

Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”

Facoltà di Economia

Dottorato di ricerca in Banca e Finanza

XVI° Ciclo

Final Paper

**La struttura dei mercati mobiliari europei
ed i progetti di integrazione in corso**

(Gianni Nicolini¹)

¹ Gianni Nicolini – Università di Roma “Tor Vergata”

La struttura dei mercati mobiliari europei ed i progetti di integrazione in corso (Aprile 2004)

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 – La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei

- 1.1 Le caratteristiche considerate
- 1.2 La struttura dei mercati europei
 - 1.2.1 *Il mercato portoghese*
 - 1.2.2 *Il mercato spagnolo*
 - 1.2.3 *Il mercato italiano*
 - 1.2.4 *Il mercato greco*
 - 1.2.5 *Il mercato francese*
 - 1.2.6 *Il mercato belga*
 - 1.2.7 *Il mercato olandese*
 - 1.2.8 *Il mercato tedesco*
 - 1.2.9 *Il mercato svizzero*
 - 1.2.10 *Il mercato inglese*
 - 1.2.11 *Il mercato irlandese*
 - 1.2.12 *Il mercato danese*
 - 1.2.13 *Il mercato norvegese*
 - 1.2.14 *Il mercato svedese*
 - 1.2.15 *Il mercato finlandese*
 - 1.2.16 *I mercati delle Repubbliche Baltiche (Estonia, Lettonia, Lituania)*
 - 1.2.17 *I mercati dell'Europa dell'Est (Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria)*
- 1.3 I mercati europei a confronto

Capitolo 2 – I progetti di integrazione in atto nel mercato europeo: caratteristiche, natura dei progetti e prospettive di realizzazione

- 2.1 I tentativi di integrazione del passato
- 2.2 I progetti integrativi in corso
 - 2.2.1 *Il progetto Euronext*
 - 2.2.2 *Il progetto Eurex*
 - 2.2.3 *Il progetto EuroMTS*
 - 2.2.4 *Il progetto Norex*
 - 2.2.5 *Il progetto OMHEX*
 - 2.2.6 *Il progetto Clearstream*
 - 2.2.7 *Il progetto Euroclear*
- 2.3 Gli ATS in Europa
- 2.4 L'integrazione nei mercati non europei

Conclusioni

Bibliografia

La struttura dei mercati mobiliari europei ed i progetti di integrazione in corso

Introduzione

L'Europa sta attraversando un periodo di forte integrazione che ha avuto i suoi primi risultati negli aspetti politici, economici e valutari della vita sociale. Il mercato mobiliare europeo è anch'esso coinvolto in questo processo integrativo pur rimanendo ancora fortemente legato alle singole realtà nazionali.

La frammentazione del mercato può essere colta confrontando il mercato mobiliare europeo con il mercato statunitense che ha trovato da tempo nel Nyse e nel Nasdaq da un lato, e nel Cbot e Cboe dall'altro, dei punti di riferimento forti, validi rispettivamente per il comparto azionario e derivato del mercato.

L'avvio del processo integrativo del mercato mobiliare europeo è recente ed i progetti di integrazione in corso sono solo i primi segnali di una tendenza che avrà i suoi effetti più evidenti nel medio-lungo periodo.

Questo processo d'integrazione ha visto nel passaggio dal concetto di borsa come "bene pubblico" a quello di borsa come "bene privato" il principale fattore scatenante. L'adozione di una logica imprenditoriale nello svolgimento dell'attività di borsa, in luogo di un approccio più istituzionale che vedeva nella borsa un'attività da sottoporre al controllo statale, ha comportato l'adozione di una logica basata sul profitto ed ha decisamente incrementato la concorrenza tra i mercati di diverse nazioni.

L'adozione di forme societarie tipiche del diritto privato ha reso possibile forme di cooperazione tra i mercati che possono arrivare, attraverso progetti di finanza straordinaria, alla formazione di realtà di borsa i cui ambiti operativi esulano dai singoli confini nazionali.

Il riconoscimento di una pluralità di momenti differenti all'interno del processo produttivo di borsa (listing, trading, clearing, settlement, custody) ha altresì aperto gli spazi per una specializzazione gestionale della exchange industry che vede le varie fasi del processo produttivo affidate a soggetti differenti.

La realtà dei mercati mobiliari europei si complica notevolmente con l'aumento della concorrenza tra le diverse exchange (dovuta al moltiplicarsi dei soggetti attivi nella exchange industry) e con la formazione di realtà parallele ai mercati ufficiali.

Il fermento che caratterizza il mercato mobiliare europeo ha portato diversi cambiamenti nella struttura dei mercati e nel loro modo di operare. Il numero e l'entità di questi cambiamenti suggeriscono di aggiornare le conoscenze sulla struttura del mercato mobiliare europeo e offrono lo spunto per diverse considerazioni sulla direzione evolutiva intrapresa dal mercato e sui possibili risultati ai quali essa può condurre. Uno studio del mercato dal punto di vista strutturale ed operativo consente inoltre di affrontare con maggiore consapevolezza l'analisi dei singoli progetti di integrazione in atto.

Il punto di arrivo di un simile percorso di ricerca comprende la misurazione dell'attuale livello di integrazione del mercato mobiliare europeo (1), un'analisi ragionata dei singoli progetti di

integrazione (2) e la valutazione delle prospettive di realizzazione di un'unica "European Exchange" che sostituisca le singole realtà nazionali.

Nella prima parte del lavoro viene ricostruita la struttura del mercato mobiliare europeo attraverso un'analisi dei singoli mercati nazionali. La seconda parte affronta invece l'analisi dei singoli progetti di integrazione soffermandosi sui modelli integrativi sottostanti, sul numero dei soggetti coinvolti e sui risultati da essi raggiunti. Il lavoro si chiude con alcune considerazioni di sintesi volte a valutare le prospettive di realizzazione di un mercato mobiliare unico e le possibili strategie che Borsa Italiana Spa, in quanto principale exchange del mercato italiano, dovrebbe attuare nell'ambito del processo integrativo descritto.

Capitolo 1

La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei

1.1 Le caratteristiche considerate

1.2 La struttura dei mercati europei

1.2.1 Il mercato portoghese

1.2.2 Il mercato spagnolo

1.2.3 Il mercato italiano

1.2.4 Il mercato greco

1.2.5 Il mercato francese

1.2.6 Il mercato belga

1.2.7 Il mercato olandese

1.2.8 Il mercato tedesco

1.2.9 Il mercato svizzero

1.2.10 Il mercato inglese

1.2.11 Il mercato irlandese

1.2.12 Il mercato danese

1.2.13 Il mercato norvegese

1.2.14 Il mercato svedese

1.2.15 Il mercato finlandese

*1.2.16 I mercati delle Repubbliche Baltiche (Estonia, Lettonia,
Lituania)*

*1.2.17 I mercati dell'Europa dell'Est (Polonia, Repubblica Ceca,
Ungheria)*

1.3 I mercati europei a confronto

Capitolo 1 – La struttura dei mercati mobiliari nei paesi europei

1.1 Le caratteristiche considerate

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

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

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

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

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

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

1.2 La struttura dei mercati europei

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

Una panoramica così ampia consente una visione allargata del mercato europeo coerente con le tendenze integrative mostrate in ambito politico e valutario (allargamento dell'UE a 25 stati e adesione all'UME di nuovi paesi membri). La scelta di presentare le osservazioni seguendo un criterio geografico è invece finalizzata a facilitare il confronto tra paesi che mostrano affinità culturali e linguistiche.

1.2.1 Il mercato portoghese

Il Portogallo presenta una struttura del mercato mobiliare notevolmente integrata. L'integrazione raggiunta è il risultato di un processo evolutivo che è iniziato con la fusione tra la Lisbon Stock Exchange Association e la Porto Derivatives Exchange Association dando vita alla BVLP – Bolsa de Valores de Lisboa e Porto - e che è proseguito con il passaggio da un mercato open outcry verso un mercato electronic based. Euronext Lisbon è quindi il punto di riferimento del mercato mobiliare portoghese sia per il comparto azionario che per quello obbligazionario e derivato. L'articolazione del mercato prevede la distinzione tra un main market, un second market, un unlisted market ed un new market. Il main market si articola in due segmenti: NextEconomy – dedicato alle nuove tecnologie – e NextPrime – rivolto alle imprese tradizionali. L'intero mercato è affidato alla medesima società di gestione, la Euronext Lisbon, che si avvale di due diverse piattaforme di negoziazione. La prima (NSV-Ve – versione portoghese della piattaforma NSC sviluppata dalla Bourse de Paris) viene utilizzata per le negoziazioni su titoli azionari, obbligazionari, covered warrant e per i fondi, mentre la seconda (SEND – basata sulla piattaforma omonima sviluppata dalla derivative exchange spagnola MEFF) è riservata all'operatività in derivati². L'operatività in derivati avviene in un continuous trading system mentre per il mercato azionario questo sistema è intervallato da un sistema di multifixing auction trading. La negoziazione continua viene quindi intervallata da aste telematiche nelle quali vengono fissate delle quotazioni intermedie di riferimento.

