

CREAZIONE DI VALORE E ACCESSO AI SERVIZI DELL'*EXCHANGE* INDUSTRY: IMPLICAZIONI PER LA *GOVERNANCE* DELLE SOCIETA' DI GESTIONE QUOTATE

Josanco Floreani*

Abstract

Il tradizionale approccio ai problemi della *governance* nell'*exchange industry* si focalizza sui processi di cambiamento della struttura proprietaria degli *exchanges* con particolare riferimento ai processi di demutualizzazione. Diversi contributi in letteratura hanno cercato di focalizzare il sistema di incentivi che ha guidato il cambiamento degli assetti di *governance*, mentre altri analizzano le implicazioni di diversi assetti proprietari in termini di welfare. Mancano, forse, sforzi volti ad analizzarne, con sistematicità, le implicazioni sotto il profilo organizzativo ed, in particolare, dell'accessibilità ai servizi offerti.

La questione assume rilevanza alla luce della tendenza delle principali società di gestione a quotarsi sui mercati gestiti. Il *listing* degli *exchanges* ne rifocalizza la funzione obiettivo, ora chiaramente orientata alla massimizzazione del profitto. Sotto il profilo delle strategie competitive le implicazioni sono evidenti. Si ravvisa, infatti, un forte incentivo delle società di gestione ad integrare nella filiera produttiva nuove attività generatrici di valore complementari al tradizionale business del *trading*. Queste, inoltre, alimentano un processo di consolidamento sempre più intenso teso all'ampliamento delle proprie quote di mercato.

Attraverso gli strumenti dell'economia aziendale si intende proporre un esame dei modelli di business dei principali *exchanges* quotati individuandone le attività generatrici di valore. Ampliando l'analisi, si osserva come l'intrecciarsi di strategie di consolidamento e diversificazione si traduce nella creazione di gruppi conglomerati ridefinendo gli stessi assetti della *securities industry*. Diviene, allora, importante indagare, sotto il profilo dell'organizzazione industriale, come fenomeni quali l'integrazione (orizzontale e verticale) e lo sfruttamento delle economie di *network* possano, potenzialmente, indurre distorsioni competitive ove limitino la libertà dell'investitore di accedere ai servizi offerti dai diversi gestori.

La tesi che si sostiene è che le suddette dinamiche ridefiniscono i problemi di *governance* delle borse. In particolare, si ravvisa la necessità di spostare l'attenzione sulle problematiche di governo delle reti e sui meccanismi di *governance non contrattuale* (quali disciplina di mercato e regolamentazione). Ci si chiede, infatti, come tali meccanismi possano stimolare condizioni di parità di accesso ai servizi offerti dai gestori, quale debba essere l'estensione dell'intervento del regolatore e come venga a ridefinirsi l'azione della vigilanza. Un efficace sistema di *enforcement* (ed uno stretto collegamento tra i diversi segmenti della vigilanza), al riguardo, può effettivamente conferire efficacia alla disciplina di mercato.

* Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari, Università di Udine

1 Premessa

La quotazione delle società di gestione segna uno spartiacque importante nelle dinamiche evolutive della *governance* dei mercati, ancor più problematico rispetto alla demutualizzazione. Pur rilevante per le trasformazioni che ha innescato, la trasformazione delle borse in società per azioni non implicava sostanziali mutamenti nella natura degli incentivi. La diffusa presenza di *outsiders* nella base azionaria delle borse quotate, viceversa, tende a produrre una sostanziale dissociazione tra proprietà e membership e la massimizzazione del profitto diviene l'argomento della funzione obiettivo. L'integrazione dei mercati, favorita dalla diffusione delle tecnologie informatiche, induce un nuovo moto evolutivo nell'*exchange industry* che trova riflesso nella formazione di gruppi conglomerati. Sotto il profilo dell'organizzazione industriale, vi è il rischio che tali sviluppi si traducano nell'erezione di barriere competitive suscettibili di ostacolare l'adempimento dell'obbligo di best execution da parte degli intermediari. La necessità di trovare adeguati rimedi richiede di ricalibrare i meccanismi di governance delle borse conglomerati. Entro tale contesto, vanno a ridefinirsi i compiti e le responsabilità della regolamentazione e della vigilanza sui mercati.

