

**Università degli studi di Roma “Tor Vergata”
Dottorato di ricerca in Banca e Finanza
XVI ciclo**

Autumn paper

**Uno schema di analisi dei comportamenti dei portatori di
interesse della *exchange industry* nell’ambito dei processi di
integrazione del mercato mobiliare europeo**

Gianni Nicolini¹
(Ottobre 2002)

¹ Gianni Nicolini – Università di Roma “Tor Vergata”

**Uno schema di analisi dei portatori di
interesse della *exchange industry* nell'ambito dei processi di
integrazione del mercato mobiliare europeo**

Indice

Introduzione	pag. 3
1. La struttura della <i>exchange industry</i> negli anni '90	pag. 4
1.1 La catena del valore	pag. 4
1.2 La natura della borsa ed i soggetti coinvolti	pag. 5
2 Demutualizzazione, mercati telematici e nuovi competitors nel mercato di borsa	pag. 7
2.1 La demutualizzazione delle borse europee	pag. 7
2.2 I mercati telematici ed il remote access	pag. 9
2.3 I nuovi competitors del mercato di borsa	pag. 10
3 Il comportamento dei portatori di interesse nel nuovo panorama borsistico	pag. 13
3.1 Gli interessi dei vari stakeholder	pag. 13
3.2 Le scelte nei comportamenti degli stakeholder alla luce dei condizionamenti reciproci in atto tra i soggetti del mercato	pag. 16
Conclusioni	pag. 19
<i>Bibliografia</i>	pag. 22

Introduzione

I cambiamenti avvenuti nella struttura del mercato mobiliare europeo dagli inizi degli anni '90 hanno modificato profondamente le modalità di svolgimento dell'attività di borsa e la ripartizione delle competenze tra i soggetti del mercato. I processi di privatizzazione delle borse, l'introduzione dei mercati telematici ed in generale lo sviluppo tecnologico hanno avuto come conseguenza diretta la nascita di nuove figure nel campo dell'intermediazione mobiliare. Contemporaneamente alcune figure tradizionali hanno subito un ridimensionamento della propria attività, mentre altre hanno mutato la propria operatività mantenendo invariato il proprio ruolo.

Nel presente lavoro si affronta il tema dei rapporti tra i portatori di interesse (stakeholder) della *exchange industry*. Attraverso un'analisi della recente letteratura in materia si è ricostruita l'evoluzione dei mercati, osservando in particolare i cambiamenti avuti nella catena del valore, nell'organizzazione delle borse, e nel numero degli stakeholder. Si è partiti quindi da una lettura del recente passato per avere uno schema di interpretazione del presente. La finalità del modello è di ottenere indicazioni circa l'evoluzione futura dei mercati mobiliari europei.

L'interesse è rivolto soprattutto ai processi di integrazione dei mercati mobiliari. Il presente lavoro si inserisce infatti in un percorso di ricerca più ampio, iniziato con un'analisi volta ad identificare i possibili modelli di integrazione dei mercati mobiliari europei, e finalizzato ad identificare i futuri sviluppi di tale processo integrativo, facendo particolare attenzione alle prospettive della Borsa italiana Spa. Le considerazioni che seguiranno vanno quindi lette in un'ottica "work in progress", ed i risultati ottenuti interpretati come propedeutici e strumentali.

In particolare ci si sofferma sugli interessi portati avanti dagli stakeholder. Individuati singolarmente gli obiettivi di ogni portatore di interesse, si analizzano i condizionamenti che ogni soggetto subisce a causa dei comportamenti di altri soggetti, disegnando così una rete di relazioni in base alle quali definire un modello di comportamento.

La comprensione della struttura e delle relazioni tra i soggetti di borsa è funzionale allo studio dei comportamenti degli stakeholder nell'ambito dei processi di integrazione dei mercati. Le conseguenze che uno specifico progetto di integrazione potrebbe avere sui singoli operatori rappresentano infatti un aspetto di fondamentale importanza circa l'atteggiamento che gli stakeholder decideranno di tenere nei confronti del progetto, e proprio dal modo di porsi di questi ultimi dipenderà la riuscita o il fallimento del progetto stesso.

Il lavoro risulta così strutturato. Nella prima parte del lavoro si analizza la catena del valore della borsa così come interpretata agli inizi degli anni '90, mettendo in risalto la centralità assunta dalla fase di negoziazione all'interno del processo produttivo di borsa. Si identifica quindi la relativa struttura degli stakeholder, disegnando così un quadro ambientale di riferimento della situazione antecedente ai cambiamenti.

Ad un'analisi sintetica dei principali fattori del cambiamento – demutualizzazione e mercati telematici – segue l'individuazione delle nuove figure di borsa e l'analisi del nuovo assetto dei portatori di interesse.

L'ultima parte si concentra sugli interessi portati avanti da ogni stakeholder e sui condizionamenti che ogni soggetto subisce nell'elaborare le proprie decisioni.

Si ragiona quindi sulla possibilità, e soprattutto sull'opportunità, di costruire un modello generale capace di prendere in considerazione e di porre in relazione tutti gli atteggiamenti degli stakeholder di borsa nell'ambito dei processi di integrazione.

Il lavoro si conclude con alcune considerazioni di sintesi.

1. La struttura della *exchange industry* negli anni '90

La situazione del mercato mobiliare agli inizi degli anni '90 mostrava un quadro ampiamente consolidato. Il caso italiano era particolarmente emblematico visto che, escludendo la legge 216/74, la precedente riforma del mercato di borsa risaliva agli anni '20 del secolo scorso.

Il contenuto innovativo delle riforme strutturali alle quali è stato sottoposto il mercato mobiliare europeo può essere apprezzato a fondo solo avendo presente la situazione antecedente. In particolare è il caso di soffermarsi su due aspetti fondamentali per definire la struttura ed il funzionamento di un mercato mobiliare: la natura e le caratteristiche dei soggetti coinvolti nell'attività mobiliare, ed il processo produttivo di borsa, schematizzato nella catena del valore.

1.1 La catena del valore

Dal punto di vista teorico la catena del valore delle borse europee negli anni passati può essere sintetizzata in due momenti principali, identificabili nella fase di negoziazione ed in quella di post-negoziazione. Il momento di maggior rilievo dell'attività di borsa risiedeva nell'incontro della domanda e dell'offerta di valori mobiliari, nei confronti delle quali gli altri momenti risultavano accessori.

In questa ottica sembra quasi non esserci un confine tra il momento iniziale della quotazione sul mercato (listing) e la successiva negoziazione dei titoli (trading). Vincoli normativi quali l'obbligo di concentrazione degli scambi e l'assenza di strutture alternative al mercato ufficiale all'interno delle quali negoziare valori mobiliari, hanno reso il listing un semplice prerequisito per accedere alla negoziazione degli scambi, privandolo quindi di una propria autonomia concettuale.

La corrispondenza biunivoca tra listing e trading è stata rafforzata dalla prassi di quotare i titoli esclusivamente nel mercato domestico, cosicché ogni borsa ha operato in condizioni monopolistiche all'interno del territorio nazionale. In tal modo il listing ha perso la propria autonomia, mantenendo una semplice funzione di preparazione per il trading.

La centralità assunta nella catena del valore dalla fase di negoziazione ha condizionato anche l'approccio alle fasi successive al trading. In un'ottica di borsa che opera in condizioni di monopolio gestito (o controllato da vicino) da organismi pubblici, anche le fasi relative alle compensazioni (clearing) ed alla regolazione dei contratti (settlement) assumono una valenza residuale. L'assenza di concorrenza in un settore, come quello della post-negoziazione, spesso gestito direttamente all'interno della borsa, e soprattutto l'adozione di una logica basata sulla tutela del pubblico interesse piuttosto che su criteri imprenditoriali, ha conferito al clearing ed al settlement un carattere unitario basato sul comune collocamento nel post-trading e sulla

caratteristica di non interessare i contenuti dei contratti di borsa (titoli, prezzi, quantità, ecc.), ma di occuparsi esclusivamente della fase di esecuzione del contratto.

La catena del valore si articola quindi in due soli momenti² classificati in base al posizionamento temporale rispetto al momento dell'accordo di scambio delle controparti.



Figura 1: la catena del valore agli inizi degli anni '90

1.2 La natura della borsa ed i soggetti coinvolti

La natura pubblicistica della borsa valori, il carattere monopolistico del mercato mobiliare e, in alcuni paesi (come in Italia), il numero ristretto di operatori ammessi a negoziare direttamente in borsa hanno condizionato pesantemente l'interesse dei soggetti esterni alla struttura di borsa verso l'attività di scambio dei valori mobiliari.

In Italia fino alla legge Sim (Legge 2 Gennaio 1991 n°1) gli unici soggetti autorizzati ad operare in borsa sono stati gli agenti di cambio, mentre l'obbligo di concentrazione degli scambi si è protratto fino al recepimento, nel 1996, della direttiva comunitaria sui servizi di investimento³.

La borsa ha rappresentato quindi un servizio pubblico gestito da enti pubblici, del quale gli operatori del mercato finanziario (intermediari, risparmiatori ed investitori) risultavano semplici fruitori.