La forte integrazione orizzontale del mercato portoghese caratterizza anche il post-trading. La LCH.Clearnet SA³ gestisce sia il clearing che il settlement dell'intero mercato (cash e derivative) mentre per il custody la Interbolsa NA svolge la funzione di central securities depository (CSD).

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

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

1.2.2 Il mercato spagnolo

Il mercato spagnolo si caratterizza per un discreto livello di frammentazione. Soprattutto nella fase di trading, esso si articola in una pluralità di exchange gestite da soggetti differenti. Il comparto azionario è affidato al BMEX Shares Market gestito dalla BMEX – Spanish Exchanges⁴, società che riunisce la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Bilbao e la Bolsa de Valencias. La soluzione adottata dalla BMEX per il mercato azionario prevede una trattazione parallela di un sistema electronic based (piattaforma SIBE) ed uno open outcry. La gestione tecnologica è affidata alla Sociedad de Bolsa, controllata dalla BMEX.

Il comparto obbligazionario fa riferimento all'AIAF – Mercado de renta fija – per i titoli del settore corporate mentre la banca centrale spagnola (Banco de España) gestisce le negoziazioni sui titoli di stato. Per l'AIAF, electronic based, la tecnologia utilizzata è il SENAF (Sistema Electronico de

² Il coinvolgimento di Euronext Lisbon nel progetto integrativo Euronext prevede il passaggio delle negoziazioni in strumenti derivati sulla piattaforma Liffe.Connect sviluppata dalla exchange inglese Liffe.

³ La LCH.Clearnet SA è una società attiva nell'ambito del clearing e del settlement di borsa nata dalla fusione tra la London Clearing House e la Clearnet SA.

⁴ La denominazione completa della BME è BME Bolsa Y Mercados Españoles

Negociacione Activos Financieros) sviluppata dall'omonima società che è controllata, oltre che dall'AIAF, dalla holding MEFF-AIAF-SENAF.

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

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

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

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

1.2.3 Il mercato italiano

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

I titoli azionari possono essere scambiati sull'MTA (Mercato Telematico Azionario), sul Nuovo Mercato o sul mercato Expandi. L'MTA prevede inoltre tre diversi segmenti: il segmento blue chips, il segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti) ed il segmento SBO (Segmento di Borsa Ordinaria). L'MTA rappresenta il punto di riferimento per il mercato azionario. Nel segmento SBO vengono negoziati i titoli con una capitalizzazione di borsa inferiore agli 800 Mil. di Euro, superata tale soglia i titoli vengono considerati blue chips e vengono quindi negoziati nell'apposito segmento. Il segmento STAR è dedicato alle società con capitalizzazione inferiore agli 800 Mil. di Euro che rispondono a requisiti specifici in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance. Il Nuovo mercato è invece dedicato alle imprese ad elevato potenziale di crescita, caratterizzate da un approccio innovativo di prodotto, di processo e di servizio. Il mercato Expandi infine si rivolge alle piccole e medie imprese con posizioni consolidate nei mercati di riferimento che *“presentano un track record di risultati economico-finanziari positivo”*⁵.

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

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

⁵ Citazione testuale dal sito di Borsa Italiana SpA (www.borsaitalia.it)

La natura electronic based di tutti i mercati⁶ ha incentivato Borsa Italiana SpA ad investire anche nel settore della ricerca e dello sviluppo dei trading engine. La piattaforma attualmente utilizzata per il mercato azionario è sviluppata da Bit Systems, società controllata per il 65% da Borsa Italiana SpA e partecipata per il rimanente 35% da SIA – Società Italiana per l’Automazione – in partnership con OM Technology⁷.

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

Il ruolo centrale di Borsa Italiana all’interno del mercato italiano è confermato dalla gestione dell’IDEM – Italian Derivatives Market – che dopo la scomparsa del MIF⁸ – Mercato Italiano dei Futures – costituisce il principale mercato italiano dei derivati. All’interno dell’IDEM vengono quotati sia derivati su indici (FIB30, MiniFIB30, MIBO) sia derivati azionari (contratti iso-alfa e IDEM Stock Futures). Le negoziazioni avvengono su una piattaforma anch’essa sviluppata dalla Bit-Systems.

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

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

L’articolazione accentuata del mercato caratterizza anche il post-trading. Il clearing è curato dalla Cassa di compensazione e garanzia (CC&G), mentre la MonteTitoli SpA si occupa del settlement⁹ e, nell’ambito del custody, svolge la funzione di CSD del mercato italiano.

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

In controtendenza rispetto al progetto integrativo di Borsa Italiana si pone l’iniziativa di TLX. Nato come sistema di scambi organizzato (SSO) e riconducibile ad un ECN, TLX SpA ha chiesto ed

⁶ Il mercato italiano è stato tra i primi a consentire con la legge 1/91 (“legge SIM”) una negoziazione degli strumenti finanziari attraverso un sistema elettronico.

⁷ OM Technology è una società specializzata nella fornitura di servizi tecnologici per l’exchange industry. Attiva in più di 20 paesi, è azionista di maggioranza della Stockholmbörsen e fa parte del gruppo OMHEX, a sua volta proprietario della HEX - Helsinki Exchange.

⁸ Il MIF – Mercato Italiano dei Futures – è stato cancellato da parte della Consob dall’elenco dei mercati regolamentati italiani con delibera n°13975 dell’11 marzo 2003.

⁹ Per il settlement del mercato EuroMOT è lasciata agli operatori la possibilità di scegliere tra MonteTitoli SpA, Clearstream o Euroclear.

ottenuto nel 2003¹⁰ il riconoscimento della qualifica di mercato regolamentato. Su di esso vengono negoziate azioni italiane, europee, americane, covered warrant, reverse convertible, titoli di stato, ed obbligazioni (corporate, equity linked, convertibili). TLX si rivolge esplicitamente ad investitori privati, i quali possono accedere al mercato tramite il proprio intermediario.

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

Per il clearing ed il settlement TLX si affida alla MonteTitoli, ad Eurolear ed a Clearstream, riconoscendo ad ognuna riserve di attività su specifici strumenti¹¹.

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

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

1.2.4 Il mercato greco

La Grecia mostra un mercato dalla struttura lineare dove il ruolo centrale è ricoperto dalla ASE – Athens Stock Exchange – che gestisce direttamente il mercato azionario ed obbligazionario utilizzando un trading engine sviluppato da OM Technology sul quale trovano spazio anche le negoziazioni di covered warrant e fondi. L'accentramento in un unico mercato di diversi strumenti non ha impedito una segmentazione basata sulla liquidità dei titoli¹². L'ADEX – Athens Derivatives Exchange – completa l'articolazione del mercato greco. Anch'esso gestito dalla ASE, opera su una piattaforma dedicata (ASIK di OM Technology) e si interfaccia con la ADECH – Athens Derivatives Exchange Clearing House – che svolge la funzione di central counter party (CCP). È prevista inoltre un'unica central security depository (CSD) che opera sull'intero mercato mobiliare.

1.2.5 Il mercato francese

Il mercato francese mostra un elevato livello di integrazione che si esprime soprattutto in senso orizzontale. Tra i promotori dell'integrazione, il mercato francese presenta una ripartizione dei ruoli tra i mercati cash (azionario, obbligazionario, c.w. e fondi) ed i mercati derivatives. I primi sono gestiti da Euronext Paris¹³ (già Borse de Paris) mentre Euronext Monep ed Euronext Matif¹⁴ gestiscono i secondi.

¹⁰ La delibera Consob con la quale TLX è stato abilitato è la n°14192 del 5 agosto 2003.

¹¹ MonteTitoli è affidataria per i titoli azionari, i covered warrant ed i titoli di stato italiani, mentre Eurolear e Clearstream operano sugli strumenti obbligazionari italiani e esteri.

¹² Il comparto azionario dell'Athens Stock Exchange trova articolazione in un Market A, riservato ai titoli ad elevata liquidità negoziati in via continua, e nei Market B e Market C, basati su diverse call auction giornaliere. Il NEHA svolge infine la funzione di "nuovo mercato".

