

## **Il comportamento degli operatori nei mercati finanziari ed assicurativi**

Workshop organizzato dall'Università Politecnica delle Marche – Facoltà di  
Economia

Ancona – 28 Ottobre 2005

## **Il ruolo degli stakeholders della exchange industry nel processo di integrazione del mercato mobiliare europeo**

di Gianni Nicolini<sup>1</sup>

Università di Roma “Tor Vergata”

([gianni.nicolini@uniroma2.it](mailto:gianni.nicolini@uniroma2.it))

---

<sup>1</sup> Dott. Gianni Nicolini

Università di Roma “Tor Vergata” – Dipartimento Sefemeq (Studi economico-finanziarie e  
metodi quantitativi)

Via Columbia 2, 00133 Roma

Tel. 06/72.59.59.31

Fax. 06/72.59.59.30

e-mail: [gianni.nicolini@uniroma2.it](mailto:gianni.nicolini@uniroma2.it)

# **Il ruolo degli stakeholders della exchange industry nel processo di integrazione del mercato mobiliare europeo**

di Gianni Nicolini

Università di Roma “Tor Vergata”

([gianni.nicolini@uniroma2.it](mailto:gianni.nicolini@uniroma2.it))

## **Indice**

### Introduzione

1. Gli stakeholders della exchange industry europea
2. Le possibili forme di integrazione del mercato
3. I comportamenti degli stakeholders nei processi di integrazione
  - 3.1 *La società di gestione del mercato (owner)*
  - 3.2 *Gli intermediari finanziari autorizzati (member)*
  - 3.3 *Gli owner-members*
  - 3.4 *Gli intermediari non autorizzati (non-member)*
  - 3.5 *Gli investitori*
  - 3.6 *Gli emittenti*
4. Stakeholders multiruolo e scelte condizionate
5. Analisi dei comportamenti ed ipotesi di razionalità

### Conclusioni

**Il ruolo degli stakeholders della exchange industry nel processo di  
integrazione del mercato mobiliare europeo**  
di Gianni Nicolini - Università di Roma "Tor Vergata"

**Introduzione**

Il processo di integrazione in atto nel mercato mobiliare europeo ha interessato, anche se in maniera differente, tutti gli stakeholders del mercato.

Sia che si pongano come promotori di iniziative integrative, sia che subiscano l'integrazione come il risultato di scelte effettuate da altri stakeholders, gli operatori della exchange industry sono chiamati a relazionarsi nell'ambito di un processo evolutivo. La natura interattiva delle relazioni tra i vari stakeholders (emittenti, intermediari, società di gestione dei mercati, ecc) e la diversità di interessi da essi portati avanti, fanno dell'integrazione un processo path-dependent, il cui esito dipende dalle decisioni prese dai vari portatori di interesse e dalle reazioni che queste suscitano negli operatori del mercato. La natura non sempre razionale dei comportamenti tenuti fa rientrare l'interazione fra stakeholders nell'ambito della finanza comportamentale.

Con il presente lavoro si vuole indagare la natura delle relazioni tra gli stakeholders e le loro rispettive capacità di influenzare il processo di integrazione dei mercati mobiliari europei. L'analisi delle conseguenze che l'integrazione può avere sulle diverse tipologie di stakeholders è fondamentale per ricostruire le logiche dei progetti di integrazione in corso e per prevederne le prospettive future. Il confronto tra le decisioni che logicamente ci si aspetta dagli operatori ed i comportamenti effettivamente riscontrati sul mercato possono fornire inoltre una misura del grado di irrazionalità degli stakeholders nell'ambito dei processi di integrazione.

Il diverso ruolo nel mercato mobiliare, le diverse capacità di condizionare i comportamenti altrui, la diversità negli interessi portati avanti, nonché la possibilità che gli interessi di diversi stakeholders entrino in conflitto, rendono l'analisi dei comportamenti degli stakeholders della exchange industry nei progetti di integrazione particolarmente articolata.

La constatazione della presenza sui mercati di stakeholders multiruolo e la considerazione della presenza di fattori ambientali in grado di influenzare i comportamenti di diversi operatori, arricchiscono ulteriormente la natura interattiva dell'integrazione.

Nella prima parte del lavoro vengono identificati gli stakeholders dei mercati mobiliari e le possibili forme dell'integrazione. Si procede quindi ad analizzare i comportamenti che ogni stakeholder può assumere nei diversi progetti integrativi,

per poi valutare le distorsioni provocate nei processi decisionali dalla presenza di stakeholders multiruolo e il contributo che la finanza comportamentale può dare all'analisi dei comportamenti degli stakeholders della exchange industry. Seguono infine alcune considerazioni di sintesi.

## **1. Gli stakeholders della exchange industry europea**

I cambiamenti che hanno interessato la struttura ed il funzionamento dei mercati mobiliari europei a partire dalla seconda metà degli anni novanta hanno modificato profondamente gli equilibri tra gli stakeholders del mercato. Il quadro ambientale che si è delineato ha inoltre attirato verso l'intermediazione mobiliare soggetti in precedenza estranei all'attività di borsa o in essa coinvolti solo marginalmente. Si rende quindi necessario identificare i portatori di interesse (stakeholders) nella exchange industry.