L'attività di intermediazione mobiliare coinvolgeva quindi anzitutto lo stato che, oltre a provvedere alla gestione della borsa, aveva il compito di predisporre la normativa in materia di mercato mobiliare e di vigilare sul sistema. Inoltre venivano interessati gli intermediari autorizzati ad operare in borsa, gli emittenti di valori mobiliari ed i risparmiatori attivi negli investimenti in titoli.

Nello svolgimento del proprio ruolo di gestione e di vigilanza sul sistema lo stato operava con le finalità di tutela del risparmiatore insite nella visione della borsa come "bene pubblico", rimanendo quindi estraneo a qualsiasi specializzazione delle attività (listing, trading, clearing, settlement) finalizzata ad ottimizzare l'efficienza del sistema.

² In letteratura ci sono pareri discordanti circa i cambiamenti inerenti la catena del valore. La disputa verte principalmente su due pareri opposti. Il primo vede il processo di borsa logicamente basata su quattro momenti (listing, trading, clearing e settlement), e pur riconoscendo un maggior rilievo dato storicamente al trading, ritiene la catena del valore logicamente immutabile. Il parere contrario sostiene invece il passaggio da una catena del valore basata su due livelli (trading e post trading), se pur articolati, ad una catena del valore basata su quattro o più livelli, riconoscendo quindi la presenza di un cambiamento strutturale nell'attività di borsa.

³ Direttiva CEE 10 Maggio 1993 n°22

Gli intermediari autorizzati rappresentavano invece l'unico canale di accesso al mercato che, nella forma monopolistica, garantiva loro la formazione di un pricing, e quindi il percepimento di una rendita, più favorevoli rispetto una situazione di concorrenza.

Gli intermediari non autorizzati costituivano invece un ulteriore livello di intermediazione tra i risparmiatori e la borsa. Il loro compito era di recepire gli ordini dai risparmiatori e di inoltrarli ad un intermediario autorizzato affinché li eseguisse sul mercato. Nell'ambito di questo ruolo di broker ha spesso trovato spazio anche un'attività di consulenza.

Per i risparmiatori le alternative erano di rivolgersi direttamente ad un intermediario autorizzato od operare in borsa tramite altri intermediari finanziari, subendo così una doppia intermediazione.

L'ultima figura che caratterizza questo modello di gestione della borsa è rappresentata dagli emittenti di valori mobiliari. Le scelte a disposizione si limitavano alla decisione di quotarsi o meno sull'unico mercato nazionale di borsa. L'alternativa di quotarsi contemporaneamente su più mercati, ove concessa, non ha mai riscosso molto successo.

L'attività di borsa può essere così sintetizzata:

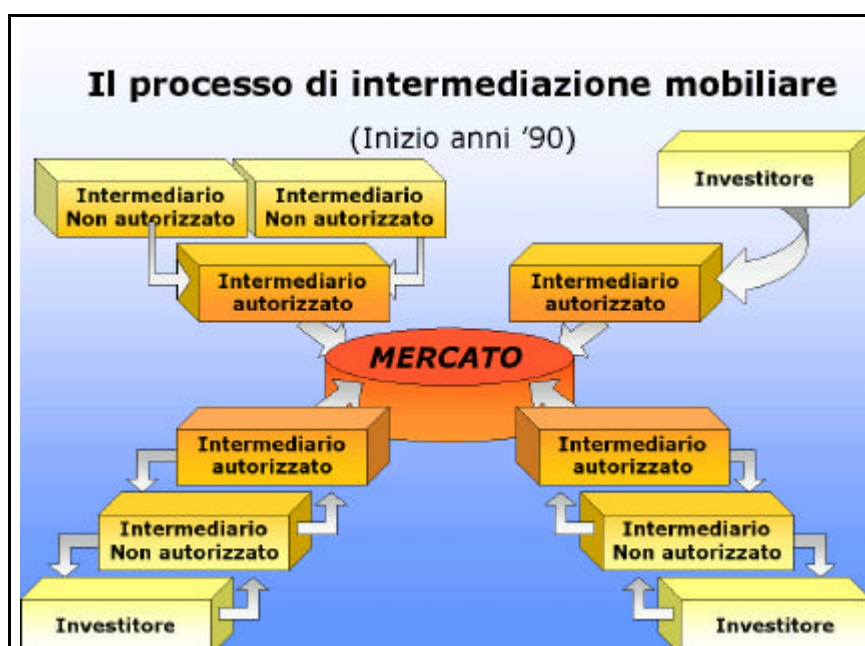


Figura 2: il processo di intermediazione mobiliare agli inizi degli anni '90

2. Demutualizzazione, mercati telematici e nuovi competitors nel mercato di borsa

Dalla prima metà degli anni '90 il mercato mobiliare europeo ha subito notevoli cambiamenti strutturali ed operativi. Essi hanno portato a rivedere oltre ad aspetti, comunque fondamentali, quali il modo di svolgere l'intermediazione in titoli, il numero di soggetti coinvolti nel mercato mobiliare ed i relativi interessi, anche e soprattutto la natura stessa della borsa.

L'approccio continentale che ha visto nella borsa un bene pubblico, come tale richiedente la gestione diretta o un controllo stringente da parte dello stato, è stato soppiantato dall'approccio

tipico dei paesi anglosassoni in cui la borsa, se pur controllata, viene considerata frutto dell'iniziativa di soggetti privati.

Il cambio di prospettiva emerge chiaramente anche dalla letteratura in materia, dove ai concetti tradizionali di borsa valori, di intermediari autorizzati e di attività di negoziazione, si affiancano quelli di exchange industry, demutualization, cross-listing, remote access, e di mercati "non ufficiali".

I fattori del cambiamento sono identificabili nello sviluppo della telematica, in alcuni adeguamenti normativi e nei processi di demutualizzazione delle borse valori. L'articolazione del mercato di borsa ed i condizionamenti reciproci tra comportamento degli operatori, il funzionamento dei mercati ed i rapporti con le istituzioni, non permettono però di definire delle relazioni univoche di causa-effetto riguardo le evoluzioni del mercato mobiliare.

Affermare che i cambiamenti nel panorama mobiliare europeo siano stati innescati da cambiamenti nella normativa europea in materia di servizi di investimento, come pure ritenere che la demutualizzazione dei mercati sia stata il fattore scatenante del cambiamento in atto nei mercati, è difficilmente sostenibile.

Se si rovescia il nesso causale, vedendo quindi i cambiamenti normativi come la risposta ad una richiesta di rinnovamento proveniente dal mercato e considerando la demutualizzazione come una scelta maturata in seguito ad un processo decisionale a monte, piuttosto che uno shock esogeno al modello di borsa, si comprende come lo sviluppo tecnologico, l'intervento normativo ed il passaggio a forme privatistiche per l'organizzazione di borsa rappresentino sicuramente degli stimoli al cambiamento, ma anche come possano rappresentare una fase di un cambiamento già in corso e non necessariamente il suo momento iniziale. Non si può negare comunque che il contributo dato da questi fattori al cambiamento rimane notevole.

2.1 La demutualizzazione delle borse europee

La demutualizzazione è un argomento frequentemente trattato dalla recente letteratura⁴.

Nella prospettiva di un'analisi evolutiva dei comportamenti dei portatori di interessi (stakeholder) del mercato mobiliare europeo la demutualizzazione rappresenta una condizione necessaria del cambiamento, anche se secondo alcuni essa non può essere considerata anche condizione sufficiente. Il dibattito sulla demutualizzazione ha visto inoltre contributi che ne negano la necessità ai fini del cambiamento, pur riconoscendole un forte stimolo in tal senso.

Le divergenze di opinione circa il ruolo che la demutualizzazione ha nei processi di cambiamento del modo di "fare borsa" va ricercata nelle diverse definizioni presenti in letteratura.

Secondo la Iosco⁵ la demutualizzazione è "*the transformation of an exchange into a for profit shareholder-owned company*". L'enfasi è posta sulla forma organizzativa scelta per la borsa: la demutualizzazione rappresenterebbe quindi un semplice cambiamento formale. Esso implicherebbe comunque un forte cambiamento concettuale dato che la borsa abbandonerebbe la veste di ente pubblico (e le rispettive logiche), per diventare una società di diritto privato, improntando quindi la gestione al conseguimento di un profitto.

⁴ Si vedano Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M (2000) ed il Technical committee IOSCO (2001)

⁵ La sigla Iosco indica la *International Organization of Securities Committees*

Galper afferma invece che la demutualizzazione “...denotes the transfer of corporate control of a trading facility from a party of co-owners to shareholders of an incorporated company”. L’attenzione si concentra in questo caso sul trasferimento del controllo piuttosto che sul cambiamento della forma organizzativa.

Secondo Galper⁶ non sarebbe quindi sufficiente che la borsa assumesse la veste di una società di diritto privato e che il capitale fosse diviso in azioni, quanto piuttosto che ci sia un trasferimento effettivo del controllo, e che quindi le azioni vengano cedute a soggetti diversi da quelli che operano in borsa in qualità di intermediari. La demutualizzazione implicherebbe quindi la separazione tra la *membership* e la *ownership*, dove nella prima confluirebbero i soggetti autorizzati ad operare in borsa, e nella seconda si troverebbero gli azionisti della borsa, non necessariamente coincidenti con gli intermediari del primo gruppo.