¹³ L'adesione al progetto integrativo Euronext ha comportato il cambio di denominazione della Bourse de Paris in Euronext Paris.

Il mercato azionario si articola nel Premier Marché, nel Second Marché e nel Nouveau Marché rispettivamente dedicati ai titoli azionari più liquidi, a quelli meno liquidi ed a quelli emessi da società Mid-cap. Le società del mercato francese hanno inoltre l'opportunità di essere negoziate in NextPrime e NextEconomy, i due mercati transnazionali legati al progetto Euronext che consentono alle società tradizionali e alle società attive nelle nuove tecnologie di acquisire maggiore visibilità in ambito europeo.

Le negoziazioni vengono gestite elettronicamente tramite il sistema NSC-VE¹⁵, sviluppato internamente, mentre per il clearing ci si avvale dei servizi della LCH.Clearnet SA e della relativa piattaforma Clearing21¹⁶. Euroclear France (gruppo Euroclear) gestisce invece il settlement ed il custody.

I servizi di LCH.Clearnet ed Euroclear sono utilizzati anche nei mercati derivati, che utilizzano per le negoziazioni la piattaforma Liffe-Connect, sviluppata dalla exchange inglese Liffe.

Il quadro complessivo vede quindi il listing, il trading ed il clearing fare riferimento più o meno direttamente ad Euronext, mentre il settlement ed il custody sono affidati ad Euroclear. Il controllo sul mercato mobiliare è accentrato nella AMF (Autorité des Marchés Financiers).

1.2.6 Il mercato belga

Il progetto integrativo Euronext ha un ruolo rilevante anche nel mercato belga. Il comparto azionario, quello obbligazionario nonché quello dei c.w. e dei fondi fanno riferimento ad Euronext Bruxelles, gestito dalla società omonima. Oltre alla partecipazione al progetto Euronext, il mercato belga condivide con il mercato francese l'utilizzo della piattaforma NSC-VE ed il sistema Clearing21 per il clearing. La LCH.Clearnet SA si occupa inoltre del settlement del mercato, mentre Euroclear opera nel custody insieme alla CIK (CSD belga). Il mercato derivato è affidato ad Euronext-Liffe e alla piattaforma Liffe-Connect. È infine interessante notare come in ambito di vigilanza la CBF – Commissione de Banque e Finance – condivida il suo ruolo con la EMBA – Euronext Bruxelles Market Authority.

1.2.7 Il mercato olandese

Le principali exchange del mercato olandese sono Euronext Amsterdam ed Euronext Amsterdam Derivative Market. Come è facile intuire, anche in Olanda ci si avvale della piattaforma francese NSC-VE, sulla quale vengono negoziati titoli azionari, obbligazionari, c.w.¹⁷ e fondi. I titoli azionari olandesi possono accedere ai segmenti EuronextPrime ed EuronextEconomy, e la LCH.Clearnet SA cura il clearing del mercato, mentre Euroclear Netherlands (gruppo Euroclear) è affidataria del settlement e del custody.

¹⁴ Il Monep – Marché des options négociable de Paris – ed il Matif – Marché a terme d'instruments financiers – a seguito dell'adesione al progetto integrativo Euronext hanno assunto la nuova denominazione di Euronext Monep ed Euronext Matif.

¹⁵ Sulla piattaforma NSC-VE vengono negoziati i titoli azionari, obbligazionari ed i fondi, mentre per i covered warrant si utilizza una versione modificata della stessa denominata NSC-VW..

¹⁶ La piattaforma Clearing21 è stata sviluppata dal Nymex – New York Merchantile Exchange – e dal CME – Chigaco Merchantile Exchange – nell'ambito di una collaborazione più ampia che coinvolgeva anche la Bourse de Paris (Euronext Paris).

¹⁷ Si ricorda che per i covered warrant la piattaforma NSC-VE viene adattata ed assume la denominazione di NSC-VW.

L'attività in derivati è affidata ad Euronext Amsterdam Derivative Market, controllata da Euronext Liffe, fornitrice del sistema Liffe-Connect.

Emerge quindi chiaramente la similarità tra la struttura del mercato francese, quella del mercato belga e quella del mercato olandese: una forte integrazione orizzontale si abbina ad una separazione verticale che vede, da un lato, listing, trading e clearing essere affidati ad Euronext¹⁸ e, dall'altro lato, il settlement ed il custody venire gestiti da una controllata del gruppo Euroclear.

Il controllo sul mercato viene invece affidato alla AFM che ricopre l'incarico di "Security Board of the Netherlands".

1.2.8 Il mercato tedesco

La situazione del mercato tedesco si rivela particolarmente articolata. La presenza forte del Deutsche Börse Group, che raduna le principali exchange dei mercati cash e derivatives, non è sufficiente a garantire la linearità che contraddistingue altri mercati nazionali.

Nel comparto azionario la FWB – Börse Frankfurt (DB Group) – è sicuramente il mercato di riferimento. Oltre a Francoforte sono però attive ben altre sette exchange regolarmente autorizzate (Bayerische Börse, Berliner Wertpapierbörse, Bremer Wertpapierbörse, Börse Düsseldorf, Börse Hamburg, Börse Hannover, Börse Stuttgart).

La FWB opera principalmente per via telematica utilizzando la piattaforma Xetra sviluppata internamente. Oltre a questa viene però utilizzata anche la piattaforma Xontro che svolge una funzione di supporto e di collegamento al floor trading attuato dalle altre exchange locali.

L'assetto operativo adottato dalla FWB prevede un segmento General Standard, uno Prime Standard e lo Xetra Stars. Nel segmento General Standard confluiscono i titoli che rispettano i requisiti minimi di quotazione, mentre il Prime Standard ospita i titoli degli emittenti in cerca di visibilità e che si rivolgono agli investitori internazionali¹⁹. Lo Xetra Stars infine si presenta come la piazza riservata agli emittenti attivi negli "special quality segments".

La FWB è attiva anche nel mercato obbligazionario dove però opera anche Eurex Bond, specializzato nel comparto wholesale. Lo spirito collaborativo, dovuto dalla comune appartenenza al DB Group, è testimoniato dai collegamenti telematici tra i due mercati che rientrano nell'ambito di un progetto di realizzazione di un'unica piattaforma tra cash e derivative market.

I covered warrant ed i fondi rientrano nel mercato azionario. Per i secondi, a differenza dei primi, è previsto uno specifico segmento (Xetra Funds).

Il trading sui derivati è invece dominato da Eurex che, oltre ad essere una exchange specializzata su tali strumenti, rappresenta uno dei principali progetti integrativi a livello europeo. Eurex, oltre a curare gli aspetti del trading, è impegnato nella realizzazione e nello sviluppo di trading engine e, grazie a Eurex Clearing, è riuscito ad attuare un'integrazione verticale del mercato. Eurex Clearing effettua il clearing anche per il mercato Eurex Bond ed è attiva come CCP (central counter party) negli altri mercati.

¹⁸ Si ricorda che LCH.Cleranet SA, attiva nel clearing, è parte del gruppo Euronext.

¹⁹ Il rispetto dei requisiti imposti dal Prime Standard è condizione necessaria (ma non sufficiente) per l'inclusione negli indici di mercato DAX, MDAX, TecDAX e SDAX.

Nel comparto azionario, per le fasi di settlement, è possibile scegliere tra Euroclear e Clearstream. Quest'ultima opera anche come CSD (central security depository) a livello nazionale.

Anche il sistema dei controlli è particolarmente articolato. La Wiedbaden svolge il ruolo di “market supervisory office”, anche se deve coordinare la propria attività con quella del BAFin (l'organo federale di supervisione sulle questioni finanziarie), delle autorità di controllo dei vari mercati locali e degli organi di controllo interni dei singoli mercati.

1.2.9 Il mercato svizzero

Il mercato svizzero mostra un buon livello di integrazione nel trading, al quale corrisponde una maggiore apertura nelle fasi successive della negoziazione. L'exchange SWX, gestita dalla Swiss Exchange, ha un ruolo cardine nel mercato elvetico. Il suo ambito di attività interessa tutti i comparti del mercato.

SWX Securities è il punto di riferimento per il mercato azionario ed è articolato nel segmento “local caps” ed in quello “new market”. Il comparto obbligazionario è invece presidiato da CHF Fixed Income e da SWX Eurobonds, dedicati rispettivamente ai titoli nazionali ed alle euroobbligazioni. SWX Options opera su opzioni e c.w., mentre SWX Investment Funds e SWX Exchange Traded Funds (ETF) coprono l'area fondi.

Nei derivati opera anche Eurex che, nato dalla fusione del mercato svizzero dei derivati con il corrispondente mercato tedesco, assume un ruolo di primo piano nel mercato.

