor che dell'OIS e dell'Eurepo - si portavano a un livello coerente con l'ipotesi di un tasso ufficiale al 4,35% a settembre (FIGG. 5 e 6). Già il primo agosto, cioè prima della riunione della Consiglio Direttivo, le istituzioni finanziarie intervistate da *bfinance* prevedevano all'unanimità un Repo al 4,25% entro ottobre, con un ulteriore probabile intervento di 25 bps a dicembre (TAB. 1).

TAB. 1: Le aspettative rilevate da *bfinance*

data previsione	1 lug		1 ago		1 set		1 ott	
previsione per:	set	dic	ott	gen	nov	feb	dic	mar
Media	4,25	4,40	4,25	4,43	4,11	4,18	4,02	4,05
Mediana	4,25	4,50	4,25	4,50	4,00	4,25	4,00	4,00
Divergenza delle opinioni	0,00	0,13	0,00	0,11	0,14	0,17	0,05	0,08

Fonte: *bfinance et les banques* e nostre elaborazioni

Dopo qualche giorno, in particolare a partire dal 9 agosto, le paventate turbolenze del mercato monetario si presentavano in tutta la loro ampiezza. L'aumento del rischio di insolvenza dei prenditori di fondi sul mercato dell'Euribor e la conseguente penuria di liquidità portavano infatti a un rapido rialzo dei rendimenti dell'Euribor, ben al di sopra della componente riconducibile alle aspettative sul futuro andamento del tasso ufficiale. Di contro, i rendimenti degli altri due principali mercati monetari europei - l'Eurepo e l'OIS (EONIA Swap Index) - cominciavano a flettersi, in quanto le difficoltà del mercato finanziario riducevano - nei giudizi degli operatori - la probabilità di un ulteriore incremento del Repo. Questa significativa differenza fra il comportamento dell'Euribor e gli altri due mercati deriva dalle loro diverse caratteristiche tecniche (vedi box: Euribor, OIS e Eurepo).

Euribor, OIS e Eurepo

L'Euribor® è il tasso a cui i depositi a termine interbancari sono offerti nella zona-Euro da una banca primaria a un'altra alle 11:00 - ora di Brussels ("miglior prezzo tra le migliori banche"). E' quotato spot (due giorni Target) sulla base dei giorni effettivi/360.

OIS ("EONIA SWAP INDEX") è il tasso medio a cui, alle 16:30 - ora di Brussels, un panel rappresentativo di banche primarie fornisce quotazioni giornaliere, arrotondate a tre decimali, che ogni Panel Bank ritiene che sia il tasso medio delle quotazioni dell'EONIA SWAP tra le banche primarie. E' quotato sulla base dei giorni effettivi/360.

EUREPO è il tasso a cui, alle 11:30 - ora di Brussels una banca primaria offre, nella zona Euro e nel mondo, fondi in euro a un'altra banca primaria se in cambio la prima riceve dalla seconda EUREPO GCcpme collaterale. E' quotato sulla base dei giorni effettivi/360.

(Si veda <http://www.euribor.org/>)

Il mercato interbancario (Euribor), comporta un'esposizione diretta e piena nei confronti della controparte, nonché l'effettivo utilizzo di *cash*, e ha pienamente risentito della maggior domanda di liquidità da parte degli intermediari finanziari e dell'aumentato rischio d'insolvenza. Il differenziale tra i rendimenti dell'Euribor e quelli dell'OIS e dell'Eurepo di pari scadenza, sino a luglio inferiore a 10 punti base, ha così subito un'impennata.

I contratti OIS (Overnight Index Swap) sono invece utilizzati per copertura/speculazione sulla parte breve della curva (normalmente i contratti

OIS hanno scadenza entro i 24 mesi – ma vengono principalmente utilizzati per le scadenze entro i 12 mesi).