Attraverso la demutualizzazione si verrebbero a modificare gli approcci e le logiche degli intermediari autorizzati che passerebbero da “membri” della borsa a “clienti” della stessa. Si verrebbe così a creare una nuova figura del mercato mobiliare – gli azionisti della borsa – che andrebbero ad interagire con gli altri stakeholder in qualità di gestori di un organismo for-profit. Da rilevare è come in questa accezione la demutualizzazione rappresenterebbe una condizione sufficiente per il cambiamento.

Cybo-Ottone, Di Noia e Murgia⁷ vedono invece nella demutualizzazione un prerequisito al cambiamento e non il cambiamento in sé. In sintonia con lo Iosco essi pongono l’attenzione sul cambiamento della forma societaria piuttosto che sul trasferimento effettivo del controllo. Gli autori concordano però con Galper nel riconoscere un cambiamento solo in seguito ad una diffusione del capitale della borsa tra soggetti esterni all’attività di intermediazione.

Partendo dal concetto di demutualizzazione come diffusione delle azioni di una società di gestione tra un elevato numero di soggetti, il cambiamento della forma societaria diventa un prerequisito del cambiamento. Si tratterebbe quindi di una condizione necessaria ma non sufficiente a modificare i comportamenti degli stakeholder.

Steil⁸ rinuncia esplicitamente a dare una definizione di demutualizzazione. Concorda però sulla necessità di separare il controllo della borsa dall’utilizzo dei servizi di intermediazione che essa presta, affidando il primo a soggetti che definisce “*non-member*” e riservando i secondi agli intermediari autorizzati definiti come “*member*”.

Steil si spinge anche oltre con le sue considerazioni, affermando che “*what is essential to a successful demutualization, then, is that non-members are free to buy equity stakes in the exchange from current owners. This is what makes it possible to change the incentive structure*”.

Sostenendo però che è possibile assumere una forma societaria for-profit, cambiando quindi ugualmente gli equilibri e le logiche di gestione della borsa, senza dover necessariamente demutualizzare, Steil identifica nella demutualizzazione una condizione non necessaria.

Un contributo più scettico circa la capacità della demutualizzazione di attivare e sostenere il cambiamento nell’attività di borsa è quello di Lee⁹. Egli afferma chiaramente che “*demutualization*

⁶ Galper J., “Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories”, FIBV, Aprile 2000

⁷ Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., “Recent development in the structure of securities markets”, in “Brooking-Warton papers on financial services 2000”, 2000

⁸ Steil B., “Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences” The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

⁹ Lee R., “The future of securities exchanges”, The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

will be neither necessary nor sufficient for the prosperity, or even survival, of securities exchanges". Le argomentazioni usate da Lee sono di natura prettamente empirica.

L'autore fa notare come la principale borsa a livello mondiale (NYSE) continui a non essere demutualizzata, e come invece diverse borse demutualizzate non si stiano sviluppando, o lo stiamo facendo a tassi inferiori a quelli di borse concorrenti non demutualizzate.

Circoscrivendo il contributo che la demutualizzazione può dare al cambiamento dei comportamenti degli stakeholder è palese come, sia nella definizione Iosco di demutualizzazione come cambiamento di forma organizzativa, sia nella definizione di Galper focalizzata sul controllo della gestione, le implicazioni che si hanno sui comportamenti dei soggetti siano rilevanti.

2.2 I mercati telematici ed il remote access

Il contributo dato dalla tecnologia allo sviluppo dei mercati mobiliari è sempre stato importante. Già agli inizi del secolo scorso il telegrafo rappresentò una svolta nei rapporti tra le varie borse¹⁰. Il telefono prima ed i computer poi hanno rappresentato successive innovazioni tecnologiche nel mercato mobiliare. Di recente però lo sviluppo tecnologico è uscito dal campo della telecomunicazione ed è stato rivolto ai processi di intermediazione.

Gli elaboratori infatti già negli anni '80 hanno trovato ampio utilizzo nei mercati mobiliari, con applicazioni che però hanno fatto riferimento esclusivamente alla trasmissione dei dati. A partire dagli anni '90 si è pensato di utilizzare gli elaboratori per l'abbinamento delle proposte di negoziazione, coinvolgendo i computer nel core business dell'attività di borsa. Il passaggio da un mercato alle grida ad un mercato telematico, pur rappresentando un cambiamento strutturale, non ha però grandi conseguenze comportamentali nei rapporti tra i soggetti di borsa. Lo sviluppo delle reti di comunicazione, l'alfabetizzazione informatica e la riduzione dei costi – soprattutto per l'hardware – hanno aperto nuove prospettive di sviluppo, ben più rilevanti ai fini dei comportamenti degli stakeholder.

La possibilità, oggi concreta, di predisporre un sistema capace di abbinare delle proposte di negoziazione in base a delle priorità predefinite (tempo, importi, condizioni, ecc.) se inizialmente, dati gli elevati costi, ha riservato solo ai mercati ufficiali la possibilità di avviare un mercato elettronico, oggi rappresenta un notevole fattore di concorrenza.

Per le borse, intese come società di gestione del sistema degli scambi, si prospetta la possibilità di disintermediare l'attività di borsa dando libero accesso agli investitori attraverso procedure di remote access telematico, estromettendo in tal modo gli intermediari, siano essi autorizzati o meno. La possibilità di attuazione di una tale politica di accesso al mercato, anche se non praticata, può rappresentare un condizionamento forte al comportamento degli intermediari.

La già citata riduzione dei costi infrastrutturali dei sistemi di scambi organizzati ha ulteriormente modificato gli equilibri tra gli stakeholder, arricchendo le possibilità a disposizione degli intermediari. La tendenza ormai consolidata di non prevedere obblighi di concentrazione degli scambi sui mercati ufficiali consente agli intermediari di effettuare transazioni "fuori mercato". A questo punto la riduzione dei costi di avvio di un mercato virtuale offre agli intermediari la possibilità di creare dei mercati paralleli a quelli ufficiali¹¹. Anche in questo caso, la sola presenza

¹⁰ Si veda "Information technology and the organization of securities markets", Paul G. Mahoney, The Wharthon school - The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002

¹¹ In questa parte del lavoro non sono considerati i fattori inerenti la liquidità del mercato. In particolare non si tiene conto del fatto che la predisposizione di una struttura tecnologica per l'attività di intermediazione non è sufficiente per avviare un mercato.

di una simile alternativa è sufficiente ad influenzare i comportamenti, ad esempio, tra gli intermediari e le società di gestione del mercato.

Il crescente tasso di dipendenza tecnologica dei mercati, che ormai ha intaccato la stessa attività di scambio, ha portato ad un aumento proporzionale della rilevanza dei fornitori di tecnologia. Nel momento in cui il mercato si concretizza in un'infrastruttura informatica capace di intermediare tra offerta e domanda di strumenti finanziari, si concretizza la possibilità che i fornitori di tecnologia si sovrappongano ai gestori del mercato, entrando attivamente nella gestione della borsa, o addirittura proponendosi come competitors alternativi al mercato stesso.

La possibilità di operare su un mercato a distanza (remote access) ha inoltre rimosso un ostacolo all'operatività transfrontaliera, incrementando il tasso di concorrenza tra i mercati.

La natura hi-tech assunta dei mercati mobiliari ha amplificato la rilevanza della componente informatica spingendo l'attività di intermediazione mobiliare in una spirale tecnologica. Se è quindi logico assumere che i cambiamenti in corso nei mercati richiederanno un ulteriore sviluppo infrastrutturale, va riconosciuta la natura rivoluzionaria che le innovazioni informatiche hanno avuto sulla struttura dei mercati, innescando cambiamenti sistemici.

2.3 I nuovi competitors del mercato di borsa

I cambiamenti che hanno interessato i mercati mobiliari hanno portato ad una redistribuzione delle competenze tra una parte delle figure tradizionali del mercato ed i nuovi stakeholder che si sono avvicinati all'attività di intermediazione.

La prospettiva del mercato mobiliare come impresa con la finalità di attivare lo scambio di valori mobiliari tra soggetti privati ha anzitutto ridimensionato il ruolo dello stato.

La borsa non è più un'attività che per finalità di tutela dei risparmiatori deve essere gestita direttamente o indirettamente da soggetti di diritto pubblico. L'interesse dello stato verso il mercato mobiliare rimane alto, ma esso cessa di essere un soggetto attivo nella gestione della borsa, ritirandosi in una posizione di vigilanza *super-partes* e mantenendo comunque un potere di intervento legislativo¹².

Le competenze abbandonate dallo stato vengono attribuite alle **società di gestione del mercato** nate dai processi di demutualizzazione. Esse costituiscono una prima novità del panorama borsistico, dato che adottano in modi più o meno decisi una logica imprenditoriale.

Figure distinte dalla società di gestione, integralmente considerata, sono gli **"owners"** della società, ovvero gli azionisti della società di gestione.

Alcuni autori usano il termine owners per indicare tutti i "proprietari" della società di gestione. Nei lavori più recenti¹³ il termine è però stato abbinato ai soli azionisti esterni all'attività di borsa, creando così una distinzione con gli **"owners-members"**, caratterizzati da una duplice natura di azionisti della società di gestione e di intermediari autorizzati.