La natura privata ed electronic based dei mercati caratterizza l'intero mercato svizzero. Dal punto di vista tecnologico SWX ha scelto l'autonomia, così come si è già avuto occasione di sottolineare in precedenza per Eurex.

Eurex Clearing AG e Clearstream gestiscono l'intero post-trading di Eurex, mentre sugli altri comparti la situazione è più articolata. L'attività di C&S sull'azionario è curata da SIS (SegaInterSettle) e da EuroSIC. La prima gestisce le transazioni in valuta nazionale (franchi svizzeri), mentre la seconda è dedicata alle transazioni in Euro²⁰. SIS ed EuroSIC operano anche per i comparti dei c.w., dei fondi e nell'obbligazionario. In quest'ultimo però sono in competizione con Euroclear e Clearstream. Infine SIS segue le transazioni per SWX Options. Sempre a SIS è affidato infine il ruolo di central securities depository (CSD) del mercato.

1.2.10 Il mercato inglese

L'analisi del mercato mobiliare inglese ne fa emergere chiaramente la specializzazione funzionale. Leggendo orizzontalmente la struttura del mercato si vede come ad ogni fase del processo produttivo corrisponda una specifica società di gestione. Per il listing ed il trading dei comparti cash e derivatives le figure di spicco sono la London Stock Exchange (LSE) ed Euronext Liffe.

LSE, gestito dalla società omonima, prevede un Main Market, composto da segmenti specialistici quali TechMark (per i titoli dell'alta tecnologia) e MediScience (per i titoli di imprese attive nella ricerca medica), ed un mercato ristretto denominato AIM. Sul Main Market vengono chiusi i contratti su azioni, obbligazioni e c.w., mentre il segmento ExtraMark è riservato agli ETF.

²⁰ Per le transazioni in Euro la EuroSIC opera tramite la Swiss Euro Clearing Bank di Francoforte.

Dal punto di vista operativo l'LSE è un mercato ibrido. Anche se la maggior parte delle negoziazioni avvengono ormai per via telematica, è prevista per i titoli meno liquidi la presenza di market maker o la possibilità di ricorrere ad un sistema ad asta (call auction).

Per LSE la segmentazione del mercato viene applicata anche con riferimento alle piattaforme tecnologiche: ne sono previste ben quattro, tutte sviluppate internamente. SETS, SEATS Plus, SEAQ e SEAQ International.

Il Liffe (London International Financial Futures and Options Exchanges) che, da quando nel 2001 ha aderito al progetto Euronext assumendo la denominazione di Euronext Liffe, gestisce le negoziazioni in derivati del mercato inglese. La sua natura internazionale, sancita dall'assorbimento progressivo delle transazioni su titoli esteri precedentemente tenute nei rispettivi mercati nazionali, fa del Liffe un mercato di rilevanza europea. Le negoziazioni avvengono su una piattaforma sviluppata internamente (Liffe-Connect) completamente electronic based.

LCH.Cleranet ha invece il controllo assoluto del clearing, così come Crest (società del gruppo Euroclear) gestisce il settlement ed il custody²¹.

La Financial Services Authority (FSA) ha il compito di controllare l'intero mercato finanziario. Ad essa è inoltre demandato il listing dei titoli azionari²².

1.2.11 Il mercato irlandese

Il mercato mobiliare irlandese è un esempio di mercato dalle dimensioni ridotte fortemente influenzato dalle piazze finanziarie di maggiori dimensioni. L'intero mercato coincide con l'Irish Stock Exchange (ISE). L'ISE gestisce i comparti azionari, obbligazionari, dei c.w. e dei fondi, mentre L'Irish Futures and Options Exchange (IFOX), cessando la propria attività nel 1996, ha privato l'Irlanda di un proprio mercato derivato.

L'articolazione dell'ISE per il comparto azionario prevede un Official Market al quale si affiancano tre segmenti: il Developing Companies Market (DCM), l'Exploration Securities Market (ESM) e l'ITEQ (Technology Market). L'Irish Stock Exchange Ltd gestisce, oltre ai mercati azionari, L'Irish Government Bond Market, L'ISE CW Market e l'ISE Investment Funds Market.

L'assenza nel mercato dei derivati di una exchange di diritto irlandese è molto probabilmente imputabile alla vicinanza, oltre che geografica anche linguistica e culturale, con l'Inghilterra (Euronext Liffe). La scelta di delegare a soggetti terzi alcune fasi del mercato di borsa si identifica chiaramente osservando gli aspetti tecnologici. Per le transazioni azionarie l'ISE si avvale di Xetra, piattaforma sviluppata dalla borsa di Francoforte, mentre gli scambi sull'obbligazionario avvengono su EuroMTS, piattaforma sviluppata da MTS SpA. Il post trading è inoltre affidato a Crest (gruppo Euroclear), ad eccezione del settlement sui titoli di stato irlandesi, affidato al Settlement Office della Bank of Ireland. La stessa Bank of Ireland è anche incaricata della vigilanza sul sistema mobiliare.

²¹ Per la fase di custody Crest si occupa direttamente dei titoli nazionali, mentre per i titoli esteri si avvale dell'intervento di Euroclear.

²² La scelta di separare la quotazione (admission to listing) dalla negoziazione (admission to trading) se pur oggetto di diversi lavori in letteratura rappresenta, dal punto di vista empirico, una peculiarità del mercato UK.

1.2.12 Il mercato danese

La presenza forte di una exchange che gestisce direttamente sia i mercati cash che il mercato derivative caratterizza anche il mercato danese. La Copenhagen Stock Exchange (CSE) gestisce il mercato omonimo sul quale vengono negoziate azioni, obbligazioni, c.w. e fondi²³. Dal 1997 la CSE ha inoltre incorporato anche il mercato dei derivati FUTOP. Le negoziazioni avvengono tutte per via telematica attraverso la piattaforma Saxess, sviluppata e messa a disposizione dalla Stockholmbörsen²⁴. Solo i derivati vengono negoziati su una piattaforma diversa denominata CLICK e sviluppata da OM Technology.

Il clearing, il settlement ed il custody sono completamente integrati dalla Vaerdipapircentralen – The Danish Securities Depository and Clearing Centre – ad eccezione del clearing e del settlement dei derivati gestiti da SECUR.

La vigilanza viene invece ripartita tra la Danish Financial Supervisory Authority ed il Danish Securities Council.

1.2.13 Il mercato norvegese

La struttura del mercato norvegese ha molte somiglianze con quella danese. La Oslo Børs cura direttamente le negoziazioni su tutti i comparti del mercato avvalendosi, per i mercati cash, della medesima piattaforma Saxess e, per i derivati, della tecnologia di OM Technology. La Verdipapirsentralen si occupa dell'intero post-trading del mercato (clearing, settlement e custody), ad eccezione del clearing sui derivati affidato alla NOS – Norwegian Futures and Options Clearing House. La vigilanza è invece ripartita tra la Oslo Børs e la Banking Insurance and Security Commission of Norway.

1.2.14 Il mercato svedese

Le similitudini tra i mercati mobiliari danesi e norvegesi accomunano anche il mercato svedese. Il ruolo centrale è assunto dalla Stockholmbörsen, attiva su tutti i comparti del mercato. Le piattaforme utilizzate sono ancora una volta Saxess (cash) e CLICK (derivative), anche se per il comparto obbligazionario si fa ricorso ad un'apposita piattaforma denominata SOX.

Un motivo di particolare interesse verso il mercato svedese riguarda l'assetto societario della Stockholmbörsen. Demutualizzata dal 1993 e successivamente quotata sul proprio mercato, è stata oggetto di scalata societaria da parte di OM Technology la quale ne ha assunto il controllo ricoprendo contemporaneamente la qualifica di owner, di fornitore di tecnologia e di emittente²⁵. La successiva fusione di OM Technology con HEX (Helsinki Exchange) ha ulteriormente coinvolto OM nella gestione diretta delle exchange.

Le similitudini con gli altri mercati nordici continuano nel post-trading dove la VPC accentra presso di sé le funzioni legate al clearing (CCP), al settlement ed al custody (CSD), ad eccezione del clearing e del settlement sui derivati gestiti dalla SB.

²³ Per le negoziazioni sui fondi non quotati è inoltre possibile utilizzare lo XtraMarked che coordina le negoziazioni OTC.

²⁴ La piattaforma Saxess è sviluppata dalla Stockholmbörsen anche se i legami societari con la OM Technology vedono in quest'ultima il vero realizzatore del sistema.

²⁵ OM Technology, società svedese leader nel settore della tecnologia di borsa, è quotata sulla Stockholmbörsen.