FIG. 5: Euribor e Repo nel 2007

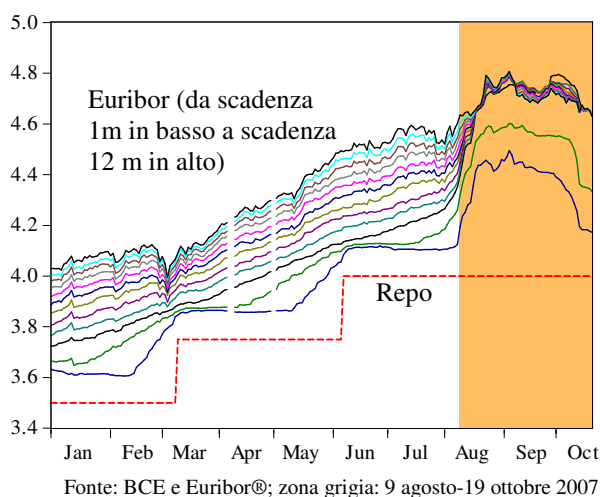
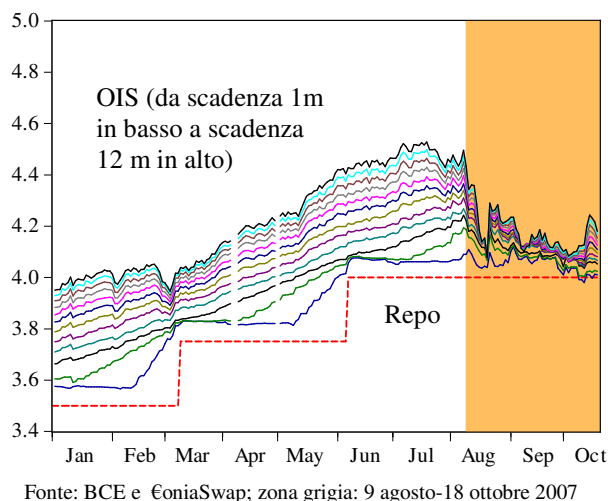


FIG. 6: OIS e Repo nel 2007



Si tratta di un contratto derivato (senza utilizzo iniziale di *cash*) in base al quale due controparti decidono di scambiarsi un tasso fisso contro un tasso variabile; alla scadenza del contratto viene regolato il differenziale di interessi maturato sulle due parti dello *swap*. Esso è per definizione un mercato a bassissimo livello di rischio e non

associato a movimenti di denaro. Lo stesso vale per il mercato dell'Eurepo che, riferendosi ad operazioni con sottostanti titoli governativi, ha un livello di rischio sostanzialmente nullo e consente all'acquirente dei titoli la possibilità di procedere al rifinanziamento sul mercato dei medesimi, così da poter operare, di fatto, anche senza utilizzo effettivo di contante.

I provvedimenti della Banca Centrale Europea

Per contrastare la crisi, la strategia della Banca Centrale Europea ha seguito tre diverse linee:

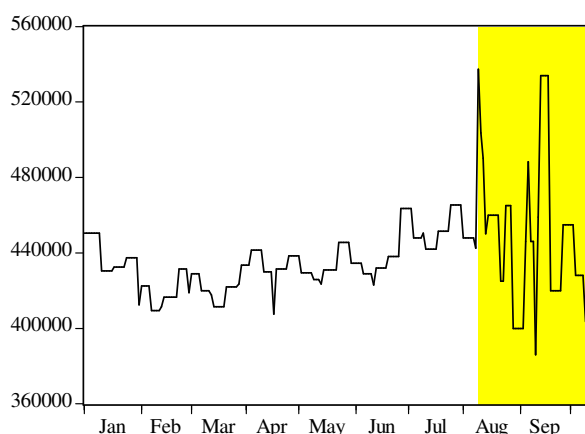
- immissione di liquidità nel sistema, sia mediante apposite operazioni di *fine tuning*, sia incrementando gli importi delle operazioni di rifinanziamento principali;
- comunicazioni atte a rassicurare gli operatori sull'intenzione della Banca di contrastare la crisi;
- rinuncia al previsto aumento del tasso ufficiale

Le operazioni di mercato aperto (FIG. 7) per garantire la liquidità del mercato monetario sono tempestivamente e massicciamente iniziate lo stesso 9 agosto (+94,841 mld con un'operazione di *fine tuning*) e, da allora a fine mese, ne sono state effettuate 5, per un totale di 250 mld, contro una creazione totale di liquidità, (compresa la raccolta di depositi a tempo determinato), di 386 miliardi nel complesso dei primi 7 mesi dell'anno. Il totale delle 4 tradizionali operazioni di rifinanziamento principali effettuate ad agosto, ha poi complessivamente creato liquidità per 1.040 miliardi, di cui 139 oltre il *benchmark*.

A settembre nuove massicce operazioni di mercato aperto e raccolta di depositi a tempo determinato, hanno fornito al sistema altri 211 miliardi di liquidità, che si sono aggiunti agli importi già forniti dalle operazioni di rifinanziamento principali. In coerenza con

l'obiettivo di non stimolare ulteriormente la crescita degli aggregati monetari, queste iniezioni di liquidità (v. ancora FIG.7) sono state attivate in modo da non generare effetti permanenti: si tratta di “picchi” transitori rapidamente riassorbiti nei giorni successivi.