¹² La capacità di controllare il mercato attraverso interventi normativi è legata ad una operatività dei mercati su base domestica. I recenti processi di integrazione dei mercati hanno però rilevato la diminuzione della capacità di intervento da parte delle autorità legislative, sollevando la necessità di una regolamentazione a livello europeo.

¹³ Si vedano in particolare Steil (2002), Hart e Moore (1996), Pirrong (2000).

La motivazione che porta a classificare gli owners come soggetti distinti risiede negli interessi che essi hanno nei confronti del mercato. Essi infatti hanno un approccio imprenditoriale al mercato e considerano la società di gestione un'impresa che offre un servizio di intermediazione.

Il rapporto che gli owners-members hanno con il mercato è invece condizionato dal fatto di essere contemporaneamente fornitori di un servizio – quello di intermediazione – e fruitori del servizio medesimo. Di ciò ne risentono sia la logica con la quale partecipano alla formazione delle decisioni della società di gestione, sia il modo di porsi, in quanto intermediari, nei confronti del mercato.

Una figura che per il momento ha conservato le proprie caratteristiche ma che in prospettiva è destinata a profondi cambiamenti è quella degli **intermediari autorizzati**. Questi rappresentano ancora gli unici soggetti ammessi ad operare nel sistema di borsa. La necessità di porre delle barriere all'entrata è però ormai considerata sempre meno una necessità, quando non addirittura come un ostacolo alla concorrenza tra gli operatori.

Gli **intermediari non autorizzati**, pur non potendo operare direttamente sul mercato, costituiscono comunque un anello importante della catena di trasmissione degli ordini di acquisto/vendita provenienti dai risparmiatori, e rappresentano quindi anch'essi dei portatori di interesse del mercato.

Ai margini del mercato, ma con un ruolo imprescindibile, si pongono i **risparmiatori/investitori** i quali interessi nei confronti del mercato sono chiaramente immaginabili. La possibilità di non limitarsi al mercato domestico ma di poter scegliere di investire anche su mercati esteri ha conferito ai risparmiatori un maggior dinamismo e ha fatto sì che le società di gestione ponessero maggiore attenzione alle scelte da loro effettuate.

Un'importanza crescente stanno assumendo anche gli **emittenti** di valori mobiliari (società private, governi, enti territoriali, ecc.). La competizione nell'attività di listing tra mercati ufficiali e lo sviluppo di sistemi di scambio alternativi¹⁴ hanno portato ad identificare negli emittenti dei "fornitori". Essi forniscono infatti alla borsa l'oggetto dell'intermediazione, rappresentato dai titoli.

Per un mercato i vantaggi derivanti dalla negoziazione su un numero elevato di titoli per ogni strumento quotato rendono la scelta da parte degli emittenti del mercato di quotazione, un fattore importante per il successo del mercato stesso. L'aumento delle possibilità a disposizione degli emittenti (quotazioni su diversi mercati) ha conferito loro un ruolo dinamico prima sconosciuto.

Un ruolo sempre più di rilievo stanno assumendo anche i **fornitori di tecnologia**. Divenuti ormai partner strategici piuttosto che semplici fornitori occasionali sono ormai parte integrante dell'attività di intermediazione mobiliare. Essi, oltre che condizionare le scelte delle borse ufficiali, si propongono sempre più come concorrenti dei sistemi di scambio tradizionali, con un atteggiamento particolarmente dinamico.

Tra gli stakeholder del mercato di borsa devono essere inclusi anche gli **ECN**¹⁵. Anche se spesso sono formalmente classificati come intermediari, ed anche se in letteratura¹⁶ c'è chi nega che si

¹⁴ Il riferimento è agli Electronic communication system (ECN) trattati successivamente nel presente lavoro.

¹⁵ Per ECN si intendono delle reti di comunicazione che consentono a diversi operatori di scambiarsi titoli in base ad un sistema informatico di gestione degli scambi. Parte della letteratura fa riferimento agli ECN come mercati di scambio alternativi o e-market, anche se secondo altri essi, operando esclusivamente nella fase del trading andrebbero classificati come intermediari.

¹⁶ Si vedano Benhamou e Serval i quali affermano che "As its name explicitly shows, an Electronic Communication Network is not an electronic stock market. This has sometimes led to confusion especially in the press. ECNs were sometimes called e-bourses or e-maketes...both are supported by a set of terminals linked...both enable to trade stocks...electronic stock markets gives a price for each product traded and guarantees execution and delivery of the trades. This is not the case of an ECN. ECN gathers orders from its members and matches them when possible, it also post its own quote on Nasdaq. It doesn't have a direct impact on the real price discovery process but it may have some influence on the prices through the quote display...it does not guarantee delivery and execution."

possa parlare di mercati riferendosi agli ECN, essi rappresentano dei concorrenti delle borse tradizionali, in prospettiva sempre più temibili.

La concorrenza tra le varie borse, a livello europeo ma non solo, porta ogni singolo mercato a doversi confrontare con le altre realtà estere. Facendo rientrare nel concetto di stakeholder tutti i soggetti che direttamente o indirettamente hanno un interesse in merito alle scelte, ai comportamenti ed in generale all'andamento di un mercato, nel valutare le figure che interagiscono nella exchange industry, devono essere considerate anche le **borse estere** che sono in concorrenza diretta col mercato domestico. Nel caso del mercato mobiliare europeo ad esempio, l'appartenenza all'UE ed a maggior ragione l'adesione all'UME pongono le diverse borse valori nazionali dei paesi membri in situazione di competizione diretta.

La natura cross-border degli ECN, basati su reti di comunicazione informatiche e sulla possibilità di accesso remoto al mercato, li pone in particolare competizione con tutti i mercati ufficiali, indifferentemente dal paese di origine.

La comunità, già particolarmente numerosa, di soggetti interessati all'attività di borsa è destinata in prospettiva ad accogliere nuove figure di portatori di interesse. La tendenza alla specializzazione funzionale nell'attività di borsa ha come alternative per la fase di listing, l'assegnazione di tali competenze ad **agenzie di rating**. Queste, date le competenze in campo di valutazione e certificazione d'impresa, entrerebbero nel ciclo di produzione di borsa nella fase di quotazione dei nuovi titoli.

Alla diffusione e alla commercializzazione delle informazioni di borsa (quotazioni ufficiali, serie storiche dei corsi, statistiche, ecc.) sembrano invece interessate le **agenzie di informazione**. Rimanendo nella prospettiva di una parcellizzazione dell'attività della exchange industry, ad esse verrebbe demandato il ruolo di gestione dell'informazione di borsa.

Le figure di stakeholder qui identificate rappresentano una semplificazione della realtà. Le sovrapposizioni dei ruoli che si riscontrano nei mercati sono infatti frequenti. Senza esaurire la casistica possibile, basti però pensare al caso delle società di gestione con partecipazioni azionarie possedute da società che hanno quotato i propri titoli sul mercato medesimo, o ai fornitori di tecnologia che hanno assunto il controllo del mercato stesso. Se a ciò si aggiunge che uno stesso intermediario può contemporaneamente operare su più mercati finanziari e che può detenere partecipazioni, oltre che nei mercati demutualizzati, anche in ECN, il grado di complessità della situazione è più chiaramente intuibile.

3. Il comportamento dei portatori di interesse nel nuovo panorama borsistico

L'incremento delle tipologie di stakeholder del mercato di borsa e l'introduzione di elementi concorrenziali nel mercato ha avuto come diretta conseguenza un adeguamento nelle relazioni tra i diversi portatori di interesse. Gli obiettivi perseguiti sono mutati e i momenti di interazioni con gli altri soggetti presenti nell'ambiente borsistico sono più frequenti.

Le scelte effettuate da un soggetto sono sempre più dipendenti dai comportamenti attuati dalle altre figure operanti nella realtà circostante. La rete di comunicazione all'interno di ogni singolo mercato si complica, i confini tra i diversi ruoli assumono caratteri sempre meno definiti ed i frequenti cambiamenti strutturali (e le scelte strategiche richieste) introducono nel mercato un'incertezza diffusa.

Aumentando il numero dei soggetti del sistema e quindi le variabili da considerare, in termini di scelte effettuabili dai singoli stakeholder e di condizionamenti reciproci, è sempre più difficile fare delle previsioni circa lo scenario futuro di riferimento. La formazione di un mercato mobiliare unico a livello europeo, così come il percorso svolto per tale integrazione, diventano ad esempio il risultato di un modello relazionale il cui livello di complessità risulta amplificato dal numero dei mercati e dalla compatibilità reciproca.

3.1 Gli interessi dei vari stakeholder

Un'analisi degli interessi perseguiti dai singoli stakeholder all'interno del mercato mobiliare è funzionale alla comprensione dei comportamenti tenuti e delle reazioni che seguono a stimoli ambientali quali possono essere le decisioni prese singolarmente da altri portatori di interesse o le interazioni (accordi, intese, ecc.) verificatesi tra due o più soggetti appartenenti al sistema.

Valutare gli interessi di uno stakeholder vuol dire, nel caso ad esempio dell'owner¹⁷, individuare gli obiettivi che egli si prefigge di raggiungere attraverso la partecipazione all'azionariato di una società di gestione della borsa valori.