Il sistema di vigilanza sul mercato svedese prevede un ruolo centrale, ricoperto dalla Stockholmbörsen e dalla SFSA – Swedish Financial Supervisory Authority – che hanno il compito di vigilare sull'intero mercato. Nel caso degli ETF a queste però si aggiunge la XACT Fonder, mentre per i derivati alcune competenze vengono demandate alla OM London Exchange.

1.2.15 Il mercato finlandese

Nel caso del mercato finlandese la exchange di riferimento è la Helsinki Exchange (HEX) che, dopo la fusione con la OM Technology, fa parte del gruppo OMHEX. HEX gestisce direttamente sia i mercati cash che quelli derivative, avvalendosi, per i primi, della piattaforma Saxess e, per i secondi, della tecnologia OM. La Helsinki Securities and Derivatives Exchange Clearing House (anch'essa controllata dal gruppo OMHEX) gestisce il clearing ed il settlement per tutti i comparti del mercato, mentre The Finish Central Securities Depositories (OMHEX Group) svolge la funzione di CSD.

Il mercato finlandese risulta quindi totalmente integrato sia verticalmente che orizzontalmente (oltre che tecnologicamente) dal gruppo OMHEX.

La vigilanza sul sistema è affidata ad un'unica Financial Supervision Authority.

1.2.16 I mercati delle Repubbliche Baltiche (Estonia, Lettonia, Lituania)

I mercati delle Repubbliche Baltiche di Estonia, Lettonia e Lituania sono strettamente legate ai mercati nordici.

Il mercato estone coincide pressoché perfettamente con HEX – Tallin, exchange appartenente al gruppo OMHEX che gestisce sia i mercati cash che quelli derivative. Il mercato, electronic based, si avvale della tecnologia del gruppo (piattaforma Saxess). HEX si occupa inoltre direttamente anche del clearing e del settlement, mentre controlla attraverso la Estonian CSD anche la fase di custody.

La situazione per la Lettonia è solo parzialmente diversa. La Riga Stock Exchange, controllata per oltre il 90% da OMHEX, gestisce le negoziazioni azionarie, obbligazionarie e sui fondi, mentre sono assenti mercati dei derivati e dei c.w. Per il comparto obbligazionario è prevista una segmentazione del mercato in un Official list, una Second list ed una Free list.

L'appartenenza al gruppo OMHEX fa sì che le negoziazioni avvengano sulla piattaforma Saxess. La RSE si occupa anche delle attività di clearing mentre il settlement ed il custody sono a cura della Bank of Latvia (per la parte cash) e della Latvian Central Depository (per il trasferimento dei titoli).

Quello lituano è il mercato meno evoluto dell'area baltica. La Vilnius Stock Exchange copre solo il comparto azionario ed obbligazionario, mentre sono assenti mercati derivati, dei c.w. e dei fondi. La VSE, dopo aver assunto la forma di società per azioni nel 1998, è rimasta sotto il controllo statale anche se è prevista una privatizzazione.

Le negoziazioni avvengono attraverso un sistema accentrato denominato TLAPS. Il clearing, il settlement ed il custody sono invece affidati rispettivamente alla VSE, al Settlement Centre of The Bank of Lithuania²⁶ ed al Central Security Depository of Lithuania (CSDL).

A differenza di HEX – Tallin (Estonia), dove le quotazioni e gli scambi avvengono in Euro, nella VSE, così come nella RSE, si utilizzano le rispettive monete locali.

Il controllo statale ha sicuramente rallentato la partecipazione della VSE ai processi integrativi in atto nel mercato europeo, non impedendo comunque alla exchange di firmare un Memorandum of Cooperation con le altre due borse baltiche (1999) e di porre in essere una cooperazione con il Norex²⁷ (2001).

1.2.17 I mercati dell'Europa dell'Est (Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria)

Nella prospettiva di un'integrazione del mercato europeo allargata ai mercati dell'est è interessante analizzare la struttura del mercato mobiliare della Polonia, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria.

La Warsaw Stock Exchange si occupa delle transazioni aventi ad oggetto sia strumenti azionari che obbligazionari, derivati, c.w. e fondi. Il carattere limitato del mercato mobiliare polacco è testimoniato dalla struttura ancora ampiamente basata sulle aste a chiamata (open outcry), mentre la negoziazione elettronica è riservata ai titoli più liquidi. La partnership tecnologica con Euronext (1998) assicura al mercato la fornitura della tecnologia. Occorre però ricordare che solo alla fine degli anni '90 le negoziazioni hanno avuto luogo su base giornaliera²⁸.

L'esiguità degli scambi ha consigliato la gestione accentrata del post-trading nelle mani del National Depository For Securities (NSD), mentre la vigilanza sul sistema è di competenza del Polish Securities and Exchange Commission.

Più evoluta è sicuramente la situazione del mercato ungherese. La Budapest Stock Exchange gestisce gli scambi su azioni, obbligazioni e derivati utilizzando un Multimarket Trading System (MMTS²⁹) articolato in due sessioni per i mercati cash (una sessione "stock" ed una "bond") ed una per i derivati. La KELER – Central Clearing House and Depository – cura invece il post-trading, mentre la vigilanza sul sistema è affidata alla Hungarian Financial Supervisory Authority.

Fortemente concentrata è anche la struttura del Prague Stock Exchange. Operativo su azioni, obbligazioni e derivati, il PSE utilizza un sistema elettronico, denominato SPAD System, basato sull'esplorazione delle proposte fatte dai market maker. Il PSE si occupa inoltre, attraverso la Univyc AS, delle operazioni di C&S. Il Supervisory Board svolge infine l'attività di vigilanza.

²⁶ Nello svolgimento del settlement il Settlement Centre della Bank of Lithuania si avvale di due diverse strutture denominate NSEL e CSDL, le quali operano utilizzando le strutture della Bank of Lithuania.

²⁷ Il Norex è un progetto integrativo finalizzato alla formazione di un unico mercato mobiliare per l'area scandinava e baltica. Per una trattazione dettagliata sull'argomento si rimanda al capitolo successivo del presente lavoro.

²⁸ In precedenza gli scambi avvenivano con cadenza settimanale. Successivamente si è passati a più negoziazioni a settimana, fino a giungere alla negoziazione giornaliera.

²⁹ La piattaforma MMTS è sviluppata da Computershare (software house australiana).

1.3 I mercati europei a confronto

Dall'accostamento delle strutture dei diversi mercati mobiliari nazionali possono essere fatte diverse considerazioni.

La soluzione di un mercato electronic based sta diventando uno standard, anche se in alcuni mercati sono ancora previste soluzioni miste.

Il passaggio verso una struttura privata del mercato ha coinvolto pressoché tutti i principali mercati, interessando diverse fasi del processo produttivo.

Exchange	Anno di demutualizzazione
Stockholmbörsen	1993
HEX – The Helsinki Exchange	1995
SWX – The Swiss Exchange	1995 ³⁰
CSE – Copenhagen Stock Exchange	1996
Borsa Italiana Spa	1997
Euronext – Brussels	1997
Euronext – Amsterdam	1997
Eurex	1998 ³¹
ASE – Athens Stock Exchange	1999
Euronext – Lisboa	1999 ³²
Euronext – Paris	2000
LSE – The London Stock Exchange	2000
FWB – Frankfurt Börse (Deutsche Börse)	2001
Oslo Børs	2001
BSE – The Budapest Stock Exchange	2002
BMEX	2002 ³³

Tabella 1: demutualizzazione dei mercati europei

Alla privatizzazione non è però seguita la quotazione sul mercato (selflisting) penalizzando così la possibilità che la negoziazione delle azioni consentano a soggetti esterni all'attività di borsa (owner³⁴) di ottenere il controllo societario.

Da un'analisi per nazioni emerge come fenomeni di integrazione orizzontale del mercato hanno coinvolto molto più facilmente i mercati azionari ed obbligazionari, mentre il comparto dei derivati tende ad essere gestito separatamente.

Il trading ed il post-trading sono pure gestiti da entità diverse anche se, in un'ottica di gruppo, non mancano casi di integrazioni verticale.

³⁰ La SWX – The Swiss Exchange – è nata nel 1995 direttamente sotto forma privata dalla fusione delle borse di Basilea, Ginevra e Zurigo.

³¹ Eurex è nato nel 1998 direttamente sotto forma privata.

³² Euronext – Lisboa è nata dalla fusione tra la Lisbon Stock Exchange e la Porto Derivatives Exchange Association.

³³ La BMEX è nata nel 2002 direttamente sotto forma privata. Essa raggruppa la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Bilbao e la Bolsa de Valencia.