Considerando come stakeholder qualsiasi soggetto o gruppo di soggetti aventi un interesse nel funzionamento o nella struttura dei mercati di borsa, i soggetti ai quali ci si riferisce sono le società di gestione del mercato (in particolare gli azionisti della società), gli intermediari finanziari attivi nell'intermediazione mobiliare, gli emittenti di valori mobiliari, gli investitori, i gestori del post-trading, le autorità di vigilanza, i fornitori di tecnologia, gli ATS (alternative trading system)<sup>2</sup>, le agenzie di rating e le agenzie di informazione<sup>3</sup>.

Alcuni di essi rappresentano stakeholders tradizionali, altri si sono avvicinati ai mercati mobiliari sono recentemente. Qualche stakeholder è portatore di interessi diretti mentre per altri l'interesse per l'exchange industry è solo prospettico. Tutti rientrano comunque in quella rete di relazioni dalla quale dipendono le direzioni e gli esiti dei percorsi integrativi oggetto del presente lavoro.

---

<sup>2</sup> Gli ATS – alternative trading system – sono soluzioni informatiche automatizzate, comprendenti componenti hardware e software, che consentono l'interazione ad un insieme di intermediari al fine di scambiarsi proposte di negoziazione su valori mobiliari. Riproducendo il funzionamento di un mercato di borsa, si propongono come mercati alternativi alle exchange, rispetto alle quali riescono ad evitare i vincoli imposti dalle normative ai mercati regolamentati. Sia nella forma di ECN – electronic communication network – che in quella di CN – crossing network – gli ATS si caratterizzano per la spiccata natura tecnologica e per l'atteggiamento aggressivo nei confronti dei mercati tradizionali.

<sup>3</sup> Al fine di non appesantire la trattazione, l'esame dei comportamenti attesi dagli stakeholders sotto le ipotesi di comportamenti razionali verrà condotta esclusivamente per le società di gestione dei mercati, gli intermediari mobiliari (autorizzati e non), gli emittenti di valori mobiliari e gli investitori.

## **2. Le possibili forme di integrazione del mercato**

Il concetto di integrazione nei mercati mobiliari può dar vita ad una serie di interpretazioni in grado di delineare soluzioni differenti, tutte comunque finalizzate alla tendenziale diminuzione del numero dei soggetti coinvolti nella gestione degli scambi di valori mobiliari e allo sviluppo di collegamenti tra questi finalizzati alla condivisione di strumenti, regole e modalità di accesso.

Facendo solo un cenno alla distinzione tra integrazione verticale, che si verifica quando all'interno di un mercato la gestione di più fasi del processo produttivo di borsa, precedentemente affidate a soggetti diversi, vengono accentrare dal medesimo soggetto economico, ed integrazione orizzontale, in cui lo stesso soggetto aumenta il proprio controllo su una singola fase del processo produttivo, si considerino le possibili forme che l'integrazione può assumere nel caso dei mercati mobiliari. Le principali forme di integrazione sono (1) le quotazioni multiple, (2) le alleanze, (3) i collegamenti in rete (network), (4) le fusioni, (5) le acquisizioni ostili e (6) la concorrenza pura.

Al solo fine di definire i tratti distintivi di ogni forma di integrazione, non pretendendo quindi di fornire una trattazione esaustiva dell'argomento, è opportuno delineare le logiche integrative delle diverse soluzioni.

Nel modello delle quotazioni multiple, l'integrazione del mercato è il risultato dell'iniziativa, autonoma ed indipendente, degli emittenti di valori mobiliari di diversi mercati. Questi procedono a quotare i propri titoli nei mercati esteri, oltre che nel mercato domestico, consentendo agli investitori dei diversi Paesi di usufruire di un'offerta omogenea.

Nelle alleanze l'integrazione è cercata attraverso accordi volti ad armonizzare le procedure di listing, trading o di post-trading, o mediante intese orientate alla definizione di standard comuni su aspetti regolamentari ed operativi. La riduzione delle differenze, incentivando lo sviluppo di relazioni tra stakeholder, ne agevola l'interazione.

I collegamenti in rete (network) prevedono la creazione di una sovrastruttura rispetto alle singole borse coinvolte, la cui finalità è consentire l'interazione tra gli investitori dei singoli mercati. La possibilità di negoziare titoli quotati su altri mercati utilizzando il proprio mercato come punto di accesso consente agli investitori di operare avendo la percezione di trovarsi in un unico grande mercato.

Il modello della fusione integra il mercato attraverso la creazione di un nuovo soggetto che sostituisce i precedenti. La fusione di due borse e la nascita di una nuova exchange, riducendo il numero dei soggetti attivi nel mercato, aumentano il livello di integrazione del mercato. Allo stesso modo una borsa che, a seguito di

un'operazione di M&A (acquisizione ostile), riesca ad assumere il controllo di un'altra exchange integra a sua volta il mercato.

La riduzione del numero degli operatori presenti sul mercato può avvenire infine a seguito di un processo concorrenziale che vede un mercato prevalere sugli altri grazie ad un progressivo trasferimento sul mercato stesso di titoli, intermediari ed investitori provenienti da altri mercati. L'affermazione di un mercato internazionale passa in questo caso per una progressiva marginalizzazione dei mercati meno efficienti.