La figura dell'owner si caratterizza appunto per il possesso di azioni della società di gestione senza però un interesse ad usufruire dei servizi prestati dalla borsa. L'owner si pone quindi come investitore nel business della exchange industry e, qualora detenesse una partecipazione di maggioranza, egli assume la veste di manager di borsa.

L'ottica di investimento porta ad identificare nel percepimento di un guadagno l'obiettivo ultimo dell'owner. L'orizzonte temporale più o meno lungo dell'investimento andrà ad incidere sul comportamento dell'owner che rimarrà comunque rivolto al perseguimento di una remunerazione per il capitale investito.

Gli intermediari autorizzati hanno un duplice interesse nei confronti della borsa. In quanto clienti della società di gestione hanno interesse affinché il servizio offerto risulti efficiente ed i costi per l'operatività di borsa si mantengano bassi, o comunque tali da permettere il mantenimento di un margine di intermediazione congruo nei confronti dei rapporti con gli intermediari non autorizzati. In quanto intermediari autorizzati essi hanno inoltre interesse a difendere la rendita proveniente dall'autorizzazione ad operare in borsa in condizioni di concorrenza limitata, ostacolando il rilascio di nuove autorizzazioni ad altri intermediari.

In conflitto con i gli intermediari autorizzati si pongono gli intermediari non autorizzati. Costoro si trovano nella condizione di dover subire un costo di accesso al mercato, rappresentato dai costi di intermediazione pagati agli intermediari autorizzati. Qualora gli intermediari non autorizzati riuscissero ad ottenere l'autorizzazione per operare direttamente sul mercato essi avrebbero una riduzione dei costi derivanti dall'eliminazione del costo di intermediazione pagato agli intermediari non autorizzati e, parallelamente, la possibilità di aumentare i ricavi sfruttando la propria autorizzazione per offrire l'accesso ad altri intermediari non autorizzati.

In quanto clienti degli intermediari autorizzati è interesse degli intermediari non autorizzati anche l'ottenimento di un servizio di negoziazione efficiente a costi contenuti.

¹⁷ In questa parte si fa riferimento gli "owner" come ai soggetti che detengano una partecipazione nel capitale della società di gestione senza avere altri legami con la borsa.

I soggetti che intendono quotare i propri titoli cercano soprattutto un mercato che garantisca liquidità ai titoli quotati. Il fattore liquidità viene però ponderato con i costi della quotazione, facendo riferimento principalmente ai costi iniziali per il listing ed agli obblighi conseguenti la quotazione. Tra i primi bisogna considerare, oltre alle risorse necessarie per lo svolgimento dell'iter di quotazione, i requisiti (organizzativi, economici, patrimoniali e finanziari) richiesti dalla società di gestione. Per gli obblighi successivi alla quotazione il riferimento è soprattutto agli obblighi informativi ed ai controlli di vigilanza.

Oltre alla liquidità del mercato sono elementi di scelta anche la gamma degli strumenti quotati ed il numero di titoli trattabili per ogni strumento, dato che contribuiscono a migliorare l'immagine e la capacità di attirare nuovi investitori sul mercato.

Tra i nuovi stakeholder i fornitori di tecnologia vedono nella borsa un nuovo segmento di mercato. Oltre all'obiettivo di creare relazioni stabili con una o più borse per la fornitura dell'hardware e del software necessari ad un mercato telematico, i fornitori di tecnologia sono in competizione fra loro per l'affermazione delle rispettive piattaforme tecnologiche che, qualora divenissero soluzioni standard, permetterebbe ai relativi produttori di beneficiare di una posizione di controllo sul segmento di mercato delle borse telematiche.

Data la dipendenza delle borse dai fattori tecnologici, i fornitori di tecnologia possono inoltre essere interessati a diversificare il proprio business entrando direttamente nella gestione dei mercati ufficiali o creando sistemi di scambio alternativi.

Per loro natura gli ECN¹⁸ si pongono in concorrenza diretta con i mercati ufficiali. Operando quasi esclusivamente nella fase del trading e sfruttando le informazioni provenienti dai mercati riconosciuti cercano di sottrarre liquidità al mercato, proponendo modalità alternative di negoziazione dei titoli.

L'idea alla base degli ECN si fonda su un comportamento di free-riding nei confronti del mercato ufficiale. Gli ECN infatti puntano ad inserirsi nella fase più redditizia della catena del valore (il trading) evitando gli investimenti richiesti per il listing (definizione dei criteri di ammissione, gestione dei rapporti con gli emittenti, ecc.) ed appoggiandosi ad altre strutture per le attività meno remunerative del post-trading.

Le autorità di vigilanza mirano a tutelare l'interesse degli investitori e ad evitare possibili situazioni di crisi del sistema. Nello svolgimento delle proprie attività lavorano in stretto contatto con la società di gestione del mercato e mantengono poteri di carattere regolamentare, informativo ed ispettivo nei confronti degli operatori del mercato. Tra gli obiettivi principali ci sono il controllo atto a prevenire ed individuare fenomeni di insider trading ed aggio.

Uno stakeholder che si posiziona a metà strada tra gli owner della società di gestione e gli intermediari autorizzati è l'owner-member. Così come la sua natura ibrida, anche i suoi interessi nei confronti del mercato non sono chiaramente identificabili. In quanto proprietario di parte della borsa (owner) egli trae vantaggio dai ricavi della borsa derivanti dalla gestione della exchange industry – vantaggi che sono proporzionali al capitale detenuto – tali ricavi provengono però principalmente dai contributi degli intermediari autorizzati. L'owner-member quindi da un lato trae vantaggio dai ricavi della società di gestione della borsa, ma dall'altro lato subisce un costo in quanto intermediario.

¹⁸ Vedi nota 14

L'obiettivo del owner-member dipende quindi dalla percentuale detenuta nella società di gestione e dai volumi di lavoro generati tramite il mercato. Qualora la percentuale delle azioni detenute dall'owner-member nel capitale sociale della società di gestione superasse la percentuale dell'attività da egli svolta nel mercato rispetto al totale dei volumi di mercato, l'interesse prevalente per l'owner-member sarebbe di aumentare i ricavi della borsa (penalizzando così gli intermediari autorizzati). In tal caso infatti i maggiori ricavi provenienti dalla borsa che egli percepirebbe in quanto azionista supererebbero i maggiori costi che subirebbe in quanto intermediario, generando quindi un guadagno netto.

Qualora invece la natura dell'owner-member fosse principalmente quella di intermediario, egli avrebbe interesse affinché il pricing imposto dalla società di gestione agli intermediari autorizzati fosse prossimo al costo sostenuto per il servizio stesso. In tal caso infatti, la prevalenza dell'attività di intermediazione rispetto alla percentuale di capitale posseduta nella società di gestione farebbe sì che i guadagni (in termini di risparmio di costo) provenienti dal pricing contenuto applicato dalla società di gestione superassero le perdite (in termini di minori guadagni) che egli percepirebbe in quanto azionista della società di gestione.

Come sostenuto da Hart e Moore¹⁹ la situazione che permetterebbe di neutralizzare questo conflitto di interessi, o meglio di neutralizzarne gli effetti negativi, sarebbe quella in cui la percentuale del capitale della società di gestione posseduto da ogni owner-member fosse uguale alla percentuale di utilizzo dei servizi di borsa stessa. In tal modo i guadagni provenienti da un aumento (diminuzione) del pricing dei servizi di borsa sarebbero perfettamente compensati da una diminuzione (aumento) dei costi di intermediazione.

In questa prospettiva la compensazione degli interessi tra la componente owner e quella member dello stakeholder farebbe prevalere gli interessi, propri degli intermediari autorizzati, ad ostacolare l'ingresso nel mercato di altri intermediari.

Gli interessi cercati dalla società di gestione dipendono dalla composizione dell'azionariato. Una maggioranza degli azionisti rappresentata da owner, cercherà di raggiungere il massimo profitto dalla gestione del mercato. Qualora la borsa fosse controllata da owner-member è molto più probabile che prevalga una gestione di natura cooperativa, con un pricing meno aggressivo. La presenza di una società di gestione, pur implicando l'utilizzo di una forma societaria di diritto privato, non implica, come viene rilevato anche in letteratura, l'adozione di logiche privatistiche. Una società di gestione controllata da enti statali ad esempio continuerebbe con i comportamenti pre-demutualizzazione.

La composizione dell'azionariato influenza inoltre i comportamenti della società di gestione anche in merito ad altre scelte strategiche. Si pensi ad esempio alla rilevanza della presenza di fornitori di tecnologia negli organismi di controllo della borsa in merito alle decisioni circa gli investimenti in nuove infrastrutture o ancora al passaggio da un mercato alle grida ad un mercato telematico.

La presenza di owner-member nella società di gestione che siano o meno attivi anche nelle transazioni su altri mercati si rivela inoltre un fattore decisivo anche in merito ai progetti di integrazione. Per valutare il comportamento di una società di gestione non è quindi sufficiente un'analisi della natura del soggetto, ma bisogna considerare anche le caratteristiche del controllo societario.

Nel presente lavoro sono stati presi in considerazione come portatori di interessi anche le agenzie di rating e le agenzie di informazione: le prime rivolte alla fase di listing e le seconde interessate alla gestione delle informazioni di borsa.