³⁴ Per approfondimenti sugli stakeholder della exchange industry si veda Nicolini G., "Uno schema di analisi dei comportamenti dei portatori di interesse della exchange industry nell'ambito dei processi di integrazione del mercato mobiliare europeo", Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" - Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza, Autumn Paper, 2002

In ambito di vigilanza manca un indirizzo prevalente. Alcuni paesi prevedono un'unica financial authority, mentre in altri casi si assiste ad una ripartizione delle competenze o ad un affiancamento dell'autorità principale di specifiche autorità alle quali sono affidate specifiche riserve.

Paese	Autorità (Unica/Diverse)	Vigilanza
Austria	Unica	The Financial Market Authority (FMA)
Belgio	Unica	Commission Bancaire, Financière et des Assurance (CBFA)
Danimarca	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Danish Financial Supervisory Authority • Danish Securities Council
Estonia	Unica	Financial Supervision Authority (Agency of Bank of Estonia)
Finlandia	Unica	Financial Supervision Authority
Francia	Unica	Autorité des Marchés Financiers (AMF)
Germania	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Wiesbaden (The market supervisory office) • BAFin (German Federal Securities affairs supervisory body) • Autorità locali delle singole borse valori • Organismi di controllo e supervisione delle negoziazioni delle singole borse valori
Grecia	Unica	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)
Inghilterra (UK)	Unica	Financial Services Authority (FSA)
Irlanda	Unica	Bank of Ireland
Italia	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Consob • Banca d'Italia
Lettonia	Unica	Financial and Capital Market Commission
Lituania	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Bank of Lithuania • Security Commission (Ministero delle Finanze) • (State Insurance Supervisory Authority)
Norvegia	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Oslo Børs • The Bankink, Insurance and Security Commission of Norway
Olanda	Unica	Security board of the Netherland (AFM)
Polonia	Unica	Polish Securities and Exchange Commission
Portogallo	Unica	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Repubblica Ceca	Unica	Supervisory Board
Spagna	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) • Banco de España
Svezia	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Stockholbörsen • Swedish Financial Supervisory Authority (SFSA) • Xact Fonder (solo per ETF) • OM London Exchange (solo per i derivati)
Svizzera	Diverse	<ul style="list-style-type: none"> • Swiss Federal Banking Commission (SFBC) • Swiss Exchange – SWX (“partial self-regulation”)
Ungheria	Unica	Hungarian Financial Supervisory Authority

Tabella 2: la struttura dei controlli di vigilanza sul mercato mobiliare europeo

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

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

Exchange	Tecnologia	Partnership/Consulenze esterne
Borsa Italiana Spa	Interna	OM Technology
BMEX	Interna	
Euronext – Lisboa	Francese (NSC)	
Athens Stock Exchange	Interna	OM Technology
Euronext – Paris	Interna (NSC) + Inglese (Liffe-Connect)	
Euronext – Brussels	Francese (NSC) + Inglese (Liffe-Connect)	
FWB – Frankfurt Börse (Deutsche Börse)	Interna (Xetra)	
Eurex	Interna	
Wiener Börse	Tedesca (Xetra)	OM Technology
SWX – The Swiss Exchange	Interna	
Euronext – Amsterdam	Interna (NSC) + Inglese (Liffe-Connect)	
ISE – The Irish Stock Exchange	Tedesca (Xetra) + Italiana (EuroMTS)	
CSE – Copenhagen Stock Exchange	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
Stockholmbörsen	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
Oslo Børs	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
HEX – The Helsinki Exchange	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
HEX – Tallin (Estonia)	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
Riga Stock Exchange (Lettonia)	Svedese (Saxess + Click) OM Technology	OM Technology
Vilnius Stock Exchange (Lituania)	Interna	
WSE – Thw Warsaw Stock	Francese (NSC)	

Exchange		
BSE – The Budapest Stock Exchange	Australiana	Computershare
Prague Stock Exchange	Interna	

Tabella 3: Le tecnologie utilizzate dalla exchange industry europea

I mercati europei hanno subito quindi un'evoluzione che è ancora "in progress". In tutti i paesi considerati si è assistito a cambiamenti strutturali spesso indirizzati verso un'integrazione del mercato. Nei mercati più evoluti l'integrazione ha già assunto dimensioni transnazionali. Nelle realtà più giovani ed in generali quelle di dimensioni più ridotte l'aggregazione che si è verificata ha avuto l'obiettivo di riorganizzare il mercato interno probabilmente in vista di un coinvolgimento in progetti di maggiore portata.

Capitolo 2

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

- 2.1 I tentativi di integrazione del passato
- 2.2 I progetti integrativi in corso
 - 2.2.1 *Il progetto Euronext*
 - 2.2.2 *Il progetto Eurex*
 - 2.2.3 *Il progetto EuroMTS*
 - 2.2.4 *Il progetto Norex*
 - 2.2.5 *Il progetto OMHEX*
 - 2.2.6 *Il progetto Clearstream*
 - 2.2.7 *Il progetto Euroclear*
- 2.3 Gli ATS in Europa
- 2.4 L'integrazione nei mercati non europei

Capitolo 2 – I progetti di integrazione in atto nel mercato europeo: caratteristiche, natura dei progetti e prospettive di realizzazione

2.1 I tentativi di integrazione del passato

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'affidamento della vigilanza sulla exchange alle autorità tedesche ha suscitato il disappunto delle autorità di controllo britanniche. La scelta di collegare tra loro realtà facenti capo a due diversi sistemi monetari ha rappresentato inoltre un ostacolo non marginale. Dal punto di vista politico il progetto iX non ha infine incontrato il favore degli esponenti politici inglesi meno europeisti, preoccupati del legame eccessivo che il progetto avrebbe generato tra l'economia inglese e l'euro. A questi aspetti principali si sono sommati aspetti marginali³⁵ che nel complesso hanno portato i soggetti promotori ad abbandonare l'iniziativa.

A differenza dei precedenti il progetto EuroNM ha raggiunto la fase di implementazione. EuroNM è stato avviato nel 1996 da un network di mercati specializzati nella negoziazione di titoli appartenenti a società ad elevato potenziale di crescita. Sostanzandosi in un network, il progetto si fondava su una serie di "contatti relazionali", ovvero di accordi che prevedono margini di flessibilità discreta da parte dei partecipanti³⁶. Il legame tra i partecipanti non si concretizza così in una partecipazione azionaria, ma si riferisce alla presenza di un "interesse comune": il risultato è il mantenimento, per i singoli paesi partecipanti, di una governance autonoma.

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

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

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

³⁵ Il riferimento è agli aspetti di national proud riguardo la sede fisica della nuova exchange e la scarsa integrazione nel post-trading che avrebbe potuto compromettere l'obiettivo della riduzione dei costi.

³⁶ Per approfondimenti si veda Lucarelli C. , "Gli accordi internazionali fra mercati", in Basile I. (coordinato da), "Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry", Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001.

2.2 I progetti integrativi in corso

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

Le integrazioni orizzontali sembrano però destinate a dar vita a soluzioni integrate anche verticalmente dato che è solo da un'integrazione tra la fase di trading ed il post-trading (straight through processing) che si possono raggiungere i maggior vantaggi legati alle economie di scala, alla riduzione dei costi di negoziazione e alla velocità di esecuzione degli ordini³⁷.

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

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

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

2.2.1 Il progetto Euronext

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

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

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

La scelta di definire un obiettivo, tanto ambizioso quanto vincolante, senza forzarne i tempi di realizzazione rappresenta sicuramente un punto di forza dell'iniziativa. I singoli aderenti sono quindi consapevoli che una partecipazione all'iniziativa porterà ad un'integrazione completa anche dal punto di vista strutturale, ma sono tutelati dai rischi di stravolgimento del mercato legati a cambiamenti troppo repentini.

³⁷ Per approfondimenti si veda Nicolini G., “I possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare integrato a livello europeo”, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata” - Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza, Spring Paper, 2002

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

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

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

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

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

2.2.2 Il progetto Eurex

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

Eurex nasce come mercato esclusivamente derivato ed il suo sviluppo è legato a questi strumenti. La gamma degli strumenti negoziati comprende derivati su titoli obbligazionari, azionari, ETF, indici e tassi d'interesse. L'allargamento progressivo anche verso titoli esteri e quindi la negoziazione di derivati con sottostanti olandesi, finlandesi, francesi, italiani, svizzeri ed americani, oltre che tedeschi, esprimono la strategia espansionistica del mercato svizzero-tedesco, basata su un assorbimento concorrenziale di contratti già negoziati in altre trading venues, finalizzato all'affermazione di Eurex come mercato derivato di riferimento in Europa (e non solo).