La complessità che caratterizza i mercati mobiliari, testimoniata dall'elevato numero di stakeholders nonché dalla natura delle relazioni che fra essi si instaurano, fa sì che l'integrazione del mercato avvenga a seguito di un processo evolutivo complesso, in cui ogni progetto di integrazione, anche solo tentato, provoca nei promotori dell'iniziativa, ma anche negli stakeholder non coinvolti direttamente, dei comportamenti volti a reagire a quello che viene percepito come uno stimolo esterno e ai quali seguono repliche successive che alimentano ulteriormente l'interazione nel mercato. Nel complesso ci si trova di fronte ad un processo integrativo di tipo *step by step*; un processo articolato in una sequenza di momenti aggregativi tendenti a coinvolgere progressivamente porzioni di mercato sempre più significative. Ogni step integrativo è seguito da un'analisi dei risultati, i quali costituiscono a loro volta gli input del processo decisionale che porterà alla definizione degli step successivi. In tutto questo i comportamenti dei vari stakeholders giocano un ruolo chiave nella definizione dei singoli step e sono quindi determinanti per l'evoluzione del percorso integrativo.

### **3. I comportamenti degli stakeholders nei processi di integrazione**

Se l'esito di un progetto di integrazione è il risultato delle interazioni avvenute tra una pluralità di stakeholders, l'entità, la frequenza e, soprattutto, la sequenza di queste interazioni definiscono le linee evolutive dell'integrazione, condizionandone il risultato.

#### ***3.1 La società di gestione del mercato (owner)***

La società di gestione del mercato è, se non il principale, uno degli stakeholders di maggior rilievo nella exchange industry. La presenza di organi collegiali (assemblee) fa sì che l'analisi del comportamento della società di gestione del mercato passa per lo studio dei comportamenti degli azionisti della società stessa: gli owners.

L'approccio dell'owner nei confronti dell'integrazione tiene conto del peso che egli ha, in quanto azionista, all'interno della società. Nel caso l'owner sia un'azionista di minoranza, egli vede nelle azioni della società di gestione del mercato una forma

di investimento finanziario e l'integrazione viene valutata come un'opportunità di incrementare il rendimento dei propri titoli. Eventuali cambiamenti nella struttura societaria, anche pesanti, non costituiscono degli elementi determinanti nel suo comportamento.

Il processo decisionale dell'owner di maggioranza è decisamente più articolato. L'acquisizione del controllo della exchange rende gli azionisti di maggioranza portatori di interessi che vanno oltre il semplice investimento finanziario. L'atteggiamento più o meno proattivo nei confronti dell'integrazione è condizionato dalla volontà di mantenere, se non il controllo, quantomeno un ruolo centrale nella gestione del mercato (exchange).

Nel caso l'integrazione avvenga attraverso lo schema delle quotazioni multiple, la distinzione tra owner di maggioranza e di minoranza è ininfluente. Le possibilità di intervento dell'owner sono infatti ridotte, dato che l'iniziativa in questo caso è intrapresa dagli emittenti.

Nel caso delle alleanze gli owner ricoprono un ruolo di primo piano. Ad essi spetta proporre delle alleanze ad altre exchange o valutare le proposte da queste formulate. La natura for profit delle exchange fa sì che gli owners valutino le alleanze nella prospettiva di migliorare le performance della propria impresa-mercato.

Le considerazioni appena fatte sono replicabili per i networks. Le decisioni di entrare in un progetto integrativo di stampo cooperativo spettano anche in questo caso agli owners, che agiscono nella prospettiva di migliorare le performance del proprio investimento.

Il comportamento degli owners verso le integrazioni per fusione varia nel caso l'owner sia un azionista di maggioranza o di minoranza. Dato che l'owner di maggioranza mira a tutelare la propria posizione di controllo, nell'ipotesi che il progetto di fusione riduca pesantemente il suo ruolo decisionale nel mercato, l'atteggiamento dell'owner non potrà che essere ostile. Se invece la fusione rassicura l'owner circa la centralità del suo ruolo all'interno del mercato integrato, i criteri di valutazione prevalenti torneranno ad essere il profitto e la convenienza economica di medio-lungo termine.

L'atteggiamento verso le fusioni degli owners di minoranza è di maggiore apertura. L'owner di minoranza è consapevole che le maggioranze qualificate richieste per la delibera di un progetto di fusione non gli garantiscono un potere decisionale assoluto, anche se lo mettono in condizione di incidere sulla scelta definitiva. Rispetto all'owner di maggioranza, gli interessi che egli porta avanti sono semplicemente legati al conseguimento del profitto.

Le acquisizioni ostili, data la natura aggressiva dell'iniziativa, stimolano negli owner di maggioranza una reazione difensiva. Essi infatti sono minacciati dall'eventualità di perdere il controllo della exchange. Gli owner di minoranza rappresentano invece gli stakeholders con il maggiore potere decisionale visto che, escluso il caso di un controllo esercitato tramite la maggioranza assoluta dei diritti di voto, è proprio la decisione di aderire o meno ad una proposta di acquisto a decretare il successo o il fallimento dell'acquisizione.