Attualmente però la struttura del mercato non prevede un posizionamento esplicito per questi soggetti, che per ora possono entrare nella exchange industry solo indirettamente.

Attraverso gli ECN le agenzie di informazione possono entrare in contatto con l'intermediazione mobiliare. Investendo in un ECN infatti le agenzie di stampa hanno la possibilità di avere un canale preferenziale circa l'andamento delle quotazioni di borsa accumulando un vantaggio competitivo (in termini temporali) nei confronti degli altri competitor del mondo dell'informazione. I cambiamenti in atto non escludono però che in futuro la struttura del mercato non preveda dei ruoli specifici anche per questi soggetti.

3.2 Le scelte nei comportamenti degli stakeholder nell'ambito dei processi di integrazione alla luce dei condizionamenti reciproci

Lo studio dei comportamenti degli stakeholder all'interno dei processi di integrazione dei mercati mobiliari consente di avere una misura degli effetti che le scelte di un soggetto possono avere sugli altri partecipanti al sistema. Il raggiungimento degli obiettivi di ogni stakeholder richiede, da parte di questi ultimi, l'interazione con gli altri soggetti dell'ambiente. Ogni portatore d'interesse deve quindi tenere presenti gli obiettivi e le scelte degli altri stakeholder, considerando la possibilità di influenzare con le proprie scelte quelle altrui e rimanendo al contempo condizionato dai comportamenti esterni.

Considerando le influenze che la società di gestione subisce da una diversa natura della compagine azionaria, si ha, nel caso di integrazioni tra i mercati, un primo esempio di condizionamenti con il selflisting.

Il termine selflisting identifica la situazione nella quale una borsa che abbia subito un processo di demutualizzazione, ed abbia quindi il proprio capitale rappresentato da azioni, decida di quotare le proprie azioni sul proprio mercato.

Il selflisting, oltre a rappresentare un fenomeno curioso dei mercati demutualizzati, ha diverse conseguenze.

Nell'ottica degli owner, cioè di coloro che entrano nella società di gestione con finalità di puro investimento, la quotazione permette loro di avere, grazie alla presenza di prezzi ufficiali, una maggiore trasparenza circa il valore del proprio investimento. Inoltre con la quotazione aumenta anche la liquidità dell'investimento stesso. Gli owner hanno quindi tutto l'interesse per quotare le azioni di borsa sulla borsa stessa, gli owner-member invece devono fare anche altre considerazioni.

Per gli intermediari che siano contemporaneamente proprietari della borsa i vantaggi della quotazione appena illustrati perdono gran parte della propria fascino visto che l'obiettivo principale degli owner-member con la partecipazione al capitale di borsa non è quello di effettuare un investimento bensì di gestire la borsa secondo gli interessi degli intermediari autorizzati. Il selflisting, rendendo i titoli più facilmente negoziabili, produrrebbe anche la conseguenza di rendere meno stabili gli assetti proprietari della società di gestione aumentando la possibilità che soggetti esterni alla borsa possano entrare nella gestione del mercato.

Nell'ottica dei processi di integrazione il *discovery price*²⁰ derivante dalla quotazione, così come il fatto stesso che il capitale sia diviso in azioni, facilitano le integrazioni basate sulla finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni). È quindi ragionevole affermare che i comportamenti tenuti dalle società di gestione nei processi di integrazione, soprattutto se basati su fenomeni di M&A, siano fortemente condizionati dalle scelte degli owner e degli owner-member. La prevalenza degli uni o degli altri, attraverso il selflisting, può infatti creare un clima più o meno predisposto a processi di integrazione.

Nel caso dei rapporti tra società di gestione, owner ed owner-member l'interazione tra diversi stakeholder è più formale che sostanziale, visto che il comportamento della prima non è semplicemente condizionato ma direttamente deciso dai secondi. I condizionamenti dovuti a legami così stretti rappresentano però un'eccezione alla regola secondo la quale i condizionamenti avvengono su decisioni che saranno comunque prese da un soggetto autonomo.

L'analisi dei comportamenti degli owner e degli owner-member nei processi di integrazione offre ulteriori spunti. L'owner che ha diversificato geograficamente il proprio investimento, acquistando azioni di società di gestione di diversi mercati, beneficerebbe di un'integrazione dato che il peso che avrebbe in un mercato unificato sarebbe maggiore di quello che la frammentazione dell'investimento gli garantisce nei diversi mercati. È ovvio quindi che i processi di integrazione sono sostenuti con maggior decisione dai soggetti presenti in diversi mercati.

Gli altri owner, presenti solamente in uno dei mercati interessati, saranno consci dei vantaggi che l'integrazione avrebbe per gli owner "diversificati", e ciò non può che condizionare le loro decisioni.

Le considerazioni appena fatte sono valide anche per gli owner-member. Per essi bisogna però considerare anche il grado di diversificazione operativa, ovvero il fatto che essi svolgano la propria attività di intermediazione in un singolo mercato o in più mercati contemporaneamente. In quest'ultimo caso aumenta infatti la propensione all'integrazione da parte dell'intermediario, che beneficerebbe delle economie di scala derivanti dall'integrazione. In un eventuale progetto di integrazione è ovvio che le scelte degli altri soggetti saranno condizionate dal comportamento degli owner-member appena illustrato.

L'aspetto tecnologico è un aspetto fondamentale nei processi di integrazione, ed interessante è anche analizzare le scelte dei fornitori di tecnologia.

Le software house hanno ben chiari i vantaggi derivanti dall'affermazione di un proprio prodotto come standard di mercato, ed anche nei mercati mobiliari si sta assistendo ad una competizione in merito all'affermazione di diverse piattaforme di gestione. Nei rapporti con gli altri stakeholder i momenti di interazione dei fornitori di tecnologia sono diversi ed articolati. Il fornitore di tecnologia ad esempio è consapevole che l'adozione di una stessa piattaforma informatica facilita l'integrazione tra due o più mercati. Sapendo che i mercati demutualizzati sono quelli maggiormente predisposti all'integrazione, è ovvio che la scelta di demutualizzazione attuata da un mercato attirerà l'attenzione dei fornitori di tecnologia. I rapporti tra fornitori di tecnologia e gestori delle borse non sono però così lineari.

Come la realtà degli ultimi anni ha confermato²¹, un approccio troppo aggressivo da parte di un fornitore di tecnologia nei confronti del mercato può provocare una reazione difensiva da parte delle

²⁰ Si vedano in merito Benhamou e Serval (1999)

²¹ Il riferimento è al tentativo di scalata (fallito) portato avanti da OM, società specializzata nei sistemi informatici di borsa e proprietaria della borsa svedese, nei confronti della London Stock Exchange.

società di gestione. Basti pensare ad un fornitore di tecnologia che, dopo aver fornito i propri servizi presso una borsa, ne abbia poi preso il controllo. La reazione da parte degli altri mercati può infatti portare ad una diffidenza nei confronti del fornitore, a prescindere dalla qualità del servizio offerto. La dipendenza che si viene a creare in un mercato nei confronti dei fornitori di tecnologia è inoltre un altro aspetto che può influenzare le scelte dei gestori di borsa.

Una reazione delle borse ai comportamenti dei fornitori di tecnologia può anche essere lo sviluppo all'interno delle strutture di borsa delle piattaforme tecnologiche. Il caso di Euronext²² che ha sviluppato in autonomia la piattaforma Xetra ne è un esempio lampante. Senza domandarsi se sia opportuno per una borsa dedicarsi ad attività lontane dal suo core-business, come lo è lo sviluppo di soluzioni informatiche, è forse il caso di sottolineare come la competizione nel mercato mobiliare europeo assuma direzioni trasversali, e di come i confini tra i ruoli dei diversi attori del mercato stiamo diventando sempre più labili. Ci sono infatti fornitori di tecnologia che gestiscono borse e società di gestione che producono soluzioni tecnologiche.

La competizione interessa però anche altri equilibri finora fuori discussione. La scelta di alcuni intermediari di dar vita a sistemi di scambi organizzati (ECN), che entrano poi in competizione diretta con i mercati, vede nelle possibili reazioni difensive delle borse, la scelta di dare accesso diretto al mercato – tramite remote access – direttamente ai risparmiatori o ad un numero di intermediari tale da stravolgere gli equilibri attuali.

La sensibilità alle decisioni esterne da parte degli intermediari autorizzati dipende anche dall'ambito territoriale di riferimento. Gli intermediari che operano su un unico mercato sono infatti molto meno attenti ai comportamenti relativi a soggetti di altri mercati.

Gli intermediari reagiscono inoltre diversamente in base alle proprie dimensioni. Gli intermediari di minori dimensioni sono ad esempio meno interessati ai cambiamenti inerenti il controllo della borsa, mostrando contemporaneamente ostilità verso qualsiasi forma di integrazione dei mercati.