Il controllo totalitario da parte di Eurex su Eurex Clearing AG fa sì che le negoziazioni si svolgano completamente all'interno di un'unica piattaforma informatica³⁸. Questo straight through processing consente un abbassamento dei costi che ha portato Eurex a diventare il mercato mondiale con il maggior numero di contratti conclusi³⁹.

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

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

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

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

La rilevanza di Eurex nel panorama europeo si comprende meglio considerando che la Deutsche Börse, oltre a detenere il 50% di Eurex, controlla direttamente la Frankfurt Börse la quale, a sua volta, esercita un'influenza notevole sui mercati austriaci (Wiener Stock Exchange) ed irlandesi (Irish Stock Exchange)⁴⁰.

2.2.3 Il progetto EuroMTS

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

EuroMTS svolge prevalentemente una funzione di coordinamento tra diversi wholesale market nazionali. Il modello prevede l'utilizzo della medesima piattaforma tecnologica da parte di diversi mercati tra loro indipendenti. Ogni nuovo mercato entra nel sistema come una nuova finestra del medesimo book di negoziazione. La logica aggregativa è quindi di stampo cooperativo e la società

³⁸ Per la fase di post-trading è comunque possibile avvalersi dei servizi di Euroclear e Clearstream.

³⁹ Nel 2002 i contratti negoziati su Eurex hanno superato quota 801 milioni (fonte www.eurexchange.com).

⁴⁰ Sia la Wiener Stock Exchange che la Irish Stock Exchange si avvalgono della tecnologia Xetra sviluppata da Deutsche Börse.

EuroMTS ha il compito di gestire i rapporti tra le varie exchange nazionali, oltre che di curare la manutenzione e lo sviluppo delle architetture informatiche⁴¹.

Il modello di mercato prospettato è di tipo piramidale⁴², in cui in ogni paese, oltre ai mercati retail è presente un mercato all'ingrosso dei titoli di stato (MTS)⁴³, che ha come riferimento a livello europeo l'EuroMTS, dove vengono negoziati titoli per tagli elevati o elevatissimi.

Attualmente fanno parte del progetto EuroMTS:

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

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

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

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

2.2.4 Il progetto Norex

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

Negli anni successivi la ICEX - Iceland Stock Exchange – (giugno 2000) e la Oslo Børs (ottobre 2000) hanno aderito all'iniziativa e, nello stesso anno, le Baltic Exchange (Riga Stock Exchange, Tallin Stock Exchange e Vilnius Stock Exchange) firmavano a loro volta una lettera d'intenti⁴⁴.

⁴¹ EuroMTS si avvale della tecnologia sviluppata dalla SIA – Società Italiana per l'Automazione. Il sistema è fisicamente collocato a Milano.

⁴² L'espressione è ripresa da Lucarelli C., "Il mercato EuroMTS", in Basile I. (coordinato da), "Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry", Newfin, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

⁴³ La struttura auspicata prevede un mercato controllato dagli stessi market maker incaricati di alimentarne le negoziazioni.

⁴⁴ Il 28 maggio 2001 le Baltic Exchange si sono pronunciate per una sospensione momentanea del processo di adesione, rimandando quindi la firma dell'accordo.

Infine, pur non aderendo direttamente all'iniziativa, anche la Helsinki Exchange risente dell'influenza del Norex⁴⁵ che relaziona quindi tutti i mercati mobiliari del Nord Europa.

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

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

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

Il quarto pilastro del Norex riguarda la condivisione degli aspetti regolamentari (common regulatory framework). In base a tale principio le singole exchange si impegnano ad armonizzare sia i requisiti di ammissione (membership requirements) sia le regole di negoziazione (trading rules) al fine di consentire il riconoscimento reciproco degli operatori⁴⁶.

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

L'eccessivo sbilanciamento verso la fase del trading ovvero la scarsa attenzione verso gli aspetti del post-trading, costituiscono l'anello debole della catena ed identificano i punti deboli dell'iniziativa⁴⁷. La flessibilità assicurata da una formula cooperativa di basso contenuto vincolante (alleanza) abbinata ad un percorso di armonizzazione chiaro e preciso rappresentano invece dei fattori di successo.

2.2.5 Il progetto OMHEX

OMHEX è la società nata dalla fusione avvenuta nel settembre 2003 tra OM Technology e la Helsinki Exchange (HEX). Il progetto va ben oltre la fusione, di per sé già rilevante, tra una exchange ed un fornitore di tecnologia. OM costituisce il principale fornitore di tecnologie di borsa per i mercati europei ed è tra le imprese leader del settore a livello mondiale⁴⁸. Già prima della fusione inoltre OM controllava direttamente la Stockholmbörsen ed è stata protagonista nel 2000 dell'OPA ostile lanciata nei confronti della London Stock Exchange. Il progetto OMHEX rientra quindi in una strategia integrativa più ampia portata avanti da OM Technology.

⁴⁵ I legami tra HEX ed il Norex verranno approfonditi nell'analisi riguardante il progetto OMHEX.

⁴⁶ In riferimento al principio del common regulatory framework, le exchange facenti parte del Norex si sono uniformate agli standard GICS (Global Industry Classification Standard).

⁴⁷ I vertici del Norex si dichiarano consapevoli di tale disequilibrio, attribuendo tuttavia al processo integrativo del trading una forza trainante dell'intero processo aggregativi del mercato.

⁴⁸ OM offre servizi ad oltre 300 clienti sparsi in 10 paesi. Sono inoltre 27 le exchange che dipendono da sistemi OM.

Nell'ambito di OMHEX è stata sviluppata la divisione HEX – Integrated Market⁴⁹ – della quale fanno parte, oltre alla Stockholmbörsen e la Helsinki Exchange, anche le exchange di Tallin e Riga.

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

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

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

2.2.6 Il progetto Clearstream

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

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

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

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

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

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

⁴⁹ OMHEX è articolato in due divisioni. Oltre alla HEX – Integrated Market – che si occupa della gestione delle exchange, è presente la divisione OM Technology, che è invece incaricata degli aspetti tecnologici.

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

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

2.2.7 Il progetto Euroclear

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

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

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

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

2.3 Gli ATS in Europea

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

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

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

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

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

Nasdaq Europe è un caso di progetto marginalizzato dal mercato. Avviato nel 2001, rientra in una strategia più ampia, attuata dal Nasdaq⁵⁰, finalizzata a replicare il modello operativo collaudato nel mercato americano. Oltre all'iniziativa europea fanno parte del progetto anche Nasdaq Japan e Nasdaq Canada. L'idea alla base delle singole realtà è di condividere la medesima tecnologia stringendo accordi con partner locali che assumono il ruolo di "portatori di liquidità". Gli esiti per il mercato europeo non sono stati positivi cosicché si è deciso di interrompere il progetto.

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

Maggiore fortuna hanno avuto Instinet ed E-Crossnet che rappresentano esempi di realtà affermatesi nell'ambito degli ATS. Instinet è un "global agency broker"⁵¹ la cui funzione è di relazionare diverse trading venues (exchange, Ecn, ecc.) al fine di trovare le migliori condizioni per abbinare una proposta di negoziazione inserita nel sistema.

L'attività di intermediazione svolta presenta quindi una forte componente legata alla ricerca della controparte, effettuata secondo i principi di best execution. Il sistema, totalmente electronic based, funziona pressoché ininterrottamente (H24)⁵² garantendo un completo anonimato delle transazioni.

Instinet, tramite una membership diretta o mediante dei collegamenti di diversa natura pone in relazione pressoché tutti i mercati ufficiali europei⁵³, svolgendo in tal modo una sostanziale attività di collegamento.

Il modello Instinet è stato replicato nel mercato americano con INET⁵⁴ (iniziativa attivata sempre all'interno del Gruppo Instinet) che offre la possibilità di operare su un pacchetto di titoli del Nasdaq e su altri titoli accedendo tramite il Nasdaq stesso o tramite altre trading venues americane.

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

⁵⁰ Il NASDAQ – North American Association of Share Dealers Automated Quotation – è il mercato americano per le imprese a media capitalizzazione e per le imprese legate ai settori tecnologici dell'economia.

⁵¹ L'espressione è quella utilizzata nel sito ufficiale (www.instinet.com) per definire l'iniziativa.

⁵² Le giornate di negoziazione hanno termine alle 18:40 (Ora di Londra) e riprendono alle 18:45 dopo che il sistema ha provveduto a cancellare le proposte di negoziazione rimaste inevase. Il venerdì le negoziazioni terminano alle 18:40 ed il sistema non accetta nuove proposte fino alle 19:30 della domenica.