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

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

### ***3.2 Gli intermediari finanziari autorizzati (member)***

I diversi comportamenti tenuti dagli intermediari mobiliari autorizzati ad operare in borsa (members) e dagli intermediari non autorizzati (non members) richiedono una trattazione separata.

Gli interessi dei members sono riconducibili all'utilizzo di servizi di borsa di elevata qualità. È in sostanza interesse dei member operare in mercato con elevata liquidità, che disponga di un'ampia gamma di strumenti, di un pricing per i servizi utilizzati ridotto e che si basi su un sistema di scambi affidabile.

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

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

incrementare i propri livelli di efficienza, guarderanno alle quotazioni multiple con cautela.

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

Le differenze tra le varie tipologie di accordi che rientrano nelle alleanze tra mercati rendono gli atteggiamenti dei members nei confronti di questa forma di integrazione alquanto mutevoli. La natura debole dell'integrazione garantisce la separazione tra le exchange coinvolte, trovando il favore dei members. Con minore entusiasmo è accolta invece l'eventualità che l'alleanza preveda il cross-membership<sup>4</sup>.

L'atteggiamento dei members nei confronti dei network risulta complessivamente favorevole. Nelle diverse soluzioni a network<sup>5</sup> non è prevista una cross-membership e l'aumento della gamma degli strumenti negoziabili è un fattore valutato positivamente. Se inoltre gli investitori del mercato di una exchange mostrano una preferenza per i titoli domestici (home bias), per i members si prospetta un aumento dei volumi di negoziazione.

Le fusioni tra mercati sono probabilmente le soluzioni integrative più delicate per i member. L'aumento delle dimensioni del mercato e del numero dei titoli trattati si contrappone ad un aumento del numero dei member. Il cambiamento della struttura del mercato può però essere riconosciuto come un'opportunità o come una fonte di rischio a seconda della vocazione più o meno internazionale del member.

Un intermediario interessato a negoziare esclusivamente titoli domestici<sup>6</sup> non trae beneficio dall'ampliamento del numero di titoli disponibili, mentre risente

---

<sup>4</sup> Per cross-membership si intende il reciproco riconoscimento ad operare sul mercato ammesso dalle borse coinvolte in un progetto di integrazione a favore degli intermediari autorizzati nei rispettivi mercati. A seguito del cross-membership gli intermediari autorizzati ad operare su una borsa sono autorizzati ad operare anche nelle altre borse coinvolte nel progetto.

<sup>5</sup> Un network può essere costituito tramite una soluzione hub and spoke o mediante uno spaghetti-model. Nel primo le comunicazioni tra i diversi mercati sono garantite da un soggetto appositamente creato il cui compito è la ricezione e lo smistamento degli ordini provenienti dai singoli mercati. Nello spaghetti-model l'interazione tra le singole borse è assicurata da collegamenti diretti tra tutte le borse coinvolte nell'iniziativa. Posto  $n$  come il numero di borse coinvolte nel processo di integrazione, il numero dei collegamenti necessari è pari a  $n*(n-1)$ .

<sup>6</sup> Con il termine domestico si indicano i titoli negoziati nella exchange di provenienza del member. In seguito ad una fusione che integri borse di diversi paesi il concetto di titolo domestico perde invece di significatività.

dell'aumento del numero dei members. Sono invece gli intermediari a vocazione internazionale che riescono a trarre beneficio dall'aumento dei titoli negoziati, bilanciando così l'aumento della concorrenza con l'aumento del mercato di riferimento.

L'integrazione basata sulle acquisizioni ostili lascia i members sostanzialmente indifferenti. Il cambiamento nel controllo della exchange non intacca infatti i loro interessi, a meno che, a seguito dell'acquisizione, non abbia luogo un processo di fusione o di incorporazione.

La concorrenza tra mercati mette i members di diversi mercati in competizione tra loro. I members preferiscono ovviamente situazioni di scarsa concorrenza che tutelano maggiormente gli accessi monopolistici.

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

### ***3.3 Gli owner-members***

La frequenza della sovrapposizione nei mercati mobiliari tra il ruolo di owner e quello di member e l'importanza che le due figure assumono nei processi di integrazione ne suggeriscono una trattazione specifica. L'owner-member agisce tenendo in considerazione gli interessi di entrambi gli aspetti della sua duplice natura.

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

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

Il network è forse la soluzione nella quale la posizione dell'owner-member è più chiara. In quanto owner, attraverso il network, egli cerca di migliorare l'appetibilità del mercato: aumentano infatti i titoli trattati ed il bacino d'utenza. In quanto member egli mantiene invece l'esclusività nell'accesso al mercato.

Il parere dell'owner-member nel caso di fusioni è invece controverso. L'atteggiamento assunto come owner è condizionato dal fatto che esso sia coinvolto in prima persona nella gestione del mercato (owner di maggioranza) o sia

invece titolare di una partecipazione di minoranza. L'interesse di tutelare la propria posizione di controllo rende gli owner maggiormente attenti nelle valutazioni. Il parere espresso in quanto member porta a giudicare con sfavore i processi di fusione. La strategia posta in essere dagli owner-member è quindi il frutto di una media ponderata dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dalla fusione.