Interessandosi alla borsa esclusivamente come fornitore di un servizio di intermediazione essi non reagiscono (o lo fanno in misura ridotta) ai comportamenti dei fornitori di tecnologia o alle politiche messe in atto dagli ECN. Gli operatori di maggiori dimensioni mostrano invece maggiore interesse verso gli assetti organizzativi della borsa e risultano maggiormente interessati anche ai processi di integrazione. Secondo Galper²³ il motivo di tali comportamenti è dovuto al fatto che i piccoli intermediari risentirebbero maggiormente della concorrenza dovuta ad un processo di integrazione, a differenza di quelli di dimensioni maggiori, attivi generalmente nei mercati internazionali.

I soggetti attivi su più mercati mostrano quindi la maggiore reattività agli stimoli provenienti dagli altri stakeholder. Nell'ambito dei processi di integrazione essi hanno la possibilità di essere contemporaneamente all'interno di una società di gestione, di operare su un mercato in qualità di intermediari e di essere attivi all'interno di ECN.

Gli emittenti di valori mobiliari sembrano invece destinati ad una strategia difensiva. Essi infatti verificano le scelte degli altri stakeholder al fine di individuare il mercato che garantisca la maggiore liquidità alle emissioni tenendo conto degli obblighi derivanti dalla quotazione: preso atto dell'offerta di mercato decidono la piazza finanziaria nella quale quotarsi.

²² Euronext è il mercato nato dalla fusione delle borse tedesca e svizzera. Basato su un mercato totalmente telematico rappresenta il principale mercato mondiale dei derivati.

²³ Si veda Galper (1999)

Una categoria di stakeholder che è ancora lontana dai cambiamenti del mercato è quella dei risparmiatori/investitori. La gran parte degli investitori, soprattutto del comparto retail, ha infatti una visione del mercato riconducibile all'intermediario utilizzato (banca, sim, ecc.). La possibilità di operare su titoli esteri non verrà ad esempio prospettata alla clientela di una banca attiva esclusivamente sul mercato nazionale, così come verranno utilizzati ECN esclusivamente da intermediari con un interesse diretto. Gli investitori sembrano quindi destinati ad un ruolo passivo nell'ambito dei cambiamenti in atto nel mercato mobiliare.

Il ruolo di vigilanza demandato alle autorità di controllo impone a queste ultime un elevato livello di interazione con il mercato. Le interazioni maggiori avvengono con la società di gestione, gli intermediari autorizzati e gli emittenti.

I processi di demutualizzazione hanno sottolineato la necessità di un controllo sul mercato. Diversi autori²⁴ sostengono infatti che l'autoregolamentazione e l'affidamento a soggetti interni alla borsa delle attività di controllo comportano un rischio eccessivo per la credibilità del sistema. Essi ribadiscono quindi l'esigenza di un'autorità di controllo forte ed autonoma.

Quelle indicate sono le scelte e le reazioni che si possono prevedere in un generico processo di integrazione dei mercati. Per un'analisi più articolata che preveda una serie di interazioni successive, sviluppando così l'intero processo interattivo tra gli stakeholder, sarebbe necessario definire una situazione concreta.

Bisognerebbe infatti presumere un modello di integrazione (fusione tra mercati, alleanze, quotazioni multiple, ecc.), il numero di mercati coinvolti, le caratteristiche di ogni mercato (livello di demutualizzazione, dimensioni, titoli quotati, ecc.), il numero e le caratteristiche degli intermediari, ed altri fattori riguardanti sia gli emittenti che i sottoscrittori dei titoli quotati sul mercato. La complessità della realtà sconsiglia quindi la costruzione di un modello generale dei comportamenti degli stakeholder all'interno dei processi di integrazione, lasciando comunque spazi per applicazioni mirate, al fine di approfondire l'analisi di casi pratici.

Conclusioni

Nel corso del presente lavoro si è partiti da un'analisi della situazione del mercato mobiliare prima dei cambiamenti degli anni '90. È stato definito il concetto di demutualizzazione ed è stato analizzato l'impatto che i mercati telematici hanno avuto sulla struttura del mercato. Ci si è concentrati quindi sugli stakeholder del mercato di borsa, osservandone prima il cambiamento nell'articolazione dei ruoli, per poi analizzarne gli interessi e le scelte.

Lo studio dei comportamenti dei diversi aspetti e delle reciproche interazioni ha impegnato la seconda parte del lavoro, allo scopo di definire un possibile modello di analisi dei comportamenti degli stakeholder.

Dall'accostamento del quadro emergente dalla prima parte del lavoro – relativo alla situazione antecedente al cambiamento – con la situazione attuale dei mercati emerge anzitutto come si sia elevato il grado di complessità della exchange industry.

Il numero degli stakeholder è aumentato. Grazie alla demutualizzazione sono nate le figure delle società di gestione del mercato e degli azionisti della borsa. Il passaggio da forme di negoziazione

²⁴ Tra tutti si veda Pirrong in "A theory of financial exchange organization" Olin School of Business – Washington University (1999)

alle grida verso i mercati telematici ha attirato i fornitori di tecnologia che, in seguito allo sviluppo delle tecnologie informatiche hanno progressivamente aumentato la propria rilevanza. L'innovazione nel campo della telematica, oltre ad diminuire le distanze tra i diversi mercati nazionali, ha reso possibile lo sviluppo degli ECN.

La specializzazione funzionale che ha interessato la catena del valore ha poi parcellizzato l'attività di borsa, creando le premesse per l'ingresso nell'*exchange-business* anche delle società di rating e delle società specializzate nel campo dell'informazione.

Parallelamente ad un aumento del numero degli stakeholder si è assistito ad un assottigliamento dei confini tra le diverse figure, che risultano così più difficilmente identificabili. Le interazioni ed i condizionamenti tra i diversi stakeholder si sono invece intensificati, facendo dei processi decisionali di borsa un intricato sistema di rete.

La borsa, accettando soggetti privati nella gestione, ha implicitamente favorito un innalzamento dei livelli di concorrenza. Lo sviluppo tecnologico ha amplificato i tassi di tale competizione, dando alla concorrenza forme e direzioni prima impensabili.

Pur subendo la concorrenza di altri soggetti le borse hanno a loro volta minacciato i fornitori di tecnologia proponendosi come sviluppatori e rivenditori di tecnologia per i mercati di borsa.

Questa commistione nei ruoli e nelle attività svolte dai diversi stakeholder ha portato inoltre a situazioni inusuali prossime al conflitto di interesse.

Il riferimento è agli intermediari che gestiscono una borsa attraverso il controllo della società di gestione, e contemporaneamente svolgono la propria attività nella borsa stessa, trovandosi in tal modo nella situazione di coloro che acquistano un servizio dalla borsa e contemporaneamente ne decidono il prezzo in quanto amministratori della società di gestione. Non sono inoltre rari i casi in cui i medesimi intermediari sono anche attivi in ECN, rendendo ancora più delicata la propria situazione.

Con l'autoregolamentazione insita nella forma privatistica delle borse, le società di gestione si trovano poi a vigilare sull'ingresso al mercato e sui comportamenti tenuti in borsa. La possibilità che soggetti sottoposti al controllo (controllati) – ad esempio emittenti, intermediari o investitori – attraverso partecipazioni rilevanti sulla società di gestione, si trovino ad eleggere i soggetti preposti al controllo (controllori) è anch'essa poco auspicabile.

Si valuti infine la situazione dei fornitori di tecnologia che avendo raggiunto il controllo della borsa "cliente" tramite l'acquisto del pacchetto di maggioranza della società di gestione, siano allo stesso tempo quotati, in quanto società, sulla borsa medesima e, contemporaneamente, continuino ad offrire servizi ad altre borse. Aggiungendo a ciò il fatto che anche la "società borsa", attraverso il selflisting, è ormai quotata su se stessa, si ha un'idea della complessità che un mercato mobiliare può ormai raggiungere e di come sia difficile riportare i rapporti tra stakeholder in un modello generale di comportamento.

L'irrealizzabilità di un modello generale è confermata inoltre dal fatto che le considerazioni appena fatte si riferiscono ad un sistema chiuso. Qualora infatti le interazioni tra stakeholder dovessero tener conto anche delle relazioni tra diversi mercati, la complessità della situazione raggiungerebbe livelli impraticabili.

Se un modello generale di comportamento che comprenda tutte le relazioni (e le correlazioni) tra l'intero universo degli stakeholder non è auspicabile, visto che rischierebbe di essere poco credibile in quanto troppo complicato, si possono però trarre alcune considerazioni di fondo sui legami comportamentali che legano i diversi soggetti di borsa.

Nell'ambito dei processi di integrazione tra mercati ad esempio, si potrebbe considerare uno specifico quadro ambientale (numero e natura degli stakeholder coinvolti, specifici interessi, dimensioni del mercato, ecc.) e, identificati i possibili modelli di integrazione, valutare il comportamento degli stakeholder al fine di stimare la probabilità di successo di un modello di integrazione.

La possibilità di valutare effettivamente le prospettive di un progetto di integrazione, attraverso un modello comportamentale schematizzato che si basi sulle indicazioni raggiunte nel presente lavoro, deve però essere ancora valutata.

Le prospettive di ricerca riguardano appunto la verifica di una tale applicazione, da svilupparsi eventualmente nell'ambito e secondo i principi della teoria dei giochi.

Rimangono inoltre ancora aperti aspetti riguardanti una definizione esauriente ed approfondita, dal punto di vista teorico, delle possibili forme di integrazione dei mercati, nonché uno studio delle relative implicazioni, sia a livello microeconomico che macroeconomico.