FIG. 7: Operazioni di mercato aperto nel 2007



Fonte: BCE : zona grigia: 9 agosto-10 ottobre 2007.

Una delle preoccupazioni della Banca Centrale Europea è stata quella di evitare episodi di panico nel mercato monetario. A partire dal 9 agosto sono così apparse varie comunicazioni volte a garantire agli operatori (e al pubblico in generale) l'estrema attenzione mostrata dalla Banca Centrale nei confronti dell'evolversi della situazione e la sua determinazione a stabilizzare il mercato mediante immissioni di liquidità. Già il 9 agosto, poco prima della comunicazione della massiccia operazione di *fine tuning*, la Banca aveva avvertito che, date le tensioni nel mercato monetario, stava attentamente monitorando la situazione ed era pronta ad agire, come effettivamente faceva poco più di un'ora dopo, quando attivava una massiccia operazione di *fine tuning* e rendeva pubblica la sua intenzione di soddisfare il 100% delle richieste. La conferma che la BCE sta attentamente monitorando i mercati, pronta a intervenire con

tempismo per la loro normalizzazione, è stata poi ripresa in altri successivi comunicati, ed è apparsa anche nelle sintesi delle conferenze stampa del Presidente, il quale ha affermato che il buon funzionamento del mercato monetario è tra gli obiettivi della Banca Centrale, e che la stessa è pertanto sempre pronta ad intervenire con tempestività.

Nonostante nel suo *briefing* di agosto il Presidente avesse lasciato intendere (anche se con più cautela del solito) che il tasso ufficiale sarebbe stato aumentato di 25 punti base a settembre, i rendimenti per scadenza dell'OIS e dell'Eurepo segnalavano che, dopo il 9 agosto, il mercato cominciava a manifestare una progressiva perplessità sull'effettiva attuazione del proposito. Su tale atteggiamento probabilmente pesavano anche le dichiarazioni ufficiali nel frattempo rese dalla Fed, che lasciava trapelare l'intenzione di una riduzione dei tassi. La risposta “informale” della BCE è arrivata il 27 agosto per bocca di Trichet. Parlando ad un convegno a Budapest, il Presidente tralasciava di usare l'espressione “*strong vigilance*” - usata invece a inizio mese - e ribadiva che quanto detto in precedenza non era vincolante. Nella successiva riunione del 6 settembre il Repo, infatti, è rimasto invariato al 4% - e nella conferenza stampa non è stata più nemmeno utilizzata l'espressione “*strong vigilance*” - nonostante che lo stesso Trichet avesse sottolineato (i) la permanenza di un rischio inflazionistico, (ii) la presenza di una favorevole fase di crescita (iii) una intensa dinamica conosciuta dagli aggregati monetari. L'elevato grado di incertezza che tuttora permane richiede infatti l'acquisizione di ulteriori informazioni prima di una definitiva decisione di politica monetaria. Nel suo discorso Trichet ha anche voluto sottolineare come “la volatilità del mercato finanziario e la

rivalutazione del rischio delle ultime settimane avessero fatto crescere l'incertezza" nei mercati monetari-finanziari, e pertanto che la Banca continuava a seguirne attentamente l'evoluzione, pronta ad intervenire tempestivamente in caso di necessità.

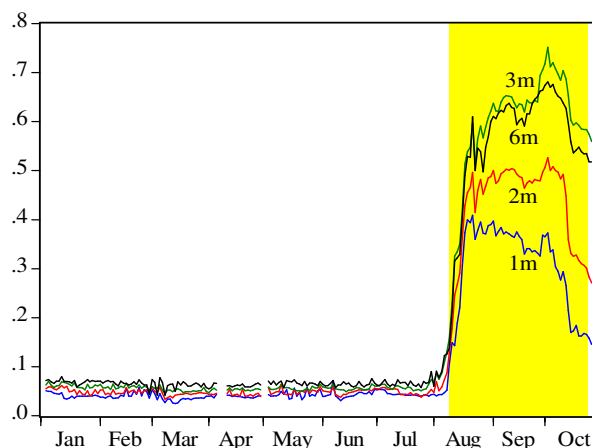
Queste parole sono state ripetute in maniera quasi identica nella Conferenza Stampa del 4 ottobre, e di nuovo non è stata pronunciata l'espressione "*strong vigilance*". A un giornalista che chiedeva se, dati gli ultimi accadimenti, il livello del tasso ufficiale si potesse ormai considerare appropriato, Trichet ha comunque risposto in modo negativo, lasciando intendere che quando questo si verificasse la Banca lo comunicerebbe ("*If we would have liked to mention "appropriate" we would have done so, but we did not.*"). Secondo il Presidente il pericolo inflazionistico permane, ma la situazione economica è troppo confusa per poter esprimere un giudizio definitivo.