In merito alle acquisizioni ostili, l'owner-member può esserne il promotore o essere l'oggetto della scalata. Nel primo caso l'integrazione è l'obiettivo dell'iniziativa dell'owner-member, mentre nel secondo la natura ostile dell'iniziativa non può che suscitare reazioni difensive.

Un'integrazione che avvenga mediante il confronto concorrenziale rientra invece nei rischi imprenditoriali insiti nello svolgimento dell'attività di borsa.

#### ***3.4 Gli intermediari non autorizzati (non-member)***

Come per i members, gli interessi degli intermediari non autorizzati sono per un mercato efficiente, a differenza dei primi però i non-members, non usufruendo di un accesso privilegiato al mercato, hanno libera scelta in merito alla borsa sulla quale far convergere i propri ordini. Se diverse piazze negoziano lo stesso titolo, l'intermediario non autorizzato può valutare quella da utilizzare, mentre il member sceglie necessariamente di operare sulla propria.

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

Le alleanze invece, diminuendo le differenze tra i mercati, rendono le borse maggiormente confrontabili anche per gli intermediari non autorizzati.

Nei networks, l'aumento delle dimensioni del mercato e la possibilità di negoziare su nuovi titoli, rappresentano per i non-members dei miglioramenti del mercato valutati positivamente. Anche le fusioni offrono diversi vantaggi tra i quali (1) la possibilità di operare su un mercato più liquido, (2) un miglioramento della price-discovery e (3) la disponibilità di un accesso unificato alle negoziazioni di borsa.

Nei confronti delle acquisizioni ostili i non-members hanno un atteggiamento di sostanziale indifferenza. Il cambiamento nel controllo della trading venues in sé non intacca nessuno degli interessi portati avanti dagli intermediari non autorizzati.

Un'integrazione che si sviluppi a seguito della semplice concorrenza interessa direttamente questa categoria di intermediari. Sono loro infatti che, valutando i

diversi servizi offerti, spostano la liquidità da un mercato all'altro decretandone l'affermazione o il ridimensionamento.

### ***3.5 Gli investitori***

Nella categoria degli investitori vengono compresi tutti i soggetti che alimentano la domanda e l'offerta di valori mobiliari, ad esclusione dei market makers.

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

Come utenti finali del mercato, agli investitori non interessa la scomposizione del processo produttivo di borsa, così come sono indifferenti verso le caratteristiche strutturali ed operative del mercato.

L'impossibilità per gli investitori di operare direttamente sul mercato evitando l'intermediazione dei member e dei non-member (accesso diretto) fa sì che gli intermediari (autorizzati o non) rappresentino l'unica interfaccia per gli investitori. Questi, nell'ambito della propria attività di intermediazione, esercitano un forte potere di indirizzo sia sulle scelte di investimento che sul "luogo" di negoziazione.

### ***3.6 Gli emittenti***

L'interesse degli emittenti è rivolto in modo prevalente alla fase del listing. Nonostante ciò, essi hanno un ruolo importante nei processi integrativi perché, nella scelta del mercato di quotazione, offrono alla exchange nuovi titoli, incrementandone la gamma degli strumenti offerti e di conseguenza l'interesse suscitato negli investitori.

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

Il modello delle quotazioni multiple, vedendo negli emittenti i soggetti promotori dell'iniziativa, riconosce loro un ruolo primario. L'atteggiamento degli emittenti si rivela favorevole anche verso le alleanze, i networks, le fusioni e le acquisizioni ostili. Tutti questi modelli producono infatti l'effetto di aumentare la visibilità per i titoli quotati ed i relativi emittenti.

## **4. Stakeholders multiruolo e scelte condizionate**

La tendenza ad una sovrapposizione nei ruoli complica lo studio dei comportamenti dei portatori di interesse. L'eventualità che uno stesso soggetto

svolga diverse mansioni nel mercato, fa sì che il comportamento del mercato nel suo complesso non coincida con la somma dei comportamenti dei singoli. Gli effetti distorsivi dovuti alla presenza di stakeholders multiruolo impongono così delle correzioni alle stime ottenute da un'analisi dei comportamenti individuali.

Oltre alla figura dell'owner-member già analizzata, è la figura dell'investitore a sovrapporsi a quella dell'owner. A seguito della demutualizzazione la libera circolazione delle azioni relative alla exchange ne ha reso possibile l'acquisto anche da parte degli investitori<sup>7</sup>. Questi si trovano così ad essere contemporaneamente fornitori e fruitori dei servizi di borsa. Proporzionalmente al capitale investito essi assumono la veste di proprietari della exchange e, in quanto investitori, si pongono nei confronti del mercato come utilizzatori del sistema.

Il riconoscimento della libera negoziabilità per le azioni della exchange rende possibile anche la sovrapposizione tra la figura del fornitore della tecnologia e la figura dell'owner. Mentre per l'investitore-owner l'acquisto delle azioni rappresenta in genere una modalità di diversificazione dell'investimento, nel caso dei fornitori di tecnologia esso assume la valenza di partecipazione. La possibilità che tale partecipazione sia di maggioranza e che il fornitore di tecnologia assuma quindi il controllo di una exchange non è da escludere<sup>8</sup>.