All'analisi teorica andrebbe infine affiancato uno studio dei progetti effettivamente in atto nei mercati.

Bibliografia

- Alemanni B., “Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull’attività di vigilanza” Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Milano, 2001
- Arcucci F., “Il futuro mercato dei capitali in Europa fra borse ufficiali e ATS”, Banche e banchieri, n.1, 2001
- Arlman P., “The coming revolution in cross-border equity trading: the stock exchange as a global private enterprise”, FESE, Ottobre 1999
- Arlman P., “The changing investment environment of pan-european trading & settlement”, FESE, Settembre 1999
- Arlman P., “European stock exchanges after the introduction of the Euro”, FESE Ottobre 1999
- Arlman P., “Some reflections on structural change and regulations”, FESE Novembre 2001
- Arlman P., “European stock exchange conference”, FESE Luglio 1999
- Ayuso J., Blanco R., “Has financial market integration increased during the 1990’s?”, Bank of international settlement (BIS), 2000
- Barone E. Masera M., “La privatizzazione dei mercati mobiliari italiani”, Luiss-Ocsm working paper n.82, 1997
- Berlanda F.- CONSOB “Globalizzazione dei mercati e quotazione in borsa”, quaderno di finanza Consob N°18, Novembre 1996
- Benhaumou E., Serval T., “On the competition between ECNs, stock markets and market makers” London School of Economics e Université de Toulouse (1999)
- Cavazzuti F., “La Consob e i problemi sposti dalla internazionalizzazione dei mercati borsistici”, Istituto di studi e di analisi economica (ISAE), Novembre 2000
- Cavazzuti F., “La Consob e la regolazione dei mercati finanziari”, quaderno di finanza Consob n°38, Maggio 2000
- Cervone E., “Competizione, cooperazione e governance nell’evoluzione europea dei servizi di “post-trading””, Atti del convegno Assosim “La fusione tra borse europee e la securities industry italiana”, Milano 29 Giugno 2000
- CESR, “Major outcomes of the third meeting of Cesr, Cestr start work under the Lamfalussy approach”, CESR, Marzo 2000
- CESR, “Final round of consultation by Cestr on standards for alternative trading system (ATSs)”, CESR, Gennaio 2002
- CESR, “I principali risultati della terza riunione del Cestr”, Cestr, Marzo 2002
- CESR, “Feedback statement and inventory of comments on the first consultation paper proposed standards for ATS”, CESR, Gennaio 2002
- Claessens S., Klingebiel D., Schumkler, S.L., “Explaining the migration of stock from exchanges in emerging economies to international centers”, World Bank, Policy research working paper 2816, Marzo 2002
- Commissione Europea, “Commission decision of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee”, 2001
- CONSOB, “Documento di consultazione in materia di obblighi informativi riguardanti la realizzazione di collegamenti telematici con i mercati esteri”, sito internet Consob (www.consob.it)
- Crocket A. “Market discipline and financial stability”, Bank of international settlement (BIS), Maggio 2001
- Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., “Recent development in the structure of securities markets”, in “Brooking-Warton papers on financial services 2000”, 2000
- Danthine J. Giavazzi F., Van Thadden E., “European financial markets after the EMU: a first assessment”, CEPR discussion paper n.2413, 2000

- Da Rin M., “Mercato unico delle azioni? Ci vorrà ancora tempo”, Sito Università Bocconi, Gennaio 1999
- Di Noia C., “The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance”, quaderno di finanza Consob N°33, Marzo 1999
- Di Noia C., Piatti L., “Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano”, quaderno di finanza Consob N°30, Settembre 1998
- Domowitz I., “Electronic derivatives exchanges: implicit mergers, network externalities, and standardization”, The quarterly review of economics and finance, vol. 35, pag. 163—175, 1995
- Domowitz I., Steil B., “Automation, trading cost, and the structure of the trading services industry” Brookings-Wharton papers on financial services, Novembre 1998
- Domowitz I., Steil B., “Innovation in equity trading system: the impact on transactions costs and cost of capital” Princeton University Press, 2001
- Economides N., “The economics of networks”, International journal of industrial organization, 1995
- Euronext panel discussion, “The future of europea stock exchanges”, 2002
- Euronext, “Trading shares in small and medium-sized companies”, Euronext, Novembre 2000
- Ferrarini G., “Autoregolazione e governo delle borse: modelli a confronto”, International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), 1997
- Ferrarini G., *“La regolamentazione europea dei mercati borsistici: alcune problematiche di interesse comune* in (a cura di) Banfi “I mercati e gli strumenti finanziari – disciplina ed organizzazione della borsa” Utet, Torino, 2001
- FESCO, “Consultation paper on standards for regulated markets”, Fesco, Luglio 1999
- FESE – Federation of european securities exchanges, “Alliance, mergers and link-ups”, www.fese.org Aprile 2002
- FIBV (World federation of Exchanges), “The significance of the exchange industry”, FIBV Marzo 2002
- Filippa L., *“L’evoluzione degli assetti dei mercati: il quadro internazionale”* in (a cura di) Banfi “I mercati e gli strumenti finanziari – disciplina ed organizzazione della borsa” Utet, Torino, 2001
- Filippa L., *“La recente evoluzione della borsa italiana e delle principali borse internazionali”* in (a cura di) Banfi “I mercati e gli strumenti finanziari – disciplina ed organizzazione della borsa” Utet, Torino, 2001
- Galper J., “Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories”, International federation of stock exchanges (IFSE-FIBV), Aprile 2000
- Galper J., “Three business models for the stock exchange industry”, FIBV, Agosto 1999
- Galper J., “Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories”, FIBV, Aprile 2000
- Kanz M., Shapiro C., “Network externalities, competition and compatibility”, American economic review, vol.75, pag 424-440, 1985
- Lee R., “What is an exchange?”, Oxford university press, Londra, 1998
- Lee R., “The future of securities exchanges”, The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002
- Lusignani G., Onado M., “La securities industry italiana di fronte ai processi di integrazione europei”, Milano, Assosim (atti del convegno), 6 Marzo 2001
- Mahoney G., “Information technology and the organization of securities markets”, The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002
- Malkamaki M., “Economies of scale and implicit mergers in stock exchange activities”, CEPR workshop – Bank of Finland, Marzo 2000
- O’Hara M., “Overview: market structure issues in market liquidity”, Bank of international settlement (BIS), 2001

- OICV-IOSCO, “Issues paper on exchange demutualization”, Report of the technical committee of the international organization of securities commissions, Giugno 2001
- OICV-IOSCO, “Discussion paper on stock exchange demutualization”, Iosco technical committee consultation draft, Dicembre 2000
- Pagano M, Roell A., Zechner J., “The geography of equity listing: why do european companies list abroad?”, Center for studies in economics and finance – CSEF – Dipartimento di scienze economiche – Università degli studi di Salerno, Ottobre 1999
- Piantoni M., “I nuovi mercati alla luce delle recenti alleanze tra borse in Europa”, Banche e banchieri n.3, 2000
- Pirrong C., “A theory of financial exchange organization”, Olin School of Business – Washington University, 1999
- Potthoff V., “Competition and integration: european (ex)changes”, FESE, Aprile 2002
- Pozniak G. “Financial services and developments in european markets: the impact of technology on market organisation and regulation”, FESE, Novembre 2000
- Shy O., Tarkka J., “Stock exchange alliances, access fees and competition”, Bank of Finland discussion papers, 2001
- Spaventa L.- CONSOB, “Incontro annuale con il mercato finanziario”, Milano, 8 Aprile 2002
- Spaventa L.- CONSOB, “Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee” Audizione presso la VI Commissione finanze Camera dei deputati, 31 Maggio 2000, in Consob Quaderni di finanza n°42 , 2000
- Spaventa L. – CONSOB, “La recente evoluzione della borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo”, Audizione presso la VI Commissione finanze Camera dei deputati, 7 Marzo 2000, in Consob Quaderni di finanza n°42 , 2000
- Spaventa L. – CONSOB, “Discorso del Presidente”, in Relazione annuale 1999, Consob, 2000
- Solbes P., “Financial integration and growth”, FESE, Maggio 2002
- Steil B., “Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences” The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002
- Tagi G., “L’opinione”, Banche e banchieri n.3, 2000
- Tagi G., “L’opinione”, Banche e banchieri n.5, 2000
- Tezzon M., “L’architettura dei mercati nel processo di integrazione internazionale: orientamenti della vigilanza”, CONSOB, convegno del 25 Giugno 2001
- Tezzon M., “I mercati finanziari ed il presupposto per il loro funzionamento”, Consob, Febbraio 2001
- Theodore J.F., “The industrial structure of securities markets: organization regulation and competition”, atti del convegno “Risk and stability in the financial system: what role for regulators, management and market discipline?”, Università “Luigi Bocconi” Milano, 13 Giugno 2002
- Tsetsekos G., Varangis P., “The structure of derivatives exchanges: lessons from developed and emerging markets”, World Bank, Dicembre 1997
- Wells, S. “Price discovery and the competitiveness of trading systems”, FIBV, Settembre 2000
- World Bank, “Stock market development and financial intermediaries: stylized facts”, World Bank.