Va comunque ricordato che il più elevato premio per il rischio incorporato nel rendimento dell'Euribor ha *de facto* già reso più restrittiva la politica monetaria per quanto riguarda il complesso delle operazioni e dei tassi ad esso direttamente o indirettamente collegati. Per esempio, il rendimento dell'Euribor a 1 mese, solo di recente ridimensionatosi al 4,2% circa, è rimasto per diversi giorni attorno a 4,40 punti, cioè sopra i 4,35 punti che in precedenza avrebbe raggiunto in presenza di un Repo al 4,25%. Il tasso a 3 mesi si trova attualmente (25 ottobre 2007) al 4,61% – cioè circa al livello che in precedenza sarebbe corrisposto a un tasso ufficiale del 4,50%.

L'evoluzione delle *spread* tra l'Euribor e l'OIS è riportata nella FIG.8. Questo differenziale, che misura l'effetto delle turbolenze del mercato monetario sul livello dell'Euribor, conferma, soprattutto per le scadenze da tre mesi in su, che

il mercato interbancario europeo non è ancora tornato nelle sue condizioni di normalità, anche se la tendenza in atto va comunque in questa direzione.

FIG. 8: Spread Euribor e OIS, anno 2007



Fonte: EoniaSwap e Euribor®; zona grigia 19 agosto-25 ottobre 2007

Le reazioni del mercato

Gli interventi della BCE sembrano aver effettivamente esercitato un effetto stabilizzante sul mercato monetario europeo.

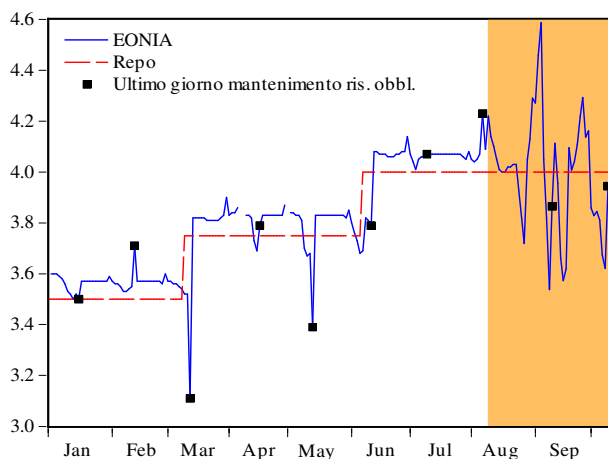
L'andamento del differenziale tra EONIA e Repo (FIG. 9), sensibile alle condizioni di liquidità di brevissimo periodo del sistema, pur nella fase di elevata volatilità che il mercato sta attraversando, non ha mai presentato picchi eccessivamente elevati. Inoltre esso non risulta sistematicamente distorto verso l'alto, dal momento che le oscillazioni positive e negative dell'EONIA attorno al Repo tendono a compensarsi.

Allo stesso modo, a parte il picco altissimo del 26 settembre, non si rilevano anomali e ripetuti ricorsi da parte delle banche ai rifinanziamenti marginali al 5% d'interesse (FIG. 10).

Spesso, anzi, alcune banche hanno riversato i loro temporanei eccessi di liquidità *overnight* nei depositi (remunerati al 3%) presso la Banca

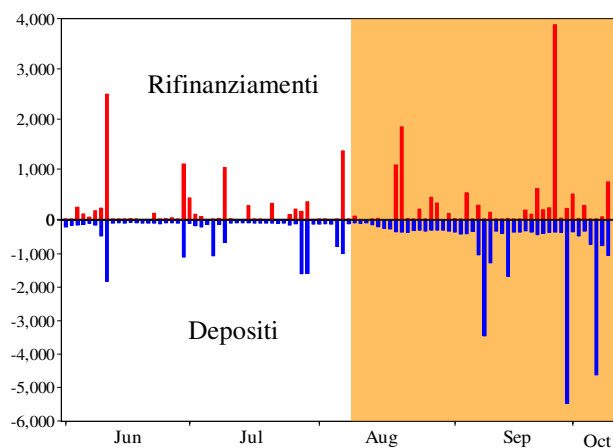
Centrale. In effetti, in questo periodo di turbolenza dei mercati appare un sistematico ricorso a questi depositi scarsamente remunerati, in coerenza con un'aumentata preferenza di liquidità da parte delle banche.

FIG. 9: Andamento di Eonia e Repo



Fonte: BCE e Eonia®; zona grigia: 19 agosto-10 ottobre 2007

FIG. 10: Rifinanziamenti marginali e depositi overnight presso la Banca Centrale



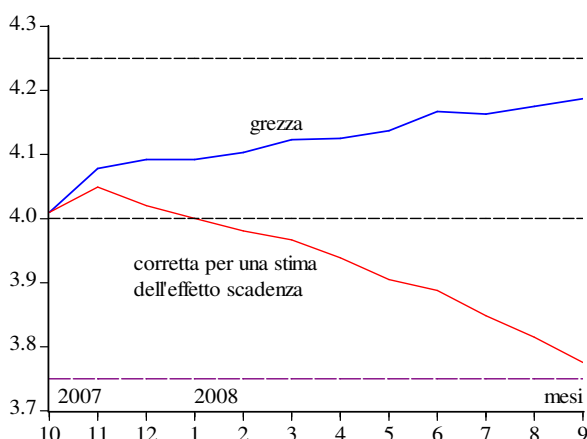
Fonte: BCE; zona grigia: 19 agosto-10 ottobre 2007

Rispetto alla fase precedente la crisi del mercato monetario, sono invece significativamente mutate le aspettative degli operatori. La già citata TAB. 1, che riporta le rilevazioni di *bfinance* sulle previsioni di un campione di istituti, mostra come la media delle aspettative a due mesi sul Repo sia scesa dal 4,25% del 1°

agosto al 4,02 d'inizio ottobre. Nello stesso periodo le aspettative a 5 mesi sono passate da una media del 4,43% a una media del 4,05%. Ciò significa che in tre mesi gli operatori (inizialmente quasi certi di un immediato aumento del tasso ufficiale di 25 bps e che ritenevano probabile un suo ulteriore aumento a dicembre) hanno modificato le aspettative e ritengono che nei prossimi 5 mesi il Repo non sarà cambiato.

Quest'ipotesi è confermata dalla struttura dei tassi impliciti di OIS e Eurepo, da qualche mese ormai pressoché piatta (FIG. 11).

FIG. 11: Le aspettative del mercato: la curva dei tassi impliciti OIS



Fonte: EoniaSwap, valori al 25 ottobre 2007.

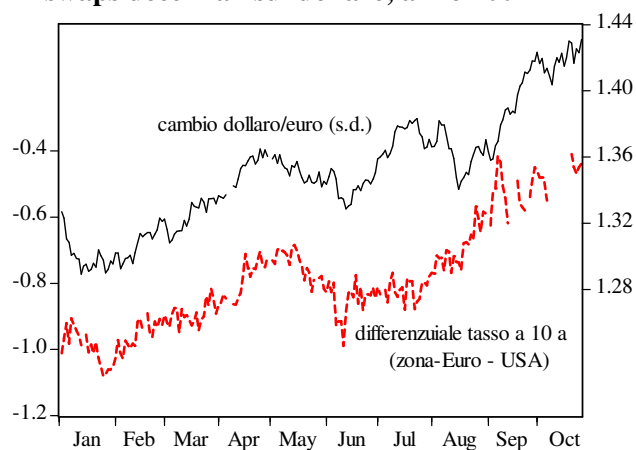
Nel contempo, le diverse tendenze tra i tassi europei ed americani hanno portato a un ridimensionamento del differenziale tra i rendimenti del dollaro e quelli dell'euro, contribuendo al rafforzamento della nostra valuta nei confronti di quella USA (FIG.12), che come già ricordato nel capitolo precedente, ha sorpassato la barriera di 1.43.

Nell'opinione dei principali analisti dei mercati valutari non è da escludere la possibilità che entro tempi relativamente brevi il cambio del dollaro possa raggiungere il livello di 1.50. Su tale eventualità giocherà un ruolo non banale



anche l'andamento conosciuto sui mercati valutari dal tasso di cambio della moneta cinese.

FIG. 12: Cambio e differenziale tra Eurirs e swaps decennali sul dollaro, anno 2007



Fonte: BCE, FED e Aker Finance.