L'ingresso nella gestione dei mercati mobiliari da parte dei fornitori di tecnologia può avvenire anche attraverso la realizzazione di un ATS. La forte componente tecnologica di tali trading venues e la specializzazione nella fase del trading rende il know how dei fornitori di tecnologia sufficiente per avviare un simile progetto. Il risultato vede la sovrapposizione tra la figura dell'ATS e quella del fornitore di tecnologia. In quanto imprese, questi ultimi possono infine sovrapporsi alla figura degli emittenti attraverso la quotazione su una exchange.

La scelta di una exchange di quotare le proprie azioni su se stessa, praticando selflisting, sovrappone la figura della exchange con quella dell'emittente. Attraverso il selflisting la natura imprenditoriale dell'attività di borsa trova così pieno riconoscimento. La situazione che si viene a creare è anomala: la società di gestione sottopone se stessa alla verifica dei requisiti richiesti per il listing e

---

<sup>7</sup> In merito è interessante osservare la posizione di Gallai (2003) che, pur distinguendoli, ritiene strettamente legati il concetto di demutualization e quello di publicly listed exchange. Secondo l'autore *"The demutualization of an exchange is a process by which a non-profit member-owned organization is transformed into a for-profit shareholder corporation. Ownership is somewhat more open."* mentre una exchange può dirsi publicly listed quando *"its shares are listed on the exchange it operates and are freely negotiable among investors"*.

<sup>8</sup> Solo per citare un esempio del mercato europeo si consideri che la Stockholmbörsen è controllata dal proprio fornitore di tecnologia OM.

successivamente controlla la regolarità del trading riguardante i propri titoli. La considerazione che l'attuazione di comportamenti opportunistici è frenata dalla presenza di un rischio reputazionale non cambia la sostanza delle cose.

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

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

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

Concentrando l'attenzione sugli stakeholders multiruolo maggiormente in grado di incidere sui processi di integrazione, si consideri il caso di un soggetto che fornisca la tecnologia ad una exchange e che, allo stesso tempo, sia owner in un'altra exchange. Questa potrebbe essere una situazione auspicabile in quanto il coinvolgimento nei due mercati del medesimo soggetto è in grado di favorirne l'integrazione.

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

Tra le sovrapposizioni più rilevanti c'è sicuramente quella che vede una exchange diventare fornitrice di tecnologia di altre exchanges. Lo sviluppo al suo interno di una piattaforma per le negoziazioni di borsa la mette in condizioni di rivolgersi ad altre exchanges in qualità di fornitrice di tecnologia. Questa strategia consentirebbe alla exchange-fornitrice di ammortizzare i costi realizzativi della piattaforma, creando al tempo stesso un collegamento con altre strutture che potrebbe rivelarsi decisivo in un progetto d'integrazione. La rilevanza del fattore tecnologico all'interno del processo produttivo di borsa incentiva sicuramente lo sviluppo di competenze informatiche all'interno delle exchange. La convergenza di interessi tra i fornitori di tecnologia e le exchange electronic based ne confonde però i relativi business, rendendo più difficoltoso distinguere quelli di natura "core" da quelli che possono invece essere considerati accessori.

Prestando infine attenzione agli stakeholders prospettici del mercato, si nota come l'assunzione di una partecipazione all'interno di una exchange o di un ATS

rappresenta un primo contatto con l'exchange industry che può risultare utile, ad esempio, qualora una borsa decidesse di esternalizzare alcuni business come la gestione delle informazioni o l'attività di listing.

Il modello di mercato prospettato risulta tutt'altro che futuristico. La realtà europea presenta anzi esempi di sovrapposizioni ben più articolate, nelle quali il principale fornitore di tecnologia del mercato ha assunto il controllo della exchange sulla quale era quotato (e che già era self-listed), tentando successivamente l'acquisizione ostile di un'altra exchange<sup>9</sup>.

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

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

## **5. Analisi dei comportamenti ed ipotesi di razionalità**

Un'analisi corretta per tener conto dei conflitti di interesse che caratterizzano gli stakeholders multiruolo, pur migliorando l'interpretazione dei comportamenti da essi tenuti, non riesce comunque a spiegarne completamente il processo decisionale a monte.

Il gap tra la stima effettuata tenendo conto degli interessi che razionalmente ci si dovrebbe attendere dai singoli stakeholders ed i comportamenti da essi

---

<sup>9</sup> Il riferimento è ad OM (oggi OMX), fornitore di tecnologia, che ha assunto il controllo della Stockholmbörsen tentando la scalata della London Stock Exchange – LSE.

concretamente tenuti è spesso ampio e suggerisce di spingere l'analisi nell'ambito della finanza comportamentale.

Dall'osservazione dei comportamenti realmente tenuti dagli stakeholders coinvolti nel processo di integrazione del mercato mobiliare europeo<sup>10</sup>, si percepisce che il gap tra i comportamenti attesi ed i comportamenti mostrati dagli stakeholders non è infatti semplicemente riconducibile né alla complessità degli interessi in gioco né alla necessità di un modello interpretativo più raffinato. Esso sembra invece da attribuirsi ad elementi di irrazionalità che alterano il risultato del processo decisionale.