Il lavoro si articola come segue. Il paragrafo 2 presenta una discussione delle dinamiche evolutive che vanno rimodellando la morfologia dell'*exchange industry*; il paragrafo 3 esamina i principali profili organizzativi dell'*exchange industry* imperniata sulla formazione di gruppi conglomerati e le relative implicazioni economiche; il paragrafo 4 discute le potenziali fonti di distorsioni competitive nell'*exchange industry* alla luce degli sviluppi di cui si è dato conto, sottolineando l'importanza di meccanismi di governance non contrattuale quali rimedi ai rischi paventati; il paragrafo 5 discute i rapporti tra disciplina di mercato e regolamentazione nel contesto suddetto; il paragrafo

6 conclude

2 Consolidamento e diversificazione produttiva nell'*exchange industry*

Com'è noto, l'*exchange industry* vede modificarsi la propria morfologia sotto l'impulso di due fenomeni mutuamente interconnessi, riconducibili rispettivamente alla diversificazione produttiva ed al consolidamento su scala *cross-border*. Entrambi i fenomeni trovano un *driver* fondamentale nella necessità di governare le dinamiche dell'*exchange industry* in chiave competitiva e, nel contempo, caratterizzano strategie volte alla generazione di valore. Entro tale contesto, la generazione di valore è riconducibile all'operare congiunto di economie di network ed economie di scopo, dove le prime derivano dall'espansione della liquidità mentre le seconde derivano dalla complementarità esistente tra servizi di trading (il core business degli exchanges) e servizi collaterali. Per meglio governare tali processi, le società di gestione si trasformano in *public companies* quotate¹.

Il consolidamento su scala *cross border* è funzionale alla costituzione di massa critica in un contesto industriale ove lo sfruttamento di economie di *network* è evidente fonte di vantaggio competitivo. Manifestazioni del fenomeno sono riscontrabili tanto a monte della filiera produttiva dell'*exchange industry* (integrazione tra mercati) quanto a valle (integrazione tra sistemi del *post trading*). Com'è noto, la piena realizzazione dei benefici del network si fonda sulla complementarità tra le sue diverse componenti,

¹ Vi è generale consenso circa le ragioni del *self listing* ed in particolare la necessità di dotare le borse dello strumento più adatto (il modello della *public company*, appunto) a fronteggiare la crescente competizione internazionale [FLECKNER; 2006].

definita dalla compatibilità e dal coordinamento [ECONOMIDES; 1993]. La compatibilità fa riferimento all'adesione a standard tecnici comuni²; il coordinamento attiene all'accessibilità in senso economico degli investitori ai servizi dell'*exchange industry*.

In specie, l'operare di economie di *network nell'exchange industry* genera esternalità riconducibili in primo luogo all'incremento della liquidità ed in secondo luogo alla qualità dei prezzi che si formano sui diversi centri di esecuzione [ECONOMIDES; 1993]. Di Noia [1999] pone in risalto come dalla presenza di due tipologie di utenti (intermediari ed imprese emittenti) dei servizi della borsa scaturiscano esternalità di *network* dirette ed indirette³.

La tabella seguente riporta i volumi scambiati e la capitalizzazione nelle principali borse nel 2005 e 2006 nonché il numero di società quotate nel 2006.

Tab. 1 – Volumi scambiati e società quotate nelle principali borse

	Volumi (mld. \$)		Capitalizzazione (mld. \$)		N° aziende quotate (2006)	
	2005	2006	2005	2006	Totali	Estere
Nyse Group	14.125	21.790,5	13.623.303	15.421.167	2.270	452
Nasdaq	8.767	11.807,4	3.603.984	3.865.003	3.164	332
Lse	5.678	7.571,6	3.058.182	3.794.310	3.091	334
Euronext	2.906	3.853,3	2.706.803	3.708.150	1.259	293
Deutsche Börse	1.915	2.737,2	1.221.106	1.637.609	764	116