⁵³ Sono collegati Borsa Italiana Spa, Copenhagen Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext Amsterdam, Euronext, Paris, Euronext Brussels, Helsinki Exchange, London Stock Exchange, Madrid Stock Exchange, Oslo Børs, Stockholmbörsen, Swiss Exchange, Wiener Börse e Virt-X.

⁵⁴ Il progetto è operativo dal 9 febbraio 2004.

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

Tradepoint fornisce un esempio di come un progetto avviato come ATS possa trovare un inquadramento ufficiale come exchange. Il progetto nasce nella seconda metà degli anni '90 su iniziativa di un consorzio di partecipanti⁵⁵, ed è costituito come trading facility della London Stock Exchange. Basato su un'integrazione verticale del processo produttivo (straight through processing) e supportato da una forte componente tecnologica, si è affermato come trading venues sulle blue chips europee.

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

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

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

2.4 L'integrazione dei mercati non europei

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

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

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

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

⁵⁵ Tra i soggetti promotori figurano Merrill Lynch, Deutsche Bank, ABN Amro, JP Morgan, Morgan Stanley, Instinet, Archipelago e Credit Suisse First Boston.

Archipelago ha rappresentato una delle realtà più interessanti del mercato americano degli ultimi anni. Dopo l'avvio le tappe successive sono state la fusione nel 2001 con Redibook (altro ECN leader del mercato) e, nel 2002, l'alleanza con il Pacific Exchange (PCX) dalla quale è derivato ArcaEx – The Archipelago Exchange. Dal febbraio 2003 la trasformazione di ArcaEx da ECN ad exchange è stata completata⁵⁶.

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

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

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

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

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

⁵⁶ Tra gli owner di ArcaEx si trovano E-Trade, Charles Schwab, Goldman Sachs, JP Morgan, Instinet, Merrill Lynch, The Pacific Exchange, Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston, Bank of America e TD Waterhouse.

Conclusioni

L'analisi dei mercati mobiliari nazionali presi singolarmente e lo studio dei progetti di integrazione evidenziano come il mercato mobiliare europeo sia ancora fortemente legato ad una dimensione nazionale degli scambi.

Il mercato è comunque caratterizzato da una spinta integrativa che vede nell'adozione dell'Euro (1), nell'allargamento dell'UE (2), nel completamento del processo di demutualizzazione dei mercati (3) e nel passaggio a soluzioni di mercato electronic based (4) tutti fattori in grado di agevolare l'integrazione, mentre la frammentazione che caratterizza ancora alcune realtà nazionali (1), l'home bias manifestato dagli investitori (2), i problemi legati al national proud (3) e la normativa europea inadeguata (4) tendono a contenere la spinta integrativa.

È importante rilevare la presenza sul mercato di progetti in atto che hanno superato la fase di avvio e che sembrano quindi destinati a svilupparsi, integrando ulteriormente il mercato europeo. Le iniziative più interessanti sono Euronext, Eurex ed Omhex.

Del progetto Euronext sono da ammirare il coinvolgimento di un numero consistente di paesi, la completezza dell'iniziativa che integra sia i mercati azionari, sia quelli obbligazionari e derivati, e la formula integrativa in grado di integrare i diversi mercati salvaguardando le identità di ognuno di essi.

I motivi di interesse verso Eurex riguardano la notevole forza integrativa dell'iniziativa, ottenuta grazie alla fusione dei soggetti aderenti, e l'appartenenza al Deutsche Börse Group che rappresenta una figura più che rilevante nel mercato mobiliare europeo.

Il progetto Omhex, pur interessando una quota di mercato minore rispetto ai progetti precedenti, è un chiaro esempio di come la presenza di aspetti culturali condivisi da diversi soggetti possono avere un ruolo positivo nell'integrazione dei mercati. In Omhex inoltre si realizza la fattispecie, fino a qualche tempo fa solo teorizzata, che vede un fornitore di tecnologia assumere il controllo di una exchange.

Tutti i paesi europei risultano quindi più o meno direttamente coinvolti in un progetto integrativo. È quindi più che ragionevole attendersi per il futuro un accentuarsi dell'integrazione.

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

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

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

L'adesione ad un progetto di integrazione diventa con il passare del tempo una scelta con priorità crescente. Un'ulteriore espansione dei progetti in corso può marginalizzare il mercato italiano

assorbendone la liquidità e privando così Borsa Italiana del suo ruolo di exchange di riferimento del mercato italiano: l'integrazione non è un fenomeno contrastabile.

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

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

Le possibilità che si arrivi ad un'unica European Exchange in tempi brevi sono scarse. Allungando l'orizzonte temporale di riferimento quella di un unico mercato mobiliare perfettamente integrato è invece una prospettiva realistica. Il percorso che separa l'attuale assetto del mercato mobiliare europeo dalla prospettiva di un unico mercato perfettamente integrato non è ancora chiaro. I progetti in corso sembrano avere ancora dei margini di espansione sufficienti per evitare nel breve periodo una competizione diretta basata sulla concorrenza. Dato il peso che riveste Borsa Italiana in termini di capitalizzazione e di numero di società quotate, la sua adesione ad un progetto integrativo, così come la scelta che farà in tal senso la BMEX spagnola, chiariranno diversi dubbi su qual è il progetto con le maggiori possibilità di diventare il mercato mobiliare europeo di riferimento. L'eventuale adesione all'UME da parte dell'Inghilterra potrà fornire ulteriori indicazioni in tal senso, così come un intervento legislativo comunitario in materia di mercati mobiliari avrebbe l'effetto di accelerare i tempi di realizzazione del mercato mobiliare unico.

Bibliografia

- AEX – Amsterdam Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.aex.nl
- ASE – Athens Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.ase.gr
- BMEX – The Spanish Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.bolsaymercados.es
- Borsa Italiana Spa, dati sulla struttura del mercato, www.borsaitalia.it
- BSE – Budapest Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.bse.hu
- Clearstream, dati sull'iniziativa, www.clearstream.com
- Consob, Delibera n° 13975 dell'11 Marzo 2003
- Consob, Delibera n° 14192 del 5 Agosto 2003
- CSE – Copenhagen Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.cse.dk
- Deutsche Börse, dati sulla struttura del mercato, www.deutscheboerse.com
- Eurex, dati sulla struttura del mercato, www.eurexchange.com
- Euroclear, dati sull'iniziativa, www.euroclear.com
- EuroMTS, dati sull'iniziativa, www.euromts.com
- Euronext Brussels, dati sulla struttura del mercato, www.euronext.com
- Euronext Liffe, dati sulla struttura del mercato, www.euronext.com
- Euronext Lisboa, dati sulla struttura del mercato, www.euronext.pt
- Euronext Paris, dati sulla struttura del mercato, www.bourse-de-paris.fr
- FIBV – World Federation of Exchanges, “The significance of the Exchange industry”, 2003
- FIBV - World Federation of Exchanges, dati sulla struttura dei mercati mobiliari europei, www.world-exchanges.org
- Hex – Tallin, dati sulla struttura del mercato, www.hex.se
- Hex – The Helsinki Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.hex.com
- Instinet, dati sull'iniziativa www.instinet.com
- ISE – The Irish Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.ise.ie
- LSE, dati sulla struttura del mercato, www.londonstockexchange.com
- Lucarelli C., “Gli accordi internazionali fra mercati”, in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001
- Lucarelli C., “Il mercato EuroMTS”, in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001
- Nasdaq, dati sulla struttura del mercato, www.nadaq.com
- Nicolini G., “I possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare integrato a livello europeo”, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata” - Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza, Spring Paper, 2002
- Nicolini G., “Uno schema di analisi dei comportamenti dei portatori di interesse della exchange industry nell'ambito dei processi di integrazione del mercato mobiliare europeo”, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata” - Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza, Autumn Paper, 2002
- Nyse, dati sulla struttura del mercato, www.nyse.com
- Norex, dati sull'iniziativa www.norex.com
- OMHEX, dati sulla struttura del progetto, www.omhex.com
- Oslo Børs, dati sulla struttura del mercato, www.olsobors.no
- PSE – The Prague Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.pse.cz
- RSE – The Riga Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.rfb.lv

- Stockholmbörsen, dati sulla struttura del mercato, www.stockholmboersen.se
- SWX – The Swiss Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.swx.com
- TLX, dati sulla struttura del mercato, www.tradinglab.com
- VSE – The Vilnius Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.nse.lt
- Wiener Börse, dati sulla struttura del mercato, www.vienerboerse.at
- WSE – The Warsaw Stock Exchange, dati sulla struttura del mercato, www.wse.com.pl