Elementi di irrazionalità degli stakeholders sono stati in parte già evidenziati dalla letteratura. Fenomeni quali l'home bias<sup>11</sup> o il national pride<sup>12</sup> sono esempi di come le ipotesi di razionalità degli stakeholders non siano assolute.

Un caso eclatante di comportamenti non completamente spiegabili nei termini della razionalità è stata la mancata integrazione nel 2000 tra il mercato azionario inglese (London Stock Exchange) ed il mercato tedesco (Deutsche Börse). Nonostante l'integrazione avrebbe creato valore per molti degli stakeholders coinvolti, l'accordo per dar vita a quello che sarebbe stato il primo vero mercato integrato a livello europeo è saltato per ragioni, mai formalmente esplicitate, ma condizionate da quelle che furono definite come "forti differenze culturali"<sup>13</sup>.

La scelta dei mercati spagnoli sottostanti il progetto Bmex (Madrid, Barcellona, Valencia e Bilbao) di mantenere le proprie denominazioni pur in presenza di un mercato sostanzialmente unificato è un altro esempio di decisioni non motivabili rimanendo nell'ambito di un processo decisionale completamente razionale. La sostituzione dei quattro mercati regionali per dar vita ad un unico mercato nazionale avrebbe infatti suggerito un accentramento delle principali funzioni in una delle sedi, lasciando alle altre tre il ruolo di canali di accesso al mercato. Fattori ancora una volta riconducibili al national pride (in questo caso "regional" pride) hanno prevalso sull'ottimizzazione organizzativa che avrebbe suggerito di

---

<sup>10</sup> Per approfondimenti si veda Nicolini (2004)

<sup>11</sup> Per home bias si intende la tendenza degli investitori a continuare a negoziare esclusivamente titoli domestici pur avendo la possibilità di operare anche su titoli esteri.

<sup>12</sup> Il national pride è quel fenomeno che porta ad associare un valore aggiunto ed una preferenza aprioristica alla presenza nel territorio nazionale di una exchange attiva prevalentemente sui titoli domestici e gestita da operatori nazionali, non considerando aspetti legati all'efficienza del mercato stesso.

<sup>13</sup> Nella stampa specializzata dell'epoca fu anche avanzata la tesi che tra i motivi del mancato accordo ci fosse la questione su quale dovesse essere la moneta nella quale dovessero avvenire le quotazioni dei titoli quotati, o su dove dovesse fisicamente collocarsi la sede principale della exchange.

evitare la duplicazione delle strutture derivante dal mantenimento formale dell'autonomia delle singole exchange.

Oltre agli aspetti legati al national pride e l'home bias, anche i condizionamenti attribuibili alle differenze linguistiche sono riconducibili nell'ambito della finanza comportamentale.

Le differenze linguistiche tra i mercati coinvolti nell'integrazione sono infatti, da un punto di vista prettamente razionale, sicuramente superabili. L'utilizzo dell'inglese come linguaggio internazionale è infatti consolidato. Nonostante ciò tutti i progetti di integrazione hanno coinvolto soggetti appartenenti allo stesso ceppo linguistico<sup>14</sup>.

Un'analisi capillare dei comportamenti degli stakeholders farebbe sicuramente emergere altri profili interessanti. Un'analisi di dettaglio si rimanda però a contributi futuri. Ciò che però si vuole sottolineare nel presente lavoro è la possibilità di approfondire l'analisi condotta sulle ipotesi di razionalità degli operatori attraverso un approccio proprio della finanza comportamentale, nonché la natura complementare dei due approcci.

I margini per un'analisi dell'integrazione dalla prospettiva della finanza comportamentale sono quindi buoni e potenzialmente in grado di aumentare il livello di comprensione dei comportamenti degli stakeholders nella exchange industry.

## **Conclusioni**

Negli ultimi anni il mercato mobiliare europeo è stato interessato da una serie di cambiamenti che hanno avuto, tra gli altri, l'effetto di ampliare il numero di stakeholders del mercato, nonché di aumentarne l'entità e la frequenza delle relazioni.

Il comportamento dei singoli stakeholders si è rivelato decisivo nel processo di integrazione del mercato mobiliare europeo attualmente in atto. L'analisi svolta ha mostrato come la diversità negli interessi portati avanti dai diversi stakeholders, i condizionamenti reciproci da questi subiti (oltre che esercitati) e la presenza di stakeholders multiruolo rendano l'integrazione un processo difficilmente predeterminabile.

---

<sup>14</sup> Si pensi al progetto Omx che coinvolge i mercati svedesi, finlandesi e danese, o ancora al progetto Eurex avviato dai mercati tedesco e svizzero.

L'interesse ed il coinvolgimento dei vari stakeholders nelle diverse forme di integrazione (alleanze, network, fusioni, ecc.) mutano profondamente da caso a caso. Soluzioni integrative, ritenute vantaggiose da alcuni, vengono osteggiate da altri. L'integrazione si mostra quindi come un equilibrio di forze opposte, dove a guidare il cambiamento sono appunto le relazioni tra gli stakeholders ed i condizionamenti che questi reciprocamente pongono in essere.

