

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

Spring paper

**I possibili modelli di implementazione di un
mercato mobiliare integrato a livello europeo**

Gianni Nicolini¹
(Aprile 2002)

¹ Gianni Nicolini – Università di Roma “Tor Vergata”

Indice

Introduzione	pag. 3
1. I fattori del cambiamento nei mercati mobiliari europei	pag. 4
2. Il processo produttivo delle borse	pag. 5
2.2 Distinzione tra listing e trading	pag. 6
2.1.1 <i>Gli ATS (automatic trading system)</i>	pag. 7
3.3 Il post-trading	pag. 8
3. Le possibili forme di integrazione: integrazioni verticali ed integrazioni orizzontali	pag. 9
3.1 Integrazione orizzontale su una fase di un singolo mercato	pag. 10
3.2 Integrazione orizzontale su una fase di più mercati	pag. 11
3.3 Integrazione verticale su un singolo mercato	pag. 11
3.4 Integrazione verticale su più mercati	pag. 12
3.5 Probabilità di realizzazione delle diverse forme di integrazione	pag. 13
4. I modelli di implementazione	pag. 14
4.1 Le quotazioni multiple	pag. 14
4.2 Le alleanze	pag. 15
4.3 I collegamenti in rete	pag. 16
4.3.1 <i>Lo “spaghetti model”</i>	pag. 16
4.3.2 <i>Il modello “hub and spoke”</i>	pag. 17
4.4 Le fusioni tra mercati	pag. 19
4.4.1 <i>Le fusioni implicite</i>	pag. 20
4.5 Le acquisizioni ostili	pag. 20
5. Il ruolo ed il comportamento dei vari portatori di interessi	pag. 21
5.1 Le società di gestione	pag. 21
5.2 Gli intermediari	pag. 22
5.3 Gli emittenti di strumenti finanziari	pag. 23
5.4 Gli investitori	pag. 23
5.5 I fornitori di tecnologia	pag. 23
5.6 Le sovrapposizioni dei ruoli	pag. 24
6. Problematiche dell’integrazione: aspetti sistemici ed operativi	pag. 24
6.1 Integrazione e rischi di comportamenti monopolistici	pag. 24
6.2 La regolamentazione europea in materia di mercati mobiliari ed il “wise men group”	pag. 25
6.3 Diversità strutturali ed organizzative delle diverse borse europee	pag. 25
7. Le tendenze in atto nel mercato mobiliare europeo	pag. 26
Conclusioni	pag. 27
<i>Bibliografia</i>	pag. 28

I possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare integrato a livello europeo

Introduzione

Le innovazioni normative che hanno interessato negli anni '90 i mercati mobiliari europei hanno avviato un processo di cambiamento che sta coinvolgendo la struttura stessa del mercato. La legislazione comunitaria, in particolare con la direttiva sui servizi di investimento (ISD), ha contribuito notevolmente ad incentivare e diffondere il processo di cambiamento avviato in alcuni paesi dell'unione.

Nello stesso periodo le conseguenze subite da tutte le principali piazze finanziarie mondiali a seguito delle crisi finanziarie russe, brasiliane e dei paesi del sud-est asiatico, hanno evidenziato come il grado di correlazione tra i mercati sia aumentato notevolmente negli ultimi dieci anni e come l'operatività in un'economia globalizzata richieda logiche e ragionamenti che esulano dai singoli confini nazionali.

Il confronto tra i mercati è stato favorito inoltre dall'introduzione dell'euro, che ha anche incentivato l'adozione di atteggiamenti maggiormente concorrenziali.

Partendo da queste osservazioni, è possibile constatare che è in atto un processo di integrazione a livello europeo che, oltre ad interessare gli aspetti politici ed economici, tocca anche le modalità di svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare.

Attualmente le prospettive dell'integrazione dei mercati mobiliari europei, ed in particolare l'analisi dei possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare unificato, risultano dei quesiti ancora aperti.

L'obiettivo del presente lavoro è identificare i possibili percorsi evolutivi che condurrebbero i mercati mobiliari europei verso un'integrazione dei processi di intermediazione mobiliare.

Il percorso effettuato ha previsto un'analisi della letteratura esistente sul tema dell'integrazione tra mercati e, contemporaneamente, l'osservazione delle tendenze in atto nei mercati mobiliari.

Identificati i principali fattori del cambiamento, viene ricostruito il processo produttivo delle borse, identificando nel listing, nel trading, nel clearing e nel settlement i momenti fondamentali della filiera produttiva della borsa.

L'analisi delle possibili forme di integrazione tra i mercati precede un esame dei possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare integrato a livello europeo. Definiti in linea teorica i possibili percorsi evolutivi del mercato mobiliare europeo, vengono considerati gli effetti che le diverse soluzioni avrebbero sui diversi portatori di interessi, ponendo l'accento sulle sovrapposizioni di ruoli e di interessi che verrebbero a crearsi nelle diverse ipotesi. L'analisi ha

riguardato nel dettaglio i comportamenti delle società di gestione dei mercati, quelli degli intermediari attivi sui mercati stessi, degli emittenti di valori mobiliari, degli investitori e dei fornitori di tecnologia. La diversa propensione al cambiamento dei vari soggetti ed in particolare la preferenza per alcune forme di integrazione rispetto ad altre, rappresenta infatti un fattore di forte condizionamento dei modi e dei tempi del cambiamento.

Definito un quadro dei possibili percorsi integrativi, seguono alcune considerazioni in merito alle implicazioni che, tanto a livello sistemico (macroeconomico) quanto a livello operativo (microeconomico), le diverse soluzioni comporterebbero. Tra i fattori di maggiore interesse ci sono i rischi di comportamenti monopolistici collegati all'affermazione di un unico mercato continentale, le problematiche inerenti l'efficienza del mercato (alla luce soprattutto del trade off con la tutela dell'investitore), e soprattutto le difficoltà collegate all'integrazione di mercati strutturalmente diversi (in termini di dimensioni del mercato, natura degli intermediari, vantaggi tecnologici pre-acquisiti, liquidità, ecc.).

Nella parte conclusiva sono infine sinteticamente riportati i progetti d'integrazione attualmente in corso tra le borse europee.

Non sono espresse invece né valutazioni di merito circa le soluzioni proposte in letteratura, né preferenze per uno dei progetti d'integrazione proposti dal mercato. Delineato un quadro teorico delle possibili forme d'integrazione dei mercati mobiliari europei, e sollevate le principali problematiche dell'argomento, ci si riserva per il futuro una trattazione specifica di una o più delle tematiche individuate.

1. I fattori del cambiamento nei mercati mobiliari europei

I fattori che hanno spinto negli ultimi anni i mercati mobiliari europei al cambiamento, e che in particolare hanno suggerito processi di integrazione dei mercati, sono riconducibili a tre ordini di fattori.

Un primo impulso al cambiamento è venuto anzitutto dalla normativa europea in ambito di intermediazione mobiliare, ed in particolare dalla direttiva sui servizi di investimento² (direttiva ISD) che, introducendo anche nel settore mobiliare il principio del mutuo riconoscimento, ha eliminato un elemento di frammentazione del mercato mobiliare europeo, aumentandone l'interazione tra i componenti ed innalzandone il livello di concorrenza complessivo.

La concorrenza tra i mercati è stata inoltre incrementata dal processo di demutualizzazione che ha coinvolto gran parte dei mercati mobiliari europei. La demutualizzazione, intesa come il passaggio da forme organizzative no-profit, di natura cooperativa o costituite come enti di diritto pubblico, a forme organizzative di diritto privato orientate al profitto³, non rappresenta infatti, come sottolineato dalla IOSCO in un report del comitato tecnico del 2001, una semplice modifica organizzativa, implicando invece un cambiamento concettuale circa la natura stessa del mercato.

Con la demutualizzazione si passa infatti da una visione del mercato come un bene pubblico che, interessando l'allocazione del pubblico risparmio, richiede un controllo diretto da parte delle autorità governative, ad un concetto del mercato come attività di intermediazione tra privati gestibile, in quanto tale, in forma privatistica secondo le logiche di mercato.

² Il riferimento è alla direttiva 93/22 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (ISD).

³ Definizione tratta dal "Report of the technical committee of the international organization of securities commission (OICV-IOSCO)" dal titolo "Issues paper on exchange demutualization", 2001.

Il cambiamento negli obiettivi finali della gestione, che da obiettivi di tutela del risparmiatore si spostano verso obiettivi di efficienza del sistema e di redditività della società di gestione, ha comportato, come testimoniato da Ayuso e Blanco⁴, un aumento del grado di concorrenza tra i mercati, tendenzialmente impegnati ad ampliare i propri orizzonti geografici di riferimento alla ricerca di economie di scala.

Un terzo fattore di cambiamento dei mercati mobiliari europei è dato dal completamento dell'unione monetaria europea, con l'avvio della terza fase, e quindi con la sostituzione delle singole valute nazionali con l'euro.

Con l'introduzione dell'euro ed il conseguente aumento della trasparenza e della comparabilità dei beni e dei servizi, da un lato è aumentato il grado di competizione tra i mercati, e dall'altro si sono ridotti gli ostacoli per l'avvio di un processo di integrazione dei mercati europei.

Un fattore di natura ibrida, che al tempo stesso costituisce un risultato ed un incentivo al cambiamento, è rappresentato dall'elevata correlazione tra i mercati, mostrata in occasione delle crisi finanziarie della seconda metà degli anni '90 (crisi russa, brasiliana, sud-est asiatico). L'aumento della correlazione tra i mercati può essere infatti interpretata come il risultato del processo di integrazione europea che, omogeneizzando la struttura economia dei paesi dell'UE, influenza anche il settore mobiliare (e finanziario in genere) dei vari paesi. Al tempo stesso la correlazione tra i mercati rappresenta però un incentivo alla loro integrazione; essi infatti, risultando empiricamente collegati, trarrebbero vantaggi da una gestione accentrata degli scambi⁵.

Dall'analisi dei fattori del cambiamento dei mercati emerge quindi come la possibilità di una integrazione dei mercati mobiliari a livello europeo si presenta come un'opportunità che al momento, essendo legata a cambiamenti recenti del mercato, risulti ancora in fase di valutazione. Essa richiede quindi di essere analizzata nelle sue modalità di realizzazione e nelle sue implicazioni macroeconomiche e microeconomiche.

L'emergere di condizioni favorevoli all'integrazione dei mercati non è però di per sé sufficiente ad avviare concreti processi di integrazione dei mercati. Le motivazioni che spingono i partecipanti del mercato ad integrare le proprie strutture possono essere individuate soltanto analizzando in via preliminare il processo produttivo delle borse valori e, individuate le possibili forme di integrazione, valutando i diversi modelli di implementazione. Solo allora, pesata la convenienza che i singoli portatori di interesse trovano nell'attuare le diverse soluzioni, sarà possibile individuare le motivazioni che spingeranno i partecipanti del mercato ad attuare forme di integrazione dei mercati.

Simili valutazioni, pur non costituendo il fulcro del presente lavoro verranno successivamente esposte nell'analisi dei ruoli dei vari portatori di interesse.

2. Il processo produttivo delle borse

L'identificazione delle singole fasi del processo produttivo delle borse, risultando funzionale alla comprensione delle possibili forme di integrazione dei mercati, assume un'importanza cruciale.

⁴ Il lavoro di riferimento è "Has financial integration increased during the 1990's", Bank of international settlement, 2000.

⁵ Studi approfonditi in merito al grado di correlazione tra i mercati sono stati portati avanti da J.Ayuso e R.Blanco, e riportati nell'ambito di ricerche BIS (Bank of international settlement).

Consolidata ormai anche in letteratura la distinzione tra l'*admission to listing* e l'*admission to trading*⁶, la filiera produttiva della borsa risulta così articolata:

- listing;
- trading;
- clearing;
- settlement.

L'attività di listing, così come definita da Alemanni⁷, fa riferimento all'ammissione a quotazione su di un mercato (quello ufficiale) concessa dalle autorità competenti sulla base di norme emanate in attuazione delle direttive 79/279 e 80/390, mentre l'attività di trading fa riferimento all'ammissione su di un mercato che è regolamentato, ma per il quale non è possibile parlare di quotazione ufficiale e quindi di listing, ma esclusivamente di negoziazione e quindi di trading.

Il clearing ed il settlement costituiscono invece il *post-trading*. Le definizioni di Tsetsekos e Varangis⁸ definiscono il clearing come il trattamento dei dati inerenti la transazione, inclusi i dati dell'ordine, dell'abbinamento e dell'esecuzione, mentre identificano il settlement nello scambio delle attività negoziate tra il venditore ed il compratore.

Listing, trading, clearing e settlement rappresentano quindi le fasi, correlate ma concettualmente distinte, attraverso le quali si svolge il processo produttivo di borsa.

2.1 Distinzione tra listing e trading

Nell'ambito della teoria dei mercati mobiliari il concetto di listing è stato da sempre abbinato a quello di trading, tanto che solo recentemente si è sentito il bisogno di creare una distinzione tra le due attività.

La concezione, prevalente fino a qualche anno fa e diffusa soprattutto nell'Europa continentale, della borsa come ente pubblico o comunque come entità amministrata da soggetti facenti capo ad autorità governative, avendo come diretta conseguenza una gestione accentrata dell'intera attività di borsa, non richiedeva, né dal punto di vista concettuale né da quello operativo, una distinzione.

La differenziazione tra listing e trading risultava superflua anche per l'assenza di mercati paralleli a quelli ufficiali, attivi solo sulla negoziazione di strumenti quotati in altri mercati. In alcuni casi, come quello italiano⁹, l'assenza di mercati paralleli era dovuta a vincoli normativi quali l'obbligo di concentrazione degli scambi, mentre in altri il monopolio del mercato ufficiale era dettato da valutazioni di convenienza economica.

In un contesto in cui i valori mobiliari possono essere scambiati in un solo mercato, l'attività di listing trova una propria giustificazione esclusivamente in una prospettiva di quotazione del titolo nel mercato stesso. Il legame funzionale tra il listing ed il trading, in questo caso, assume una consistenza tale da far sfumare i confini tra i concetti stessi al punto da lasciare interpretare il listing come il momento iniziale dell'attività di trading.

Con la tendenza a passare da una visione del mercato come bene pubblico ad una visione del mercato come impresa¹⁰, e soprattutto con la nascita di mercati paralleli¹¹ (ATS) specializzati nel

⁶ Si vedano G.Tsetsekos e P.Varangis (1997), J.Galper (2000) e B.Alemanni (2001).

⁷ B.Alemanni, "Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull'attività di vigilanza", Newfin, Milano (2001).

⁸ G.Tsetsekos e P.Varangis "The structure of derivatives exchange: lesson from developed and emerging markets", World Bank (1997).

⁹ Si veda L.Filippa in "I mercati e gli strumenti finanziari" (a cura di) A.Banfi, Isedi, Torino (2001)

¹⁰ Per una trattazione specifica dell'argomento si veda il report del comitato tecnico del OICV-IOSCO "Exchange demutualization" (2001).

trading, la distinzione tra la verifica di requisiti patrimoniali, economici e finanziari (propria del listing) dall'attività di gestione delle negoziazioni (tipica del trading) assume notevole importanza.

Nel momento in cui la logica di gestione della borsa è proiettata verso il raggiungimento di un profitto, tipico della cultura societaria, anziché verso la fornitura di un servizio ai partecipanti di un sistema, come avviene nell'ambito delle gestioni cooperative¹², è possibile, secondo Galper, assistere ad una specializzazione dell'attività aziendale su una fase del processo produttivo, che assume la valenza di *core-business* aziendale, ed una conseguente esternalizzazione delle fasi a monte e a valle della catena del valore. Tale processo di specializzazione ha come diretta conseguenza una proliferazione dei soggetti attivi nella *exchange-industry*, che si concentrano soprattutto nella fase di trading.

Secondo Di Noia, la proliferazione di mercati paralleli (ATS) attivi esclusivamente sulla negoziazione di titoli emessi su altri mercati, è dovuta non tanto dalla specializzazione in alcune fasi della filiera produttiva da parte di soggetti già attivi sul mercato, dettata dalle maggiori abilità in uno specifico passaggio della catena del valore, quanto dalla possibilità di sfruttare l'informativa contenuta nei prezzi, resi pubblici dalla borsa ufficiale, per operare in un business (quello del trading) evitando sia i costi di produzione di tale informazione, sia i costi del listing. La motivazione della nascita dei mercati paralleli risulta quindi da addurre allo sfruttamento di comportamenti di *free-riding*.

In una proiezione estrema del mercato, l'attività di listing viene svolta da società specializzate nella valutazione d'impresa (le società di rating) mentre le società di gestione del mercato si concentrano nell'attività di trading. In tale eventualità i concetti di listing e di trading arrivano ad una distinzione non più solo concettuale ma anche operativa.

Tale specializzazione può essere ricondotta allo sfruttamento, da parte delle società di rating, del proprio *know how* in ambito di valutazione d'azienda, necessario per attività di listing, mentre la predisposizione di strutture che garantiscano velocità d'esecuzione degli ordini e bassi costi di negoziazione, caratterizzerebbero le società attive nella gestione del trading.

Pur senza arrivare ad una specializzazione così netta delle funzioni di borsa, ciò che preme sottolineare è l'autonomia tra l'attività di listing e quella di trading, dove la prima assume valore prevalentemente certificatorio e la seconda invece finalità transazionali.

2.1.1 Gli ATS (*automatic trading system*)

Gli *automatic trading system* (ATS), in quanto mercati paralleli di iniziativa privata attivi esclusivamente nel trading di titoli quotati su mercati terzi, interessano per almeno due motivi.

Come caso concreto di operatività esclusiva nella fase di trading, essi rappresentano la prova dell'autonomia del trading dal listing. Come mercati paralleli ai mercati ufficiali rappresentano invece una realtà da considerare in sede di valutazione dei possibili modelli di implementazione di un mercato mobiliare integrato.

Il fenomeno degli ATS è strettamente legato alla visione del mercato come impresa, non a caso essi nascono nei mercati anglosassoni, e solo in seguito al processo di demutualizzazione dei mercati europei trovano diffusione anche nell'Europa continentale.

¹¹ Si veda C.Di Noia "The stock-exchange industry: network effect, implicit mergers, and corporate governance" Quaderni di finanza CONSOB n°33 (1999).

¹² Si veda B.Alemanni in "Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatti sugli intermediari e implicazioni sull'attività di vigilanza" Newfin, Milano (2001).

I principali ATS europei sono Jiway, Tradepoint, Easdaq e Nasdaq Europe. Come riportato anche in letteratura¹³, si configurano come sistemi di scambio privati, riconosciuti dalle autorità di vigilanza dei mercati di riferimento che, attraverso un pricing particolarmente aggressivo e basandosi pressoché in via esclusiva su collegamenti telematici, cercano di raggiungere un *break-even*, in termini di volumi di negoziazione e numero di transazioni, che consenta loro di lucrare su un'attività di puro trading.

Tale schema, pur risultando ampiamente rappresentativo dell'universo di riferimento degli ATS europei, non è privo di eccezioni. Nel caso di Nasdaq Europe ad esempio, la strategia attuata è quella di sfruttare un marchio ed un modello organizzativo propria di una realtà statunitense, per attuare una diversificazione geografica dell'attività, secondo una strategia che potrebbe vagamente essere ricondotta in un'ottica di (parziale) integrazione orizzontale del mercato.

Un aspetto interessante degli ATS è la natura della compagine azionaria, molto spesso facente capo agli stessi intermediari che operano sul mercato. Gli ATS assumono quindi le vesti di accordi a sfondo cooperativo, in cui la partecipazione al sistema di trading è strettamente legata al contributo che il singolo operatore saprà dare in termini di liquidità del mercato.

La natura degli assetti proprietari, oltre ad anticipare il tema del conflitto di interesse tipico degli intermediari-gestori del mercato, assume rilievo in sede di valutazione della convenienza dei singoli portatori di interesse ad eventuali progetti di integrazione tra mercati. La presenza di ATS che rappresentino una quota non marginale degli scambi di un mercato nazionale, implica la necessità di considerare in maniera altrettanto rilevante la convenienza degli operatori di tale mercato parallelo alla partecipazione di progetti di integrazione, pena il fallimento dell'obiettivo di integrazione o il rischio di giungere a soluzioni non ottimali. Uno studio della International federation of stock exchanges (FIBV)¹⁴, utilizzando un approccio tipico della teoria dei giochi, dimostra la possibilità, nel caso di sottovalutazioni dei comportamenti di alcuni soggetti del mercato, di equilibri sub-ottimali.

2.2 Il post-trading

Proseguendo nell'esame della filiera produttiva della borsa, rimangono da effettuare alcune considerazioni in merito ai momenti del clearing e del settlement che, se facilmente identificabili dal punto di vista logico, presentano caratteristiche rilevanti in sede di integrazione dei mercati.

Oltre a rappresentare parti integranti della filiera produttiva della borsa, essi assumono rilevanza anche per il peso relativo in termini di costi del servizio nel suo complesso. I costi del post trading secondo Giavazzi (2000) rappresentano, soprattutto in Europa, una quota rilevante dei servizi di borsa. Ciò sarebbe vero soprattutto nelle transazioni *cross-border* che assumono una rilevanza fondamentale nell'ottica di integrazione dei mercati. Le stime parlano di un costo per le transazioni nazionali compreso tra 1\$ e 5\$, che per transazioni internazionali assume un range compreso tra 10\$ e 50\$.

Il clearing ed il settlement, a differenza dei primi due momenti della catena del valore, rappresentano momenti nettamente separati sia dal punto di vista concettuale che da quello della gestione operativa. Inoltre, mentre il listing ed il trading hanno sempre rappresentato attività soggette al controllo diretto delle autorità governative, il clearing ed il settlement hanno avuto un

¹³ Si veda Di Noia (1999).

¹⁴ Il lavoro qui considerato è "Value Chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories" FIBV(2000)

grado di autonomia nella gestione superiore, essendo state gestite da appositi organismi definiti in letteratura come central securities deposit (CSD).

Infine è forse il caso di ricordare che la separazione concettuale chiara tra il momento del clearing e quello del settlement non ha comunque impedito, sul piano operativo, una gestione accentrata delle due attività da parte di un medesimo soggetto.

3. Le possibili forme di integrazione: integrazioni verticali ed integrazioni orizzontali

Premesso che per integrazione verticale si fa riferimento alla gestione accentrata da parte di un singolo soggetto economico di più fasi di un processo produttivo all'interno di un mercato di riferimento, e che invece al concetto di integrazione orizzontale corrisponde una situazione in cui un singolo soggetto economico controlla la medesima fase di un processo produttivo su più mercati indipendenti, è possibile, partendo dalle fasi della filiera produttiva della borsa, individuare diversi livelli di integrazione.

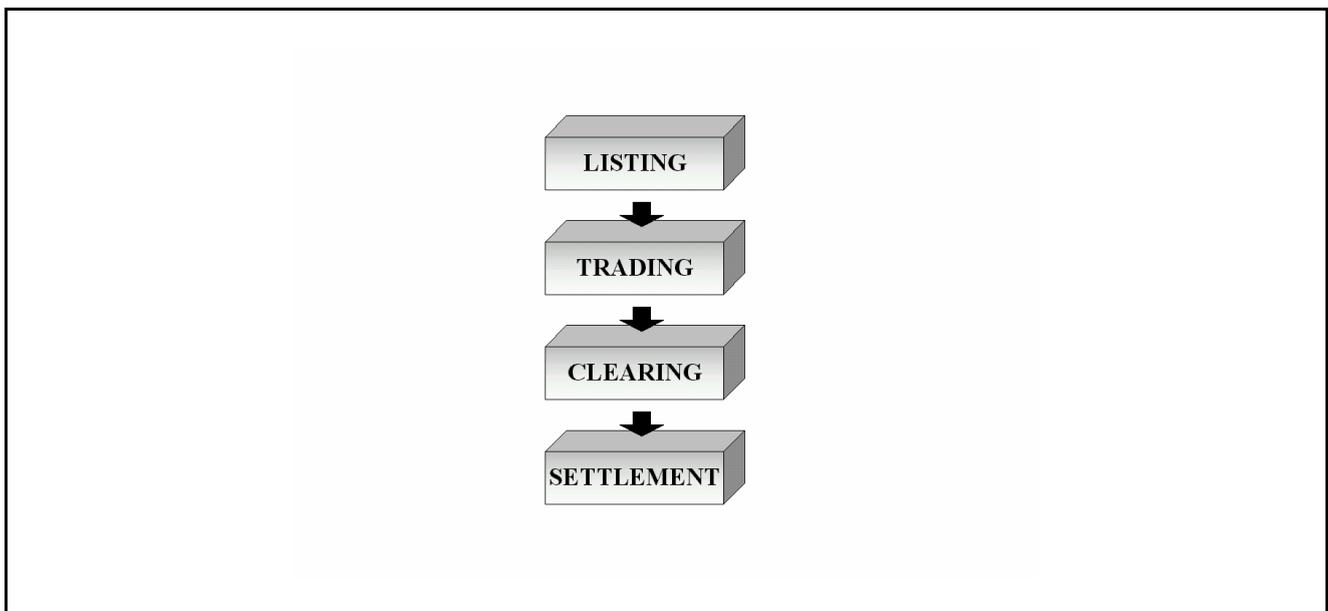


Figura 1: le fasi della filiera produttiva di borsa

Nel presente lavoro sono considerate soltanto le forme di integrazione utili nella prospettiva di un mercato integrato a livello europeo. Rimangono quindi escluse le integrazioni, siano esse orizzontali o verticali, che riguardano mercati relativi ad una singola nazione.

La struttura dei mercati mobiliari viene stilizzata considerando per ogni paese (Italia, Francia, Germania, ecc.) una pluralità di mercati che per facilità di esposizione sono considerati pari a tre (azionario, obbligazionario, derivati). Le considerazioni basate su tale impostazione, che riproduce la struttura di gran parte dei mercati mobiliari europei, rimangono comunque valide ampliando il numero di mercati e/o di paesi.

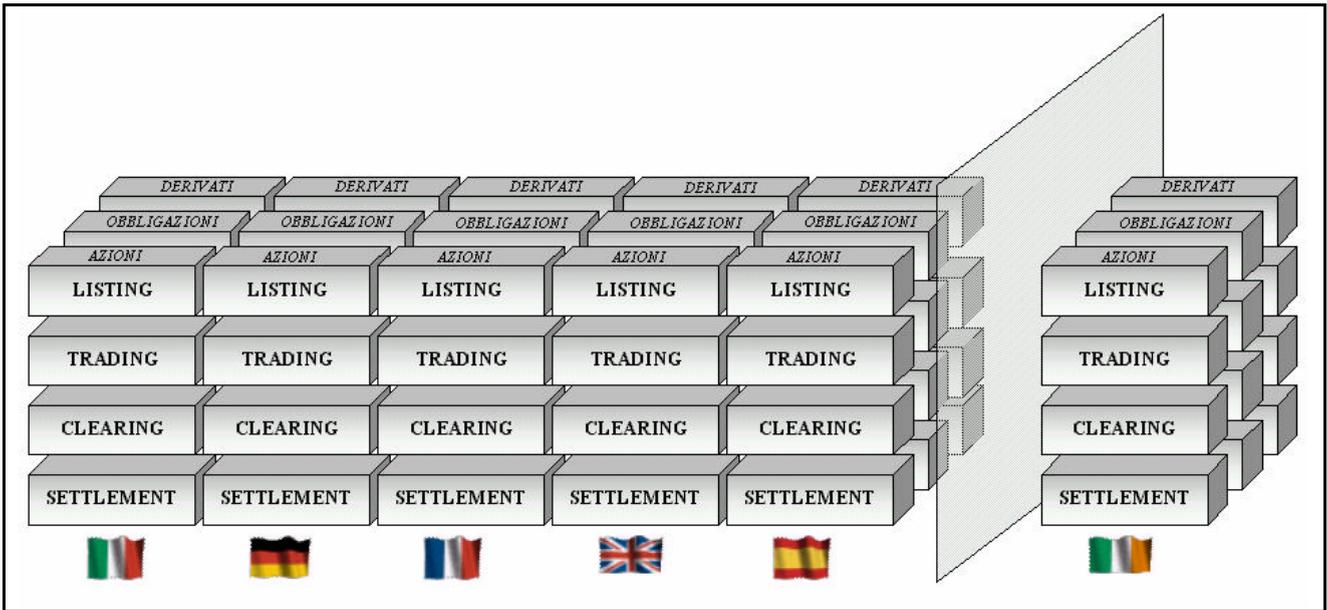


Figura 2: la struttura del mercato mobiliare europeo

3.1 Integrazione orizzontale su una fase di un singolo mercato

Un'integrazione orizzontale su una sola fase di un singolo mercato si verifica quando un soggetto economico acquisisce il controllo di una fase della filiera produttiva (listing, trading, ecc.) in riferimento ad un singolo mercato (azionario, obbligazionario, ecc.) in tutti i paesi di riferimento (Italia, Germania, Francia, ecc.).

Si parlerebbe quindi di integrazione orizzontale qualora un soggetto controllasse il trading sull'azionario per gli scambi che avvengono in tutti i mercati europei, o ancora qualora il controllo si riferisse al clearing delle transazioni riguardanti gli strumenti derivati.

Nello schema di analisi adottato l'integrazione orizzontale su una fase di un singolo mercato può essere così rappresentata:

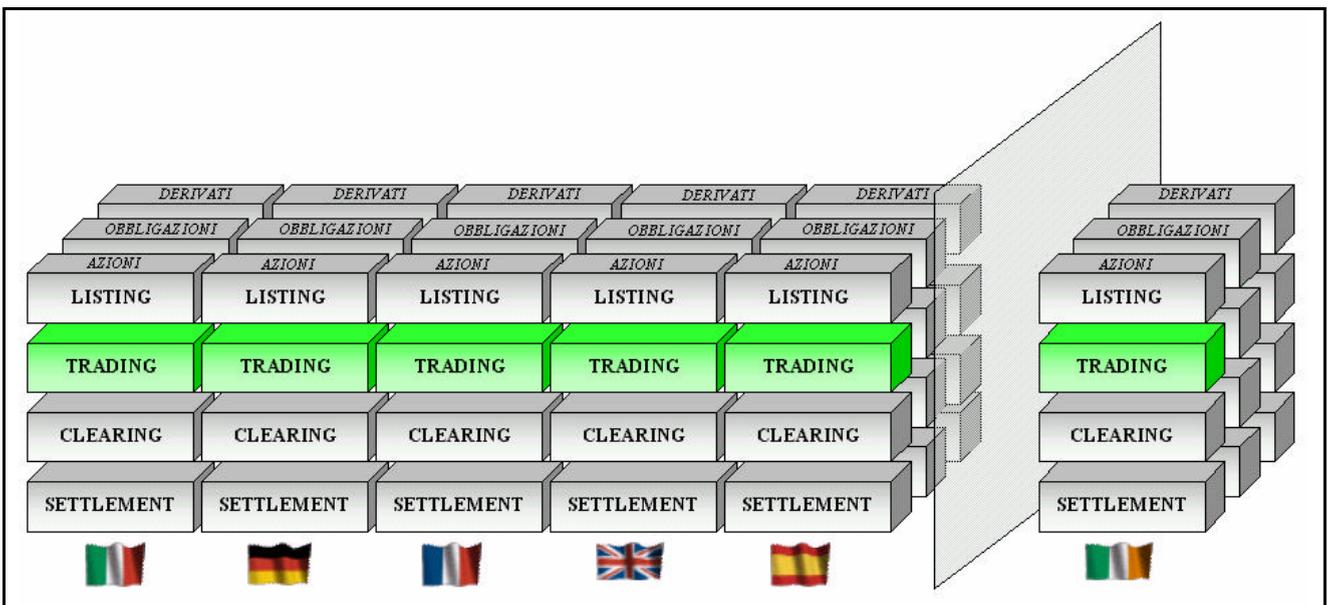


Figura 3: Integrazione orizzontale su una fase di un singolo mercato

Il concetto di integrazione è usato nella sua accezione più ampia, riferendolo al controllo della totalità degli elementi considerati. Quindi per integrazione orizzontale dei mercati si intende il controllo sulla totalità dei mercati (azionario, obbligazionario e derivati), così come per integrazione verticale si intende il controllo sull'intero ciclo produttivo di borsa (dal listing, al settlement).

Volendo valutare i possibili processi di integrazione dei mercati a livello europeo, i riferimenti sono sempre ad integrazioni che riguardano processi e mercati di tutti i paesi europei di riferimento. Momenti di integrazione intermedi che riguardano solo alcuni paesi, o che si riferiscono solo ad una parte del processo produttivo di borsa, sono considerati esclusivamente come passaggi intermedi verso forme di integrazione più radicali.

3.2 Integrazione orizzontale su una fase di più mercati

L'integrazione orizzontale su una fase di più mercati si realizza qualora un soggetto gestisce una singola fase del processo produttivo di borsa (listing, trading, ecc.) in riferimento a più di un mercato (azionario, obbligazionario, ecc.) a livello europeo.

Essa si concretizza, ad esempio, quando un soggetto assume il controllo del listing sia dei titoli azionari, sia di quelli obbligazionari e derivati, assumendo di fatto una posizione di monopolio del processo di quotazione.

La situazione è rappresentabile nel modo seguente:

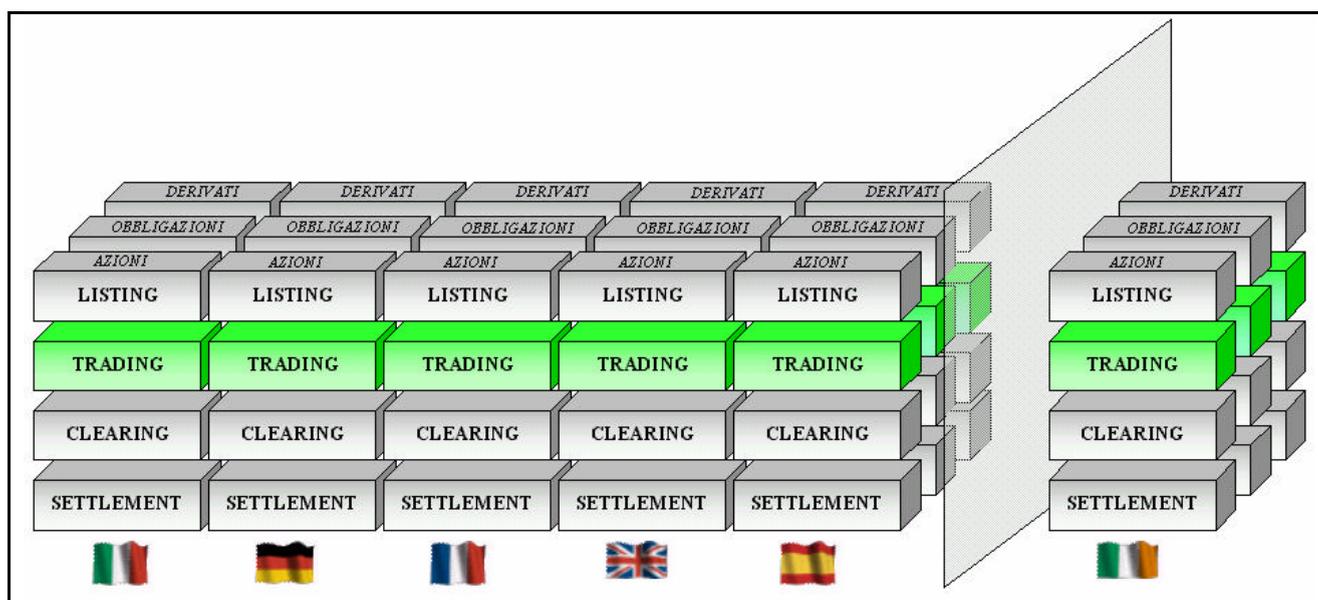


Figura 4: Integrazione orizzontale su una fase di più mercati

3.3 Integrazione verticale su un singolo mercato

Si parla di integrazione verticale a livello di singolo mercato quando un soggetto acquisisce il controllo di tutte le fasi del processo produttivo di borsa. Egli si occupa quindi della quotazione degli strumenti (listing), della loro negoziazione (trading) e dell'attività di post-trading (clearing e settlement), in riferimento ad un singolo mercato.

Esempi di questo tipo di integrazione si hanno quando un soggetto controlla tutte le fasi degli scambi azionari avvenuti in tutti i paesi di riferimento.

Graficamente la situazione è così sintetizzabile:

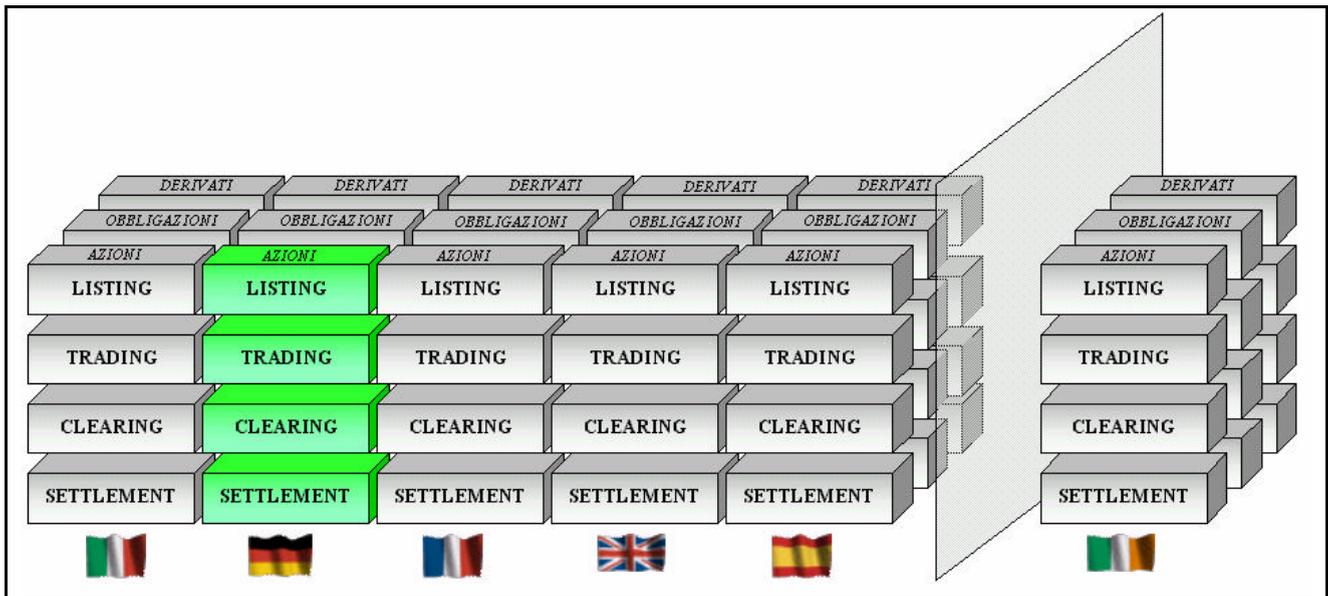


Figura 5: Integrazione verticale su un singolo mercato

In una simile fattispecie il gestore del mercato opera in una situazione di monopolio all'interno del mercato di riferimento.

3.4 Integrazione verticale su più mercati

Il caso di integrazione verticale su più mercati si realizza quando un soggetto gestisce l'intero processo produttivo di borsa in riferimento a più di uno strumento finanziario, controllando quindi più di un mercato.

Esso si realizza quando un soggetto gestisce sia gli scambi su titoli azionari sia quelli su titoli obbligazionari, assumendo una posizione di monopolio in entrambi i mercati.

È facile verificare che il caso precedente di integrazione verticale su un mercato risulta essere un caso particolare della forma integrativa appena illustrata.

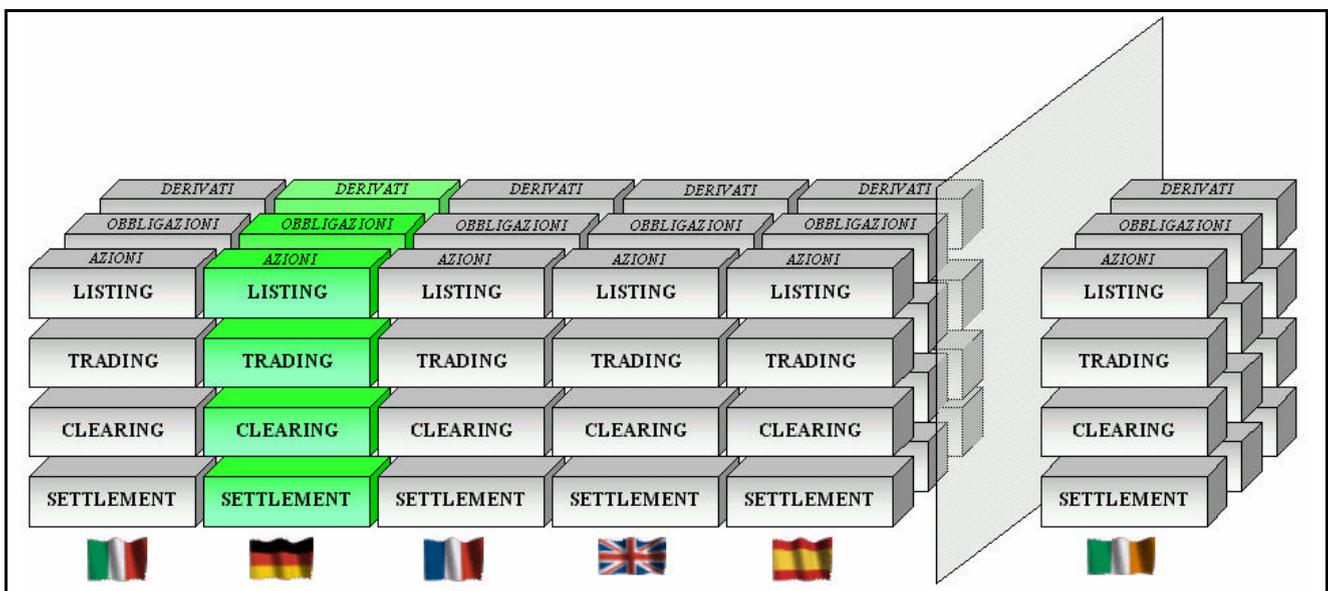


Figura 6: Integrazione verticale su più mercati

3.5 Probabilità di realizzazione delle diverse forme di integrazione

Le soluzioni proposte, in termini di integrazione dei mercati, già rappresentano il risultato di un processo di selezione volto a focalizzare l'attenzione sulle forme di integrazione che più probabilmente potrebbero trovare realizzazione nel mercato mobiliare europeo.

Non sono state quindi considerate soluzioni che prevedono livelli di integrazione improbabili, come ad esempio l'ipotesi di un'integrazione contemporaneamente orizzontale e verticale. Il risultato, rappresentato da un monopolio sull'intera attività dei mercati mobiliari, comporterebbe l'affidamento ad un unico soggetto della gestione di tutti i processi produttivi di borsa per ogni strumento quotato in Europa. Motivazioni di carattere economiche, politiche, e di vigilanza interromperebbero il processo di integrazione, qualora assuma questa direzione, prima della completa realizzazione.

Non sono state considerate neanche soluzioni riconducibili all'abbinamento di una o più delle formule integrative proposte. Si pensi ad integrazioni orizzontali che riguardano più fasi del processo produttivo e che vedrebbero una gestione del listing e del trading su un mercato, ad esempio azionario, a livello europeo, o ancora a soggetti che attuano un'integrazione verticale su diversi ambiti nazionali, ma operando in mercati diversi per ogni nazione. Lo stesso soggetto gestisce quindi il mercato obbligazionario del paese A e contemporaneamente il mercato azionario del paese B, arrivando ad operare in tutti i paesi, senza attuare una integrazione orizzontale su un singolo mercato.

All'interno delle soluzioni proposte, è comunque possibile ragionare sulle diverse probabilità di realizzazione. Le considerazioni da effettuare tengono conto sia di valutazioni teoriche inerenti le diverse competenze richieste nei diversi momenti del ciclo produttivo di borsa, sia di valutazioni empiriche circa gli attuali assetti proprietari dei mercati mobiliari europei.

Da un punto di vista teorico, le integrazioni orizzontali sembrano avere minori difficoltà realizzative. Le competenze richieste nelle diverse fasi (listing, trading, clearing e settlement) presentano infatti differenze tali da scoraggiare progetti di integrazioni verticali, soprattutto quando l'integrazione dovrebbe abbinare attività di listing e trading con quelle di post-trading.

La possibilità di sfruttare il *know how* maturato in ambito locale per operare un'integrazione con altri mercati sulla medesima fase del ciclo produttivo, avvantaggiandosi, oltre che delle economie di scala, dei benefici derivanti dalla gestione di un mercato (unificato) più liquido, rende le forme di integrazione orizzontali di più facile realizzazione in quanto maggiormente appetibili.

La struttura attuale del mercato, ed in particolare un'analisi dei progetti di aggregazione passati e di quelli in corso¹⁵ tra i mercati, sembrano confermare la preferenza verso forme di integrazione orizzontali.

Le direzioni intraprese dai vari mercati mostrano sentieri evolutivi che da un lato orientano le borse verso un'integrazione orizzontale atta a coinvolgere sia le attività di listing sia quelle di trading¹⁶, e dall'altro evidenziano un livello di integrazione notevole nell'ambito del clearing.

¹⁵ I principali progetti di integrazione in atto sono riferibili ad Euronext, Eurex, Clearstream ed Euroclear.

¹⁶ La tendenza a coinvolgere nei progetti di integrazione sia il listing che il trading è riconducibile alla natura dei mercati coinvolti, prevalentemente mercati ufficiali, tradizionalmente coinvolti in entrambe le fasi. Non è escluso che i recenti processi di demutualizzazione delle borse possano portare a progetti di integrazione orizzontali che coinvolgano una fase soltanto della filiera produttiva.

4. I modelli di implementazione

Le modalità con le quali possono essere raggiunte le varie forme di integrazione del mercato europeo sono molteplici. In particolare risultano diversi i modelli di implementazione. Ogni forma di integrazione, sia essa orizzontale o verticale, può essere infatti realizzata mediante soluzioni organizzative e strategie aziendali che si differenziano per la natura del progetto d'integrazione (ispirato a logiche più cooperative o invece basato sulla competizione pura), per la presenza o meno di un unico soggetto giuridico di riferimento, e per la natura dei soggetti promotori dell'iniziativa (società di gestione del mercato, intermediari mobiliari, emittenti di valori mobiliari).

4.1 Le quotazioni multiple

Una prima modalità per realizzare un'integrazione dei mercati è data dalle quotazioni multiple. Questa modalità, contemplata in via ipotetica da parte della letteratura¹⁷, consiste nell'iniziativa dei soggetti emittenti di valori mobiliari di quotare i medesimi strumenti su diverse piazze finanziarie. Qualora il numero di emittenti che ricorre alle quotazioni multiple aumenti e qualora le quotazioni fossero replicate su tutti i mercati europei, verrebbe a crearsi di fatto un unico mercato.

La probabilità che tutti gli emittenti si quotino su tutti i mercati risulta ovviamente utopistica. I vantaggi di una ulteriore quotazione, valutabili in termini di maggiore liquidità acquisita dal singolo titolo e dalla possibilità di raccogliere risparmio in nuovi mercati, si scontrano infatti con i costi di una nuova quotazione (sia di carattere monetario collegati allo svolgimento dell'iter di quotazione, sia di carattere regolamentare, imposti dal rispetto di obblighi di vigilanza ulteriori e diversi).

A prescindere da valutazioni economiche, è logico attendersi che siano soprattutto le società di grandi dimensioni ad orientarsi verso i mercati internazionali e quindi ad applicare quotazioni multiple. Mentre quindi un mercato (di fatto) integrato dalla quotazione di tutti i titoli su tutti i mercati è destinato probabilmente a rimanere un'ipotesi accademica, un'integrazione che riguardi solo i titoli più rilevanti delle singole realtà nazionali (*blue chips*) potrebbe rivelarsi un modello di implementazione del mercato unico europeo di più probabile realizzazione.

La prospettiva che è quella di un mercato europeo ufficialmente frammentato in tante piazze finanziarie di rilevanza nazionale, ma che nel concreto, quotando in modo diffuso tutti i principali titoli europei, costituiscono un unico mercato. Lo sfruttamento di possibilità di arbitraggio garantirebbe l'omogeneità delle quotazioni, ed il confronto tra le condizioni offerte dai singoli mercati avvicinerrebbe i mercati anche dal punto di vista delle condizioni e dei servizi offerti. Riferimenti bibliografici per questa modalità di implementazione sono rintracciabili nei lavori Di Noia ed in alcune pubblicazioni Consob.

Questo modello di implementazione viene a creare un mercato a due velocità. Un mercato spesso, altamente liquido, rivolto indistintamente a tutti gli investitori europei, trova la sua articolazione in una pluralità di borse, che assumono la veste di referenti locali di un mercato concettualmente unificato. Un secondo livello si rivolge invece alle piccole/medie imprese, che operando in un ambito locale, quotano i propri titoli nelle borse nazionali. In questo secondo livello le borse continuano ad operare come entità concettualmente distinte.

La quotazione multipla presenta il non trascurabile vantaggio di non richiedere interventi normativi comunitari, e anche gli investimenti in nuove strutture ed in tecnologia risultano contenuti.

¹⁷ Si vedano Cavazzuti (2000) e Berlanda (1996).

Il modello presenta però diversi aspetti negativi. Il processo di integrazione, ricevendo l'impulso dal comportamento congiunto di una pluralità di emittenti dislocati in piazze finanziarie geograficamente e strutturalmente differenti, richiede un coordinamento tendenzialmente spontaneo tra gli emittenti, che è però difficilmente ipotizzabile. Questa considerazione, generalizzabile a tutti i modelli di implementazione che, nascendo dal basso, richiedono il coinvolgimento diretto di un gran numero di soggetti, svaluta molto le prospettive di realizzazione di forme di integrazione autogenerate.

Un altro aspetto negativo dell'implementazione tramite quotazioni multiple è dato dalle differenze tra le borse nei requisiti di listing, ed in generale negli obblighi derivanti dalla quotazione. La necessità di adeguare la propria struttura finanziaria per effettuare una nuova quotazione può scoraggiare l'iniziativa, ostacolando il processo naturale di integrazione dei mercati.

In definitiva l'eccessivo numero di ipotesi sottostanti la realizzazione del modello sconsiglia ulteriori considerazioni.

4.2 Le alleanze

L'implementazione di un mercato integrato a livello europeo tramite alleanze tra borse valori porta, come nel caso precedente, ad un'integrazione orizzontale. Un'ulteriore similitudine con il modello delle quotazioni multiple risiede nell'assenza della figura di un gestore unico e nel mantenimento quindi di una pluralità di borse valori abbinata ai singoli paesi.

Il modello delle alleanze prevede un'integrazione del mercato mediante accordi tra le singole borse, atti a ridurre le differenze strutturali, ma soprattutto, operative e regolamentari tra le diverse piazze finanziarie. L'ampliamento delle iniziative di coordinamento tra i vari mercati nazionali tenderebbe ad omogeneizzare le singole realtà nazionali e, al limite, alla definizione di uno standard comune per lo svolgimento delle singole fasi del processo produttivo di borsa.

L'abbattimento delle differenze tra le varie borse agevola inoltre le quotazioni multiple, sostenendo il processo di integrazione precedentemente esaminato. Gli incentivi che le società di gestione dei mercati possono dare al processo di integrazione possono però spingersi oltre, prevedendo, in ogni mercato, una quotazione d'ufficio dei titoli trattati sugli altri mercati alleati.

Qualora venisse completato il processo di armonizzazione della regolamentazione di borsa, soprattutto per la fase di listing, la quotazione in un mercato costituirebbe garanzia di idoneità alla quotazione in qualsiasi altro mercato associato. Nella sostanza infatti i singoli mercati, presentando regole e strutture armonizzate, risultano pressoché identici, pur mantenendo una propria autonomia giuridica.

Rispetto alla soluzione delle quotazioni multiple in questo caso l'iniziativa a scopo integrativo è avviata direttamente dai gestori dei mercati e quindi, riducendosi il numero di soggetti coinvolti, le prospettive di realizzazione migliorano.

Le minori difficoltà di realizzazione non sono però sufficienti a garantirne l'utilizzo. Infatti l'armonizzazione tra i mercati, pur costituendo il presupposto del modello, ne rappresenta anche il principale ostacolo realizzativo.

Un aumento dell'armonizzazione tra i mercati che ne esasperasse la comparabilità, avrebbe come effetto immediato un aumento della competizione tra i mercati stessi¹⁸. L'opportunità di sottrarre

¹⁸ Si veda Alemanni (2001).

volumi di negoziazione agli altri mercati, al fine di aumentare i propri, e con essi i propri margini di guadagno, porterebbe i mercati più capaci a prevalere su quelli meno attivi. Il rischio di cannibalizzazione tra le borse, ovvero la prospettiva di vedersi sottrarre la propria attività di negoziazione, costituendo un forte deterrente ad aderire a simili progetti di integrazione, ne mina inevitabilmente le prospettive di realizzazione.

4.3 I collegamenti in rete

La logica sottostante un'implementazione del mercato unico basata sui collegamenti in rete dei singoli mercati, focalizza l'attenzione non tanto sulla fase di listing, quanto invece sul momento del trading.

L'integrazione del mercato non viene infatti garantita da una replica delle quotazioni sui singoli mercati, sia essa spontanea o indotta dai gestori del mercato, quanto dalla connessione dei singoli mercati, attraverso collegamenti telematici, finalizzata a facilitare le transazioni internazionali.

Gli ordini di acquisto e di vendita degli strumenti esteri vengono quindi garantiti attraverso l'inoltro delle richieste sul mercato estero di riferimento. Tale operatività internazionale, finora lasciata all'iniziativa privata dei singoli intermediari mobiliari, viene in tal modo istituzionalizzata a livello di mercato.

Mentre le modalità di negoziazione, le strutture e l'assetto organizzativo dei singoli mercati rimangono immutati, cambia l'interfaccia con l'utente finale. L'investitore in valori mobiliari può infatti ancora investire nei titoli domestici, ma ha a disposizione anche la possibilità di investire negli strumenti quotati sugli altri mercati di borsa: tale possibilità è garantita appunto dai collegamenti in rete.

L'investitore ha quindi la sensazione di operare in un unico mercato. È forse il caso di sottolineare come nei modelli precedenti l'investitore operava, indipendentemente dalla nazionalità del titolo scelto, su un singolo mercato (quello domestico), dato che l'integrazione era raggiunta da una omogeneizzazione degli strumenti offerti per la negoziazione nelle varie piazze. L'obiettivo era quindi la creazione di un mercato unico attraverso la creazione di un'offerta standardizzata, erogata e gestita però attraverso una pluralità di mercati in cui il rapporto investitore-intermediario-mercato si chiudeva all'interno di una medesima borsa valori. L'implementazione di un mercato unico europeo attraverso dei collegamenti in rete, riesce invece a garantire il medesimo risultato evitando nel contempo la replica delle quotazioni. Se gli sforzi dei singoli emittenti per replicare le quotazioni e quelli dei mercati per la reciproca armonizzazione non sono più necessari, lo sono però quelli inerenti i collegamenti tra i vari mercati, riconducibili alla compatibilità delle strutture informatiche di borsa.

Il collegamento dei mercati può avvenire secondo due modelli di seguito descritti: lo *“spaghetti model”* ed il modello *“hub and spoke”*

4.3.1 Lo *“spaghetti model”*

Una prima modalità di collegamento tra borse che garantisce l'interazione tra tutti i partecipanti è definito in letteratura¹⁹ con il termine di *spaghetti model*.

¹⁹ Si veda Alemanni (2001).

L'interazione tra i vari soggetti è garantita attraverso un collegamento diretto di ogni partecipante con tutti gli altri. Ogni borsa deve quindi, per garantire l'operatività con tutte le borse del sistema, avere una posizione aperta presso ognuna delle borse estere.

Qualora il modello fosse applicato per realizzare un'integrazione orizzontale sul trading azionario, una richiesta di negoziazione su azioni inglesi, effettuata da un operatore italiano, richiederebbe quindi un collegamento tra la borsa di Milano e la borsa di Londra. La prima si preoccuperebbe di inoltrare l'ordine sulla piazza londinese, e quest'ultima dovrebbe inserire l'ordine sul mercato modificando, qualora questo trovi esecuzione, la posizione della borsa di Milano relativa all'operatività su Londra.

La caratteristica fondamentale del modello è il numero elevato di collegamenti e quindi di posizioni da gestire. Il modello, realizzando una relazione di tipo "n ad n", richiede infatti un numero pari ad $n*(n-1)$ collegamenti. Considerando un'integrazione tra 11 borse, quali potrebbero essere le borse ufficiali di un singolo mercato (azionario, obbligazionario, ecc.) dei paesi aderenti all'UME, ed escludendo quindi gli ATS e gli altri mercati non ufficiali, il numero di collegamenti richiesti è pari a 110. Un'integrazione che coinvolgesse un numero maggiore di paesi, comprendendo per ognuno di essi anche gli eventuali mercati non-ufficiali e che prospettasse un'integrazione anche tra diversi mercati, aggraverebbe notevolmente le difficoltà di gestione del sistema.

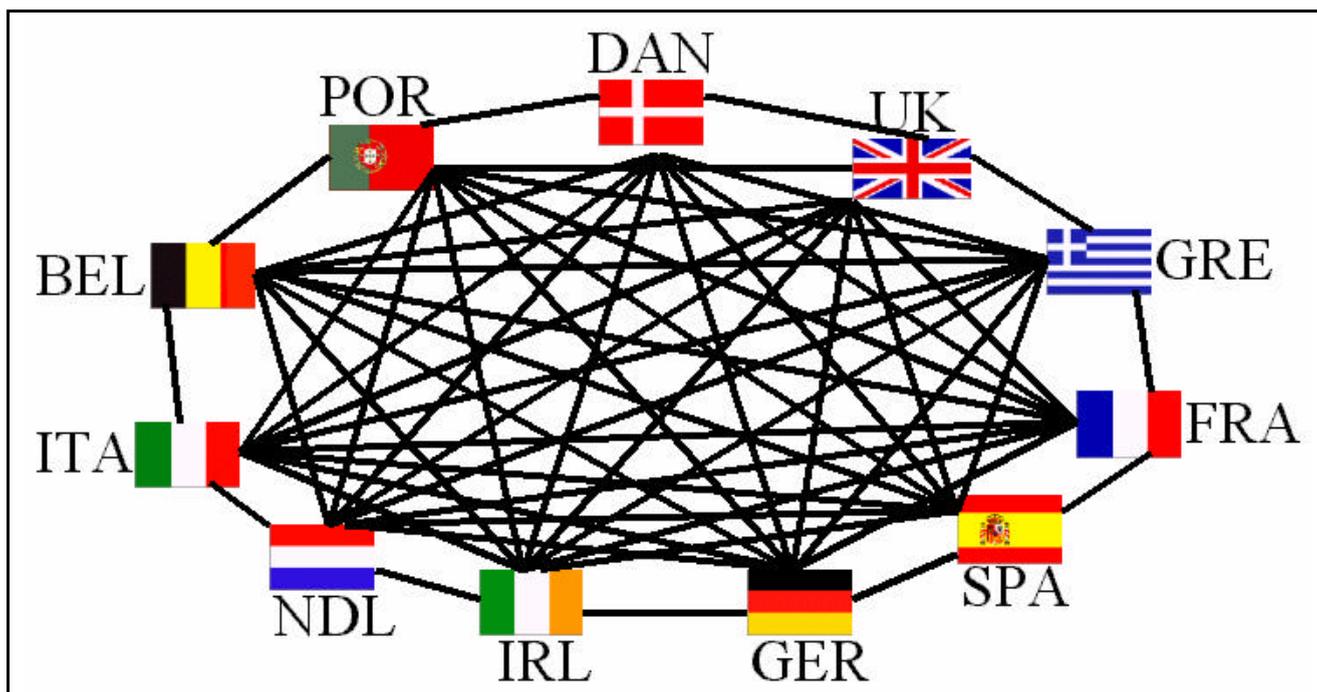


Figura 7: Lo "spaghetti model"

4.3.2 Il modello "hub and spoke"

Per mettere in contatto più soggetti una ulteriore modalità di gestione della comunicazione è la creazione di un'entità autonoma che si occupi della gestione delle informazioni, ricevendo i messaggi dagli emittenti e, una volta individuati, recapitandoli ai destinatari. La logica descritta è alla base del modello *hub and spoke*.

Con questo modello, l'integrazione dei mercati avviene mediante la creazione di un soggetto dedicato alla gestione della comunicazione tra i mercati. Riprendendo l'esempio dell'integrazione orizzontale sul trading azionario, l'ordine immesso nel mercato italiano avente ad oggetto una transazione su titoli inglesi, verrebbe inoltrato dalla borsa di Milano (*spoke*) all'entità centrale di

smistamento (*hub*) che provvederebbe ad inoltrarlo sulla borsa di Londra (*spoke*). L'eventuale esecuzione degli ordini darebbe luogo alla modifica delle posizioni che le due borse hanno con la centrale di smistamento.

Il vantaggio del modello risiede nel ristretto numero di rapporti rispetto al caso precedente, nella fattispecie pari ad n (numero dei partecipanti). Ogni borsa infatti ha come controparte diretta solamente l'*hub*, che provvede anche ad effettuare il *netting* tra le diverse posizioni che una borsa può avere con i diversi mercati²⁰.

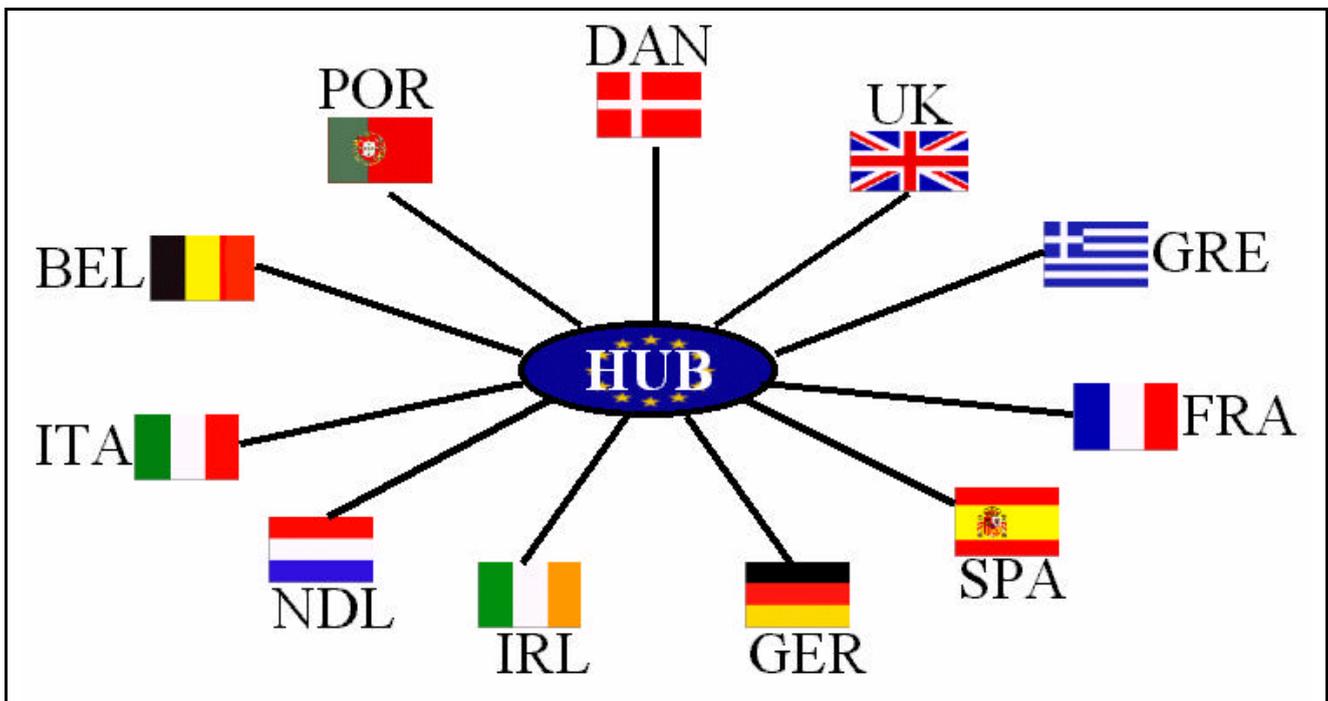


Figura 8: Il modello "hub and spoke"

Il modello dell'*hub and spoke*, pur costituendo una modalità di implementazione valida dal punto di vista teorico-organizzativo, non è privo di inconvenienti.

Anzitutto il modello funziona in misura ottimale quando è abbinato ad una integrazione verticale del mercato. Un mercato che applicasse una gestione integrata solo nella fase di trading, comporterebbe problemi notevoli nella parte del post-trading rimasta frammentata.

Il modello dell'*hub and spoke*, accentrando su di sé l'attività di collegamento tra i mercati, implica un elevato rischio di funzionamento del sistema. Qualora infatti la controparte centrale (*hub*) si bloccasse, si verificherebbe un blocco dell'intero sistema degli scambi internazionali.

Come tutti i modelli che prevedono un soggetto unico a livello europeo, anche se in questo caso con un ruolo solamente di coordinamento, anche questo modello solleva problematiche di carattere regolamentare. In particolare ci si chiede quale debba essere l'autorità di vigilanza del mercato preposta al controllo sull'*hub*. Se infatti l'integrazione europea dei mercati dovesse avvenire in un contesto come quello attuale, caratterizzato da una gestione decentrata della vigilanza, l'assenza di una figura in ambito comunitario dedicata alla gestione dei mercati, costituirebbe un problema alla realizzabilità del modello.

²⁰ Nel caso dello *spaghetti model* ogni borsa, qualora avesse presentato situazioni di segno opposto con diverse controparti estere, avrebbe dovuto regolarle separatamente. Nel caso del modello *hub and spoke* invece, la presenza di un'unica controparte, garantisce una gestione basata sui saldi di diverse posizioni, che è stata definita con il termine di *netting*.

Fattori riguardanti i comportamenti dei singoli portatori di interesse ai processi di integrazione dei mercati, sono analizzati separatamente nel prosieguo del presente lavoro. Vale però la pena accennare alle problematiche di disegnare un modello di hub basato sulle tecnologie dei mercati più avanzati, mettendo le altre borse nella condizione di sfruttare i vantaggi del *free-riding*. È molto probabile infatti che i mercati più all'avanguardia dal punto di vista tecnologico non siano disposti a condividere il frutto dei loro investimenti in tecnologia con soggetti meno evoluti.

4.4 Le fusioni tra mercati

La possibilità di pervenire ad un mercato integrato a livello europeo attraverso un unico soggetto giuridico che si occupi di una o più fasi dell'intermediazione mobiliare, può sembrare la soluzione più logica. Un'integrazione così forte può essere raggiunta mediante processi di fusione tra singole borse valori. Aggregazioni successive avvicineranno progressivamente ad un mercato unico.

I modelli d'implementazione basati sulle fusioni, ed in generale su operazioni di finanza straordinaria, sono strettamente legati ai processi di demutualizzazione delle borse. Mercati direttamente gestiti da soggetti pubblici, o comunque non organizzati secondo i modelli societari di diritto privato, trovano infatti notevoli difficoltà, sia concettuali sia di ordine pratico, nell'attuare progetti di fusione con altri organismi, soprattutto se di diritto estero.

Il modello ipotizza una prima fusione tra un numero ristretto di mercati, che per semplicità di ragionamento possono essere immaginati pari a due. I due mercati nell'ambito del processo di fusione, conferiscono le proprie strutture e le proprie organizzazioni nella nuova società, ricevendo in cambio un numero di azioni proporzionalmente commisurato. Successivamente tramite ulteriori processi di finanza straordinaria, altre borse valori sono incorporate²¹. Iterando il processo aggregativo, si ottiene come risultato un'unica società di gestione di un mercato integrato (orizzontalmente o verticalmente) a livello europeo.

Un mercato unico, in cui le singole piazze finanziarie rappresentano dei punti di accesso ad un sistema integrato, presenta il notevole vantaggio di ridurre le problematiche legate al coordinamento di una pluralità di soggetti, e di garantire una visione europea del mercato.

Dal punto di vista regolamentare le problematiche sono invece molto articolate e ruotano intorno all'individuazione di un soggetto preposto alla vigilanza del mercato.

L'individuazione del soggetto preposto ad effettuare il controllo del mercato è il principale ostacolo, non solo al completamento, ma anche all'avvio del processo di integrazione. Come i tentativi delle borse europee degli ultimi anni hanno dimostrato²², i processi di fusione tra due mercati vedono nell'individuazione dell'autorità di vigilanza la principale difficoltà. La perdita del controllo sul proprio mercato per entrare con una quota di minoranza in un altro mercato, rappresenta un deterrente per i mercati più piccoli ad aderire al progetto del mercato unico.

Argomentazioni interessanti, portate avanti da parte della letteratura²³, sostengono però che i mercati minori possono vedere nei processi di fusione non solo dei pericoli, ma anche delle opportunità, legate all'aumento della liquidità del mercato stesso. La convenienza per le borse

²¹ È probabile che dopo la fusione iniziale il processo di aggregazione sia tale da inglobare le strutture e le organizzazioni delle nuove borse, mantenendo però il medesimo soggetto giuridico. Il processo di integrazione dovrebbe avvenire mediante aumenti di capitale sottoscritti dalla proprietà del mercato entrante, che conferisce le strutture e le organizzazioni del mercato, ricevendo in cambio una partecipazione azionaria.

²² Si veda il progetto di fusione tra la Deutsche boerse e la LSE, denominato i-X e naufragato per il mancato accordo sul soggetto che avrebbe vigilato sul mercato.

²³ Si veda Di Noia (1999).

minori sarebbe tale da suggerire un'integrazione da attuare, anche unilateralmente, mediante delle fusioni implicite.

4.4.1 Le fusioni implicite

Una fusione implicita si realizza quando due mercati decidono di quotare reciprocamente uno le azioni dell'altro, ammettendo nel contempo i medesimi intermediari, ai quali è garantito un accesso remoto (Di Noia 1999).

Nella versione unilaterale, un mercato decide di fondersi implicitamente con un altro quotando gli stessi strumenti ed ammettendo gli stessi intermediari, facendo venir meno il vincolo di reciprocità della versione bilaterale.

Il termine fusione è utilizzato in quanto i risultati, dal punto di vista delle negoziazioni, sono i medesimi che si otterrebbero da una fusione vera e propria dei due mercati. Con una fusione implicita infatti viene a crearsi un'unica area di scambio, in cui i medesimi intermediari, direttamente o tramite collegamento remoto, interagiscono fra loro.

Le fusioni implicite, pur molto simili ad alleanze, si distinguono da queste per la condivisione, oltre che degli strumenti, anche degli intermediari i quali si trovano di fatto ad operare sul medesimo mercato.

Nell'ottica di un mercato unificato, i mercati di dimensioni minori possono vedere in una fusione implicita una modalità di integrazione, anche unilaterale, che può costituire l'alternativa ad un impoverimento degli scambi e delle quotazioni. Sia gli emittenti che gli investitori, attratti dai maggiori volumi e dalla liquidità dei mercati più grandi, possono decidere di abbandonare il mercato locale, decretandone il fallimento.

Le fusioni implicite, presentando i vantaggi dei processi di fusione (mercato più spesso e maggiore liquidità) ed aggirandone al tempo stesso le problematiche legate alla privazione del controllo diretto sul proprio mercato, costituiscono comunque una modalità di implementazione del mercato unico, anche se bisogna considerare che tale modello sconta la fragilità intrinseca ad un sistema formalmente ed ufficialmente ancora frammentato.

4.5 Le acquisizioni ostili

Un'ultima modalità per implementare un mercato unico integrato a livello europeo è data dalle acquisizioni ostili. Presupponendo una struttura dei mercati come imprese con azionariato diffuso, l'integrazione avviene ad opera di un singolo soggetto che, partendo dal possesso di un singolo mercato, attraverso operazioni di finanza straordinaria (scalate societarie, OPA, ecc.) acquisisce il controllo di altri mercati, nella prospettiva di una progressiva integrazione tecnologica, organizzativa ed eventualmente giuridica.

La fattispecie realizzativa, che può sembrare destinata a rimanere un caso accademico difficilmente realizzabile, è stata invece presa in considerazione ricordando i tentativi di integrazione effettuati in passato sul mercato. Il riferimento è al tentativo di acquisizione ostile messo in atto da OM, società svedese di informatica specializzata nei sistemi di borsa e già proprietaria della borsa di Stoccolma, nei confronti della borsa di Londra (LSE). Anche se il tentativo non è andato a buon fine, è stato sufficiente a dimostrare la possibilità e l'interesse di avviare integrazioni (in questo caso orizzontali) del mercato attraverso procedimenti finalizzati all'acquisizione ostile del controllo di un mercato.

Tali processi d'integrazione legano le loro possibilità di realizzazione alla diffusione dell'autoquotazione²⁴, ovvero della quotazione delle azioni rappresentative di una quota parte del capitale della società di gestione del mercato sul mercato stesso²⁵. La diffusione delle azioni su una pluralità di soggetti costituisce infatti un presupposto all'attuazione di un'acquisizione ostile.

5. Il ruolo ed il comportamento dei vari portatori di interessi

Nell'analisi dei processi di fusione tra i mercati mobiliari europei, ed in particolare nello studio delle diverse modalità di implementazione di un mercato unico, il ruolo ed il comportamento dei vari portatori di interessi assumono notevole importanza. La valutazione dei vantaggi derivanti dal processo di integrazione può indurre un soggetto ad avviare o meno il processo di integrazione, ed inoltre la preferenza per un modello di implementazione piuttosto che un altro può condizionare fortemente il percorso evolutivo dei mercati.

La formazione di un mercato mobiliare europeo integrato passa dunque attraverso le scelte di una serie di soggetti, definiti come portatori di interesse²⁶, che sono riconducibili alle società di gestione del mercato, agli intermediari mobiliari attivi sui mercati stessi, agli emittenti di valori mobiliari ed agli investitori. A questi attori del mercato vanno inoltre affiancati i fornitori di tecnologia. Il passaggio verso forme di negoziazione telematiche ed in generale la rilevanza crescente della tecnologia nei mercati di borsa, ha fatto delle software house e delle case produttrici di hardware una presenza attiva nelle vicende evolutive del mercato.

Gli interessi dei vari portatori di interesse sono a volte contrastanti. Da una determinata categoria di soggetti, un processo di integrazione può trovare forza e realizzazione, così come da altri *stakeholder*, le spinte possono essere opposte e portare a rallentamenti e frizioni.

La possibilità che si realizzi un'effettiva integrazione del mercato, e soprattutto le modalità con le quali questa verrebbe a concretizzarsi, sono quindi il risultato dell'interazione tra una pluralità di soggetti. L'analisi di questi comportamenti, e soprattutto delle modalità con le quali i comportamenti di un soggetto tendono a condizionare le scelte degli altri portatori di interesse, sono un tema di particolare interesse, interpretabile, come ha fatto parte della letteratura²⁷, nell'ambito della teoria dei giochi.

Attraverso un'analisi dei comportamenti dei diversi soggetti coinvolti, più o meno direttamente, in un processo di integrazione, si cerca quindi di valutare le prospettive dei vari modelli di implementazione, valutandoli in termini di equilibri e stabilità tra i diversi interessi.

5.1 Le società di gestione

Molti dei modelli di integrazione precedentemente esposti coinvolgono direttamente le società di gestione del mercato. L'interazione tra i soggetti che gestiscono le diverse realtà borsistiche nazionali è infatti inevitabile nell'ambito di un processo di integrazione. Considerando che in alcuni casi la società di gestione modifica radicalmente il suo rapporto con il mercato, arrivando a

²⁴ Si veda Alemanni (1999).

²⁵ I primi casi di autoquotazione sono stati quelle delle borse di Stoccolma, Sidney. Il processo di demutualizzazione delle borse europee ha creato però le premesse per ulteriori casi di *autolisting*.

²⁶ Il concetto è quello che nella letteratura anglosassone è espresso con il termine di "*stakeholder*", ovvero di un soggetto che direttamente o indirettamente è interessato all'evoluzione di un fenomeno, generalmente riguardante la vita di un'impresa.

²⁷ Si veda Di Noia (1999).

rinunciare alla propria autonomia ed alla propria identità, si comprende come l'avvio o l'adesione a progetti di integrazione sollevano problematiche da considerare con particolare attenzione.

L'atteggiamento tenuto nel caso di un'integrazione mediante quotazioni multiple, non può che vedere il favore delle società di gestione. Un aumento dei titoli quotati non può infatti che rappresentare un aspetto positivo per un singolo mercato. Nel complesso poi lo sforzo dell'integrazione, ricadendo sui soggetti emittenti, solleva le società di gestione dai problemi dell'integrazione, riservando loro un ruolo passivo.

Nel caso delle modalità di integrazione a sfondo cooperativo (alleanze e collegamenti in rete), le valutazioni effettuate da una società di gestione del mercato possono essere diverse e contrastanti. Da un lato infatti la società di gestione, aderendo al progetto di integrazione beneficiano di un mercato più spesso e più liquido, dall'altro lato l'aumento della concorrenza tra i mercati può implicare, per i mercati meno efficienti, una riduzione della propria attività, dovuta dallo spostamento delle negoziazioni dai titoli domestici ai titoli esteri. In questo caso quindi il comportamento delle società di gestione dei mercati dipende dalla natura stessa del mercato e dalle prospettive che la concorrenza tra i mercati potrà avere sulla borsa nazionale.

Nel caso in cui l'integrazione tra mercati avviene mediante processi di fusione, la società di gestione deve valutare, da un lato, la possibilità di aderire, valutando il peso relativo che verrebbe loro assicurato in termini di azioni del nuovo mercato, e dall'altro la possibilità di ostacolare l'integrazione rimanendone fuori. La praticabilità di questa seconda alternativa, dipende molto dall'avanzamento raggiunto dal processo di integrazione. Qualora la gran parte dei mercati avesse già aderito, il rischio di rimanere fuori dall'integrazione sarebbe quello di assistere ad un de-listing dal proprio mercato, e ad una successiva migrazione dei titoli verso il mercato maggiore. Il "potere contrattuale" del mercato che cerca l'integrazione tende infatti ad aumentare con il crescere del numero (e della rilevanza) delle adesioni.

Processi di integrazione più aggressivi, attuati mediante acquisizioni ostili, non possono invece che trovare la resistenza delle società di gestione oggetto di scalata societaria.

5.2 Gli intermediari

Il discorso per gli intermediari va diversificato in funzione della dimensione e del ruolo che l'intermediario ha nella gestione del mercato.

Come affermato da Di Noia²⁸, i mercati in cui le società di gestione sono controllate da intermediari di dimensioni maggiori, i processi di integrazione possono essere facilitati. Tale considerazione nasce da valutazioni di carattere sia economico che di mercato.

Spesso gli intermediari dalle dimensioni più ridotte tendono a negoziare quasi esclusivamente titoli domestici, lasciando agli intermediari più grandi l'attività transfrontaliera. Un mercato gestito da intermediari di piccole dimensioni non avendo quindi interesse ad attuare delle integrazioni, tende, se non ad ostacolare, comunque a non aderire a progetti integrativi.

Nell'ipotesi in cui la società di gestione del mercato è controllata da intermediari di dimensioni maggiori, ed in generale da soggetti attivi nell'attività transfrontaliera, i processi di integrazione sono invece agevolati. Se è vero infatti che integrando i mercati, gli intermediari attivi nelle operazioni su titoli esteri perdono parte della propria attività di intermediazione (e parte dei

²⁸ C. Di Noia "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", quaderno di finanza Consob n°32, Maggio 1999

guadagni), è vero anche che aumentano i guadagni della società di gestione, grazie all'incremento dell'attività sul mercato ormai integrato. Quindi, qualora la gestione del mercato di borsa fosse controllata da intermediari attivi sui mercati internazionali, e qualora i mancati guadagni derivanti dall'integrazione dei mercati, o meglio dalla perdita delle negoziazioni *cross-border*, venissero più che compensati da quelli provenienti dalla gestione della *exchange industry*²⁹, questi troverebbero convenienza ad attuare dei processi di integrazione. Si noti poi come in questo caso, i mancati guadagni dalle negoziazioni sono dei costi sostenuti da tutti gli intermediari impegnati nell'attività transfrontaliera, mentre dei guadagni derivanti dalla gestione del mercato ne beneficiano solo gli intermediari partecipanti alla società di gestione.

Il fatto che le società di gestione possono essere partecipate da intermediari mobiliari rileva anche nel caso di integrazioni per fusioni societarie. Eventuali partecipazioni azionarie dello stesso intermediario in due o più mercati vengono infatti valorizzate in un processo di fusione: ciò non può che incrementare la propensione dell'intermediario ad integrare i mercati partecipati.

5.3 Gli emittenti di strumenti finanziari

Il ruolo svolto dagli emittenti di strumenti finanziari, pur non essendo spesso al centro dei modelli di implementazione, è comunque rilevante.

Nel complesso gli emittenti traggono dai processi di integrazione prevalentemente vantaggi, entrando in un mercato più liquido, che permette loro di raccogliere mezzi finanziari presso un maggior numero di soggetti. Il loro comportamento è quindi sicuramente favorevole alla formazione di un mercato unico.

Dato inoltre che gli emittenti possono scegliere liberamente il mercato dove quotarsi, essi, decidendo di migrare dal proprio mercato verso mercati più integrati, incentivano con il loro comportamento i processi di integrazione.

5.4 Gli investitori

Gli investitori, pur rientrando tra i portatori di interesse, non hanno la possibilità di influenzare in maniera rilevante i processi di integrazione dei mercati. Da questi però traggono vantaggi in termini di ampliamento della gamma degli strumenti a disposizione per gli investimenti, facilitando l'attuazione di strategie di diversificazione del portafoglio, e dalla riduzione di costi per le operazioni *cross-border*.

5.5 I fornitori di tecnologia

Alla luce del passaggio di molti mercati alla negoziazione telematica, e considerata l'incidenza dei costi per infrastrutture informatiche per i mercati di borsa, si può intuire, come fanno Tsetsekos e Varangis, il peso del ruolo assunto di recente dai fornitori di tecnologia.

Un mercato che lega le proprie prestazioni sempre più alle proprie strutture hardware e software, rischia una sorta di dipendenza dai fornitori della tecnologia. L'integrazione tra mercati si traduce spesso in integrazioni tra piattaforme tecnologiche, l'integrazione stessa dipende quindi anche dai fornitori di tecnologia.

²⁹ Il termine di *exchange industry* è diffusamente utilizzato per identificare le borse valori nella loro accezione di imprese erogatrici di servizi d'intermediazione.

Inoltre, il caso di una società di informatica che raggiunga il controllo di una società di gestione del mercato non è più ormai solo un'ipotesi teorica. OM, società svedese specializzata nella fornitura di infrastrutture informatiche per l'attività di borsa, controlla infatti la borsa di Stoccolma, ed ha inoltre tentato una scalata ostile nei confronti della borsa di Londra.

Da un lato come fornitori di tecnologia in quanto tali, e dall'altro come proprietari delle società di gestione, le software house hanno quindi diversi interessi nell'ambito di progetti di fusione dei mercati.

5.6 Le sovrapposizioni dei ruoli

I comportamenti descritti sono stati considerati in una visione statica dei rapporti di borsa, considerando i soggetti presi singolarmente. In realtà il coinvolgimento contemporaneo di tutti i soggetti, e soprattutto le interrelazioni tra soggetti, inducono i diversi attori del mercato ad una serie di azioni e reazioni tale da non permettere a priori l'individuazione di un percorso evolutivo univocamente determinato.

Come è già emerso inoltre, i singoli ruoli (società di gestione, intermediario, emittente, investitore, ecc.) possono essere interpretati contemporaneamente da un medesimo soggetto. Si pensi all'intermediario che partecipa al capitale sociale di una società di gestione, alla società di gestione che quota le proprie azioni sul mercato stesso, o ancora al fornitore di tecnologia che gestisce il mercato nel quale è egli stesso quotato.

Le sovrapposizioni possibili sono molte, ed ognuna di esse tende ad influenzare il comportamento previsto per le diverse figure singolarmente considerate. Inoltre un'analisi completa delle relazioni tra i portatori d'interesse finalizzata alla comprensione del quadro evolutivo dovrebbe tener conto dell'aspetto regolamentare, ed in particolare del comportamento degli organi di vigilanza: compito che esula dalle finalità del presente lavoro.

6. Problematiche dell'integrazione: aspetti sistemici ed operativi

L'integrazione dei vari mercati europei verso la formazione di un unico mercato continentale, comporta non poche problematiche di ordine economico, regolamentare ed organizzativo, alcune delle quali si pongono come interrogativi, mentre altre rappresentano dei veri e propri ostacoli.

È quindi il caso di porre attenzione ad alcune delle principali questioni di natura macro e microeconomica.

6.1 Integrazione e rischi di comportamenti monopolistici

Nella prima parte del presente lavoro si sono evidenziate le possibili forme d'integrazione e le modalità di implementazione di un mercato unico a livello europeo, senza esprimere dei giudizi di merito circa l'auspicabilità di un tale processo evolutivo.

Dal punto di vista macroeconomico si è osservato come un mercato integrato comporta un auspicabile aumento della liquidità del mercato stesso e come gli emittenti di strumenti mobiliari, operando in un mercato transnazionale hanno l'opportunità di raccogliere risorse finanziarie in un ambito territoriale di dimensioni maggiori. Un mercato che completasse l'integrazione, rappresenterebbe però una situazione di monopolio. Il rischio quindi è che vengano messi in atto comportamenti monopolistici che vadano ad inficiare l'efficienza economica del mercato stesso.

Proprio nella liquidità e nella diffusione dei punti d'ingresso al mercato risiedono le principali armi di difesa del mercato. Come in tutte le attività basate sulle reti infatti, la disponibilità di un gran numero di contatti e gli ingenti costi per replicare la struttura del mercato, rappresentano una barriera all'entrata tale da assicurare margini di guadagno altrimenti non ottenibili.

Strettamente legate alle problematiche dei mercati monopolistici sono inoltre le questioni circa la tutela dell'investitore ed in genere circa il livello di regolamentazione da imporre al mercato.

6.2 La regolamentazione europea in materia di mercati mobiliari ed il “*wise men group*”

Il tema della regolamentazione dei mercati, ed in particolare l'assenza di una normativa di riferimento a livello europeo, è un tema già emerso nel corso del presente lavoro.

La formazione di un mercato unico creerebbe non poche difficoltà in tema di vigilanza dei mercati. Attualmente infatti l'attività di vigilanza è svolta in maniera decentrata a livello dei singoli paesi. I progetti in atto a livello comunitario per rivedere la regolamentazione in materia di mercati finanziari, pur presenti, prevedono però iter complessi e tempi di realizzazione non brevi.

Nel marzo 2000 è stato presentato al Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea il Financial service action plan (FSAP), in base al quale è stato costituito un gruppo di saggi (*wise men group*) il cui mandato è di valutare le attuali condizioni di funzionamento e di applicazione della regolamentazione sui sistemi mobiliari in Europa; valutare come riorganizzare il sistema regolamentare e livello di Unione Europea; proporre modalità operative adatte a eliminare gli attuali ostacoli e barriere alla convergenza e alla cooperazione tra regolamentatori nazionali e europei³⁰.

Il progetto di revisione legato al *wise men group* dovrebbe prevedere una piena erogazione dei contenuti legislativi al più tardi entro il 2005. Il rischio è quindi che il processo di integrazione subisca dei rallentamenti dovuti ad incertezze di carattere regolamentare, o comunque che i tempi di realizzazione dell'integrazione mobiliare europea creino una frattura tra la situazione del mercato ed il quadro di riferimento previsto dalla vigilanza.

6.3 Diversità strutturali ed organizzative delle diverse borse europee

Aspetti che potrebbero influire sui processi di integrazione riguardano anche le differenze strutturali ed organizzative delle borse valori europee.

Un primo fattore di diversità è la natura prevalente degli intermediari. L'integrazione tra mercati è resa infatti meno agevole se un mercato è basato su broker, mentre un altro è presidiato da market maker: le diverse modalità con le quali si formano i prezzi sono infatti diverse.

Un secondo elemento di scarsa compatibilità tra mercati è invece dato dalla modalità di quotazione (alle grida o telematica). La necessità di passare da un mercato “gridato” ad uno telematico può infatti rappresentare un cambiamento eccessivo, che ostacola l'integrazione.

Il problema inoltre potrebbe provenire anche dai mercati telematici. Questi infatti, nell'ambito di un processo di integrazione sono chiamati a condividere la propria tecnologia con soggetti meno

³⁰ In riferimento al lavoro del wise men group si veda Alemanni in “Riorganizzazione di mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull'attività di vigilanza” Newfin, Milano 2001.

evoluti. La condivisione di benefici provenienti da investimenti unilaterali precedenti costituisce un forte deterrente all'integrazione.

Discorso analogo può poi essere fatto in termini di liquidità del mercato. Non c'è infatti motivo per cui un mercato più liquido dovrebbe integrarsi in una situazione paritaria con uno meno liquido.

7. Le tendenze in atto nel mercato mobiliare europeo

Completate le valutazioni teoriche, è utile verificare quali siano le tendenze in atto sui mercati. Il processo integrativo è comunque nella sua fase iniziale ed è quindi probabile che i progetti a scopo integrativo finora tentati e quelli in corso assumano una valenza sperimentale.

Un'osservazione del complesso dei progetti integrativi in corso mostra due opposte tendenze di fondo. Da un lato si nota la tendenza ad una specializzazione funzionale, che contribuisce ad accentuare le differenze tra le varie fasi del processo produttivo di borsa, contemporaneamente però cresce l'interesse verso forme integrative orizzontali, soprattutto nei momenti del trading e del clearing.

Lo sviluppo degli ATS, come Tradepoint, Jiway, Nasdaq Europe e Easdaq, rientra nella tendenza alla specializzazione nel trading, mentre Euroclear e Clearstream rappresentano due realtà europee integrate orizzontalmente nel post-trading.

I fenomeni più interessanti sono però quelli che si hanno nelle integrazioni orizzontali sul trading, ed in particolare Euronext. Il progetto si basa sulla fusione delle borse valori di Parigi, Amsterdam e Bruxelles, alle quali si sono poi legate anche la borsa di Lisbona e la borsa di Londra. La modalità di implementazione effettiva è esplicitamente dichiarata come fusione tra i mercati, anche se per il momento, il coordinamento tra le varie strutture è più simile ad un'alleanza tra mercati.

Rilevante, soprattutto per il soggetto promotore, è il progetto Virt-X di Deutsche Boerse. L'approccio, diametralmente opposto a quello di Euronext, si basa su un'integrazione sia verticale che orizzontale del mercato tedesco. Esso comprende infatti sia il mercato azionario che l'obbligazionario, ed ha effettuato un'integrazione anche per il clearing ed il settlement. Forte di una piattaforma informatica comune, rappresenta un'iniziativa sicuramente interessante.

Fallimentari si sono invece rilevati finora i tentativi di integrazione ostili come testimoniato dal tentativo di scalata di OM sulla borsa di Londra (già citato più volte).

Alcune novità vengono infine dalla regolamentazione, con i primi risultati del *wise men group*, rivolti ad una riduzione delle diversità regolamentari fra i paesi dell'unione. Dal 2004 verrà introdotta una nuova forma societaria, la società europea, che affiancherà le forme societarie previste dai vari ordinamenti, e dal 2005 anche i principi contabili utilizzati dai membri dell'UE saranno armonizzati.

Il mercato mostra quindi un vivo interesse per i processi di integrazione a livello comunitario, interesse dimostrato recentemente anche dal presidente della Consob Spaventa nel discorso pronunciato nell'ambito dell'incontro annuale con il mercato finanziario³¹.

³¹ L'incontro al quale si fa riferimento è quello avvenuto l'8 Aprile 2002 a Milano presso la sede della Borsa italiana Spa a Palazzo Mezzanotte.

Conclusioni

Attraverso un'analisi della letteratura in materia di integrazione tra mercati, si è cercato di delineare un quadro delle evoluzioni teoricamente possibili del mercato europeo. Descritte le fasi del processo produttivo di borsa nelle sue componenti fondamentali (listing, trading, clearing e settlement), si è ripreso il concetto di integrazione del mercato, adattandolo al caso del mercato mobiliare europeo. Delineate le possibili forme di integrazione ci si è concentrati sulle modalità di implementazione del mercato unico, identificando nelle quotazioni multiple, nelle alleanze, nei collegamenti in rete, nelle fusioni e nelle acquisizioni ostili le possibilità teoricamente disponibili. La rilevanza dei comportamenti dei diversi portatori di interesse (*stakeholder*) ha suggerito un esame, se pur essenziale, dei comportamenti individuali. Considerate le implicazioni macroeconomiche e microeconomiche di un progetto di integrazione dei mercati, si è accennato alle tendenze attualmente in atto sul mercato.

Il presente lavoro costituisce il punto di partenza per identificare un tema specifico, sul quale effettuare un lavoro di ricerca strutturato ed approfondito.

La *review* effettuata della letteratura ha consentito comunque di definire dei punti di riferimento utili. Anzitutto l'articolazione del concetto di integrazione, nella sua versione orizzontale e nell'accezione verticale, offre diverse soluzioni integrative. Definita una specifica forma integrativa si è verificato come siano diverse le modalità di implementazione, ovvero come i percorsi evolutivi che permettono di giungere al medesimo risultato siano diversi e basati su logiche altrettanto differenti.

Dalla valutazione di alcuni aspetti macroeconomici, microeconomici e regolamentari si sono comprese le possibili conseguenze che un processo di integrazione implicherebbe. In particolare le implicazioni di vigilanza ed il rischio di comportamenti monopolistici ridimensionano non poco le prospettive della formazione, nel breve termine, di un mercato mobiliare unico.

Spunti di ricerca interessanti riguardano le prospettive dei mercati nazionali, ed in particolare della Borsa Italiana Spa, nell'ambito dei processi di integrazione. In particolare sarebbe interessante valutare il comportamento e le strategie che la società di gestione del mercato italiano potrebbe attuare nelle diverse ipotesi di realizzazione dell'integrazione.

Il fenomeno degli ATS (automated trading system) mostra anch'esso aspetti interessanti. Studiarne le motivazioni alla base della diffusione e valutarne le relazioni con i mercati ufficiali potrebbe rappresentare un ulteriore percorso di studio.

Il processo di integrazione dei mercati, mostrando forte interesse non solo in letteratura ma anche e soprattutto da parte delle società di gestione dei mercati, potrebbe poi, nel suo processo evolutivo, evidenziare nuovi, ulteriori e proficui filoni di ricerca.

Bibliografia

- Alemanni B., “Riorganizzazione dei mercati di capitali, impatto sugli intermediari e implicazioni sull’attività di vigilanza” Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Milano, 2001
- 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
- Cavazzuti F., “La Consob e i problemi spostati dalla internazionalizzazione dei mercati borsistici”, Istituto di studi e di analisi economica (ISAE), Novembre 2000
- Commissione Europea, “Commission decision of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee”, 2001
- Crocket A. “Market discipline and financial stability”, Bank of international settlement (BIS), Maggio 2001
- Danthine J. Giavazzi F., Van Thadden E., “European financial markets after the EMU: a first assessment”, CEPR discussion paper n.2413, 2000
- 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
- Economides N., “The economics of networks”, International journal of industrial organization, 1995
- Euronext panel discussion, “The future of European stock exchanges”, 2002
- 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
- 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
- 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
- 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
- Spaventa L.- CONSOB, “Incontro annuale con il mercato finanziario”, Milano, 8 Aprile 2002
- Tsetsekos G., Varangis P., “The structure of derivatives exchanges: lessons from developed and emerging markets”, World Bank, Dicembre 1997