Fonte: World Federation of Exchanges

Vi è, poi, una terza direttrice lungo la quale si manifestano esternalità di rete, riconducibile all'integrazione verticale tra attività di *trading* e *post trading* a ragione delle complementarità esistenti tra le due fasi dello scambio finanziario. Williamson [1985] osserva come l'incentivo all'integrazione sia particolarmente penetrante allorché le parti effettuano investimenti specifici nella relazione. La difficoltà di costruire contratti completi renderebbe ottimale l'integrazione delle imprese coinvolte e l'attribuzione ad una delle due dei diritti residuali di controllo sugli asset della controllata [GROSSMAN e HART; 1986]. La natura stessa del *trading* azionario conferisce carattere di ricorsività al rapporto tra borsa ed organismi del *post trading* che, oltretutto, presuppone investimenti specifici nella relazione (ad esempio, mediante l'adozione di protocolli e standard operativi comuni). La divergenza di interessi delle parti⁴, inoltre, può dar luogo a comportamenti opportunistici. Sotto un profilo industriale, l'integrazione verticale nella *securities industry* sarebbe, allora, una soluzione coerente con la teoria.

L'operare di economie di *network* incide sullo sviluppo delle dinamiche competitive nell'*exchange industry* dal momento che pone gli operatori di fronte al *trade off* tra aderire a standard compatibili e coordinamento produttivo da un lato e puntare sui benefici di una marcata differenziazione produttiva a livello orizzontale [ECONOMIDES;

² Nel caso dell'*exchange industry* ciò significa l'adozione di piattaforme di negoziazione interoperabili così come l'adozione di protocolli di comunicazione compatibili tra piattaforme di *trading* e piattaforme di *post trading*.

³ Gli intermediari sceglieranno di negoziare sulle borse ove sia presente non solo il maggior numero di intermediari ma anche di emittenti; parimenti, gli emittenti trarranno vantaggio dalla quotazione su mercati ove negozino parecchi intermediari a ragione dell'elevata liquidità e conseguente riduzione del costo del capitale.

⁴ Interesse alla rapidità ed economicità dei processi di regolamento cui sono particolarmente sensibili gli investitori istituzionali proprietari delle borse quotate ed interesse alla massimizzazione del profitto dei gestori delle piattaforme del *post trading*.

FLYER: 1997]⁵. Compatibilità e coordinamento accentuano i caratteri di sostituibilità dei servizi forniti dalle diverse imprese del network. La diffusione delle tecnologie telematiche e gli elevati costi fissi legati allo sviluppo delle piattaforme di trading e post trading unitamente all'integrazione dei mercati dei capitali⁶ spingono, peraltro, nella direzione di una maggiore compatibilità. Da un lato l'efficienza della piattaforma di *trading* ha riflessi importanti sulla qualità del processo di *price discovery*; dall'altro, la necessità di mettere a fattore comune la liquidità di una pluralità di centri di esecuzione implica la condivisione dei supporti tecnologici. Con l'affermarsi del trading per via telematica la realizzazione della compatibilità conduce naturalmente ad esiti oligopolistici nel controllo delle infrastrutture.

Il mantenimento delle relazioni di clientela, in tale contesto, è legato alla possibilità di diversificare le linee di business ove il rapporto economico tra borsa ed utenti è venuto profondamente a modificarsi nel corso del tempo e le parti in questione non effettuano più investimenti specifici nella relazione [MACEY E O'HARA; 1999]. Dal punto di vista dell'utente, ciò implica la possibilità di trovare sul mercato diversi sostituti ai servizi tradizionalmente offerti dalle borse. Dal lato dell'offerta, emerge la necessità degli *incumbent* di reagire ai mutamenti del contesto secondo una logica industriale che sottende, in molti casi e con intensità diverse, l'integrazione di un pacchetto di servizi ad elevato valore aggiunto complementari al *trading*. In generale, la prestazione congiunta di servizi che presentano evidenti complementarità col trading (quali, appunto, i servizi di compensazione e regolamento e la diffusione di dati di mercato) consente di sviluppare economie di scopo. Si consideri, poi, che i principali mercati di borsa sono gestiti da società per azioni quotate (o appartenenti a gruppi facenti capo ad holding quotate) alle quali è ascrivibile un chiaro incentivo alla massimizzazione del valore per gli azionisti; la diversificazione e la stabilizzazione delle fonti di reddito risponde a tale esigenza. La tabella seguente riporta la composizione dei ricavi delle principali borse nel 2006

Tab. 2 – Composizione dei ricavi nelle principali borse

	Listing	Cash trading	Derivati	Post trading	IT	Dati
Nyse Group	20,9%	50,5%	-	-	8%	13%
Nasdaq	12,6%	75%	-	-	-	11,9%
Lse	18%	46,8%	2,6%	-	-	30,3%
Euronext*	5%	26%	35,5%	1,3%	20,3%	10,2%
Deutsche Börse	6,7%	11%	32,2%	42,3%	5%	7,9%
Nyse Euronext	12,9%	67,8% ⁷	-	-	7,3%	11,8%
Borsa Italiana*	10,6%	19%	7%	36%	-	17%

Nostre elaborazioni su dati contenuti nei report delle borse considerate

* Euronext e Borsa Italiana hanno, inoltre, una partnership in Mts da cui traggono rispettivamente lo 0,2 ed il 10% dei propri ricavi.

Ne emergono differenze significative tra borsa e borsa delineando, almeno in linea di principio, due diversi modelli di sviluppo, uno anglosassone ed uno europeo. In

⁵ La frammentazione delle infrastrutture crea differenziazione in relazione ai diversi connotati di efficienza delle stesse; la mancanza di coordinamento produttivo, poi, rende più difficile la gestione dei rapporti di *cross membership* ostacolando la negoziazione o il regolamento degli scambi su piattaforme rivali.

⁶ La cui manifestazione trova riscontro nell'intensificarsi degli scambi cross border e dei fenomeni di cross listing.

⁷ Compreso il business sui derivati.

particolare, Nyse, Nasdaq e London Stock Exchange derivano tuttora una quota preponderante dei propri ricavi dalle tradizionali funzioni del listing e del trading; rilevante è inoltre il contributo della cessione di dati di mercato. Le borse europee si caratterizzano per una sostanziale diversificazione delle aree d'affari; in Deutsche Börse il fenomeno assume la massima estensione.

3 Nuovi profili organizzativi dell'*exchange industry* ed economia dei gruppi conglomerati.

Il processo di consolidamento e diversificazione produttiva nell'*exchange industry* trova manifestazione nella creazione di gruppi conglomerati ed è diretta conseguenza della quotazione delle società di gestione. L'incidenza delle economie di scala e di *network* induce le società di gestione ad integrare il perimetro d'impresa attraverso processi di crescita esterna che si traducono: a) in accordi di *merger* a livello orizzontale con altre borse; b) in acquisizioni di società che gestiscono *business* correlati al *trading*. Nel caso sub a), infatti, il conseguimento di economie di *network* presuppone l'integrazione con *partners* che vantino una posizione consolidata sul mercato. Nel caso sub b), la diversificazione produttiva trova efficace sviluppo attraverso l'acquisizione di *incumbents* nei rispettivi settori⁸.

Sotto il profilo della governance ciò comporta una ricomposizione degli assetti proprietari riflettendo, conseguentemente, una riallocazione del controllo sugli asset dell'*exchnage industry*. Gli attributi dei processi evolutivi in atto si caricano di talune implicazioni di notevole rilevanza per la *governance* dell'industria e segnatamente: a) la quotazione di borsa dei gestori di mercato; b) il progressivo allungarsi della catena dei controlli cui fa da *pendant* l'ampliamento della distanza tra proprietà del gestore e *membership* di mercato; c) consolidano la polarizzazione dell'industria e, segnatamente, il controllo sugli *assets* tipici.

Le problematiche di maggior interesse emergono in relazione all'allocazione del controllo sugli asset tipici dell'*exchange industry*, segnatamente le piattaforme di *trading* e *post trading*, da cui dipendono le condizioni di accesso ai relativi servizi. La quotazione di borsa delle società di gestione reca delle implicazioni, in termini di *governance*, poiché amplia la base azionaria ad *outsiders*, svincolando le infrastrutture dal controllo degli intermediari membri. Lo sviluppo conglomerale muta ulteriormente l'architettura del controllo sugli *asset* d'impresa poiché dà vita a coalizioni di *exchanges* ove diversi *competitors* condividono la medesima rete. Lo sviluppo conglomerale può seguire due direttrici alternative che si differenziano quanto a implicazioni:

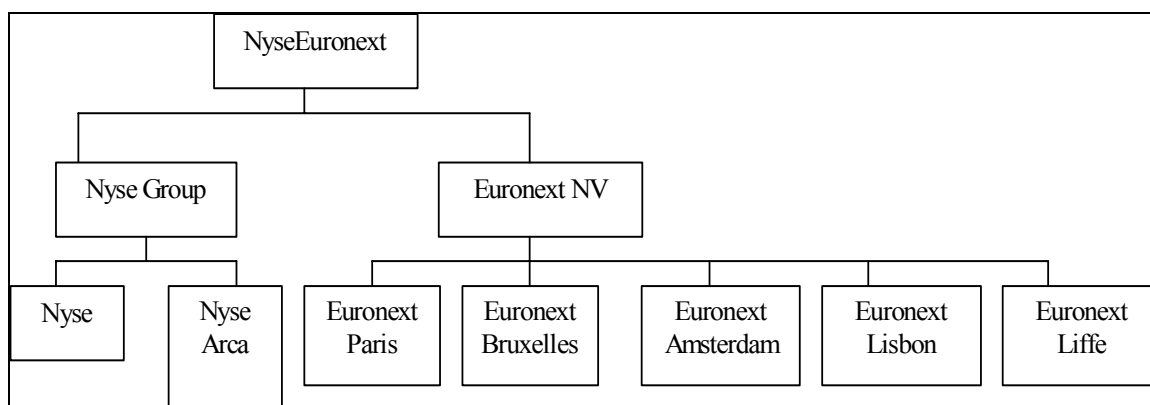
- a) uno sviluppo entro i confini nazionali che si manifesta mediante integrazione tra borsa ed organismi del post trading;
- b) uno sviluppo su scala *cross border* che, tipicamente, trova riflesso in aggregazioni a livello orizzontale, tra borse (sui comparti a contante o dei derivati) e/o tra operatori del *post trading*; nel caso di specie, i processi di consolidamento generalmente si manifestano in forma federativa mediante integrazione di società mercato sottoposte a comune direzione strategica ma

⁸ Ad esempio, il gruppo Euronext ha conseguito una posizione di *leadership* nel mercato europeo dei derivati, in competizione con il Gruppo Deutsche Börse (attivo nel business dei derivati attraverso Eurex AG), attraverso l'acquisizione del Liffe di Londra.

giuridicamente e gestionalmente autonome; i mercati gestiti costituiscono distinti punti di accesso ad una piattaforma comune.

Interessante è il caso NyseEuronext, gruppo derivante dall'integrazione tra Nyse Group⁹ ed Euronext. L'architettura del gruppo è imperniata su due livelli di controllo derivanti da altrettanti *mergers*. Il primo tra le borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona, esteso al mercato londinese dei derivati Liffe (che dopo l'aggregazione in Euronext diviene LiffeEuronext) si risolve nella costituzione della holding Euronext NV, riallocando il controllo in capo agli azionisti di quest'ultima. Il secondo scaturisce dall'integrazione tra Euronext e Nyse Group¹⁰. Tale operazione allunga la catena del controllo ed accentua la separazione tra proprietà (in capo alla *holding*, NyseEuronext) e rapporti di *membership* instaurati con le società di gestione (le quattro federate in Euronext e le due, Nyse e Arca, che compongono Nyse Group). Attualmente, la compagine azionaria di NyseEuronext vede un solo azionista con una partecipazione superiore al 5%¹¹.

Figura 1 – Il gruppo NyseEuronext



Gli stessi business a valle della filiera produttiva, nel contesto europeo, si sono polarizzati attorno a due piattaforme di riferimento facenti capo ai mercati anglo-francese e tedesco, peraltro secondo logiche diverse. Nel contesto tedesco, le piattaforme di *clearing* (gestite da Eurex Clearing AG)¹² e di *settlement* (Clearstream) sono integrate nel Gruppo Deutsche Börse, realizzando compatibilità e coordinamento su scala verticale.

Nel contesto anglo-francese l'attività di controparte centrale è svolta da Lch.Clearnet Group originato dalla fusione nel 2003 tra la London Clearing House (cui competeva il