Se lo studio dei comportamenti degli stakeholders del mercato non è da solo sufficiente ad anticipare l'esito dell'integrazione del mercato mobiliare europeo attualmente in atto, esso costituisce però una chiave di lettura dei cambiamenti in atto, nonché uno strumento per interpretare specifici fenomeni integrativi.

Dal confronto tra il comportamento atteso degli stakeholders della exchange industry con i comportamenti da questi realmente posti in essere emerge come un'analisi portata avanti su rigide basi razionali rischia di fornire una lettura errata dei fenomeni integrativi. Il contributo della finanza comportamentale diventa così prezioso nella misura in cui consente di individuare quelli che sono i fattori di incongruenza che separano le stime basate sulle ipotesi di razionalità degli stakeholders dal reale comportamento degli operatori del mercato.

Fattori di irrazionalità nel comportamento degli stakeholders sono stati identificati nella preferenza degli investitori per i titoli domestici pur in presenza della possibilità di negoziare titoli esteri (home bias), nel condizionamento subito dalle exchanges riguardante il national pride e nella ritrosia da queste mostrata a formalizzare rapporti finalizzati all'integrazione con mercati con forti differenze linguistiche.

A quanto già detto nel lavoro va infine aggiunto che l'analisi dei comportamenti è stata condotta ipotizzando la natura individuale degli stakeholders. Tale ipotesi, necessaria per un'analisi che volesse andare oltre la semplice descrizione della complessità del sistema, deve però tener conto della possibilità che le decisioni di un singolo stakeholder possano essere in realtà il risultato di un ragionamento collegiale, a sua volta condizionato dagli interessi e dai comportamenti dei singoli individui coinvolti.

I limiti di un modello di analisi vincolato all'ipotesi di razionalità degli stakeholders non ne compromettono l'utilizzo sia in chiave interpretativa che in chiave predittiva. La necessità di orientarsi verso un approccio proprio della finanza comportamentale non pone infatti necessariamente quest'ultima come una metodologia alternativa alla prima. La finanza comportamentale è infatti, a detta di chi scrive, in grado di fornire un contributo ottimale se utilizzata per correggere le stime basate su un approccio razionale, mentre maggiori perplessità suscita un suo utilizzo isolato, in quanto tendenzialmente destinato a produrre risultati difficilmente apprezzabili sul piano empirico.

## ***Bibliografia***

- Alemanni B., “L’integrazione dei mercati finanziari nell’era dell’Euro”, Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Newfin working paper, 2003
- Alemanni B., “La concorrenza nella exchange industry” in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Bancaria editrice, Roma, 2001
- Alemanni B., “The market for derivatives products: co-operation vs competition”, Newfin, Milano, 1999
- Arcucci F., “Il futuro mercato dei capitali in Europa fra borse ufficiali e ATS”, Banche e banchieri, n.1, 2001
- Arlman P., “Some reflections on structural change and regulations”, FESE Novembre 2001
- Coffee J.C., “Competition among securities markets: path dependent perspective”, Columbia University – Columbia Law School – The Center for Law and Economic Studies, 2002
- Conrad J., Johnson K.M., Wahal S., “Institutional trading and alternative trading systems”, University of North Carolina, 2002
- Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., “Recent development in the structure of securities markets”, in “Brooking-Warton papers on financial services 2000”, 2000
- Di Noia C., “The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance”, quaderno di finanza Consob N°33, Marzo 1999
- Domowitz I., Lee R., “The legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems”, Pennsylvania State University – Oxford finance group, 1998
- Gallai L. (FIBV - World Federation of Exchanges), “Cost & Revenues 2002”, 2003
- Galper J., “Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories”, International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), 2000
- Hart O., Moore J., “The Governance of Exchanges, Members Cooperative versus Outside ownership”, Oxford Review of Econ. Policy, 1996
- Hasan I., Malkamaki M., Schmiedel H., “Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence”, Bank of Finland discussion paper, 2002
- IOSCO Technical committee, “Discussion paper on stock exchange demutualization”, IOSCO – International organization of securities commissions, 2001
- Lannoo K., “Updating EU securities market regulation”, Centre for European Policy Studies (CEPS), 2000
- Lucarelli C., “Gli accordi internazionali fra mercati”, in Basile I. (coordinato da) “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry...”, Bancaria editrice, Roma, 2001

- McAndrews J., Stefanadis C., “The consolidation of european stock exchanges”, Federal Reserve Bank Publications – Current Issues, 2002
- Nicolini G., “Un modello interpretativo dei processi di integrazione dei mercati mobiliari europei: analisi dei progetti in atto e prospettive della Borsa Italiana Spa”, Dottorato di ricerca in Banca e Finanza, tesi di dottorato XVI ciclo, 2004
- Pirrong C., “A theory of financial exchange organization”, University of Chicago, The Journal of Law and Economics, vol.43 n.2, Ottobre 2000
- Santos T., Scheinkman J.A., “Competition among exchanges”, University of Chicago - Princeton University, 2000
- Shy O., Tarkka J., “Stock exchange alliances, access fees and competition”, Bank of Finland discussion papers, 2001
- Steil B., “Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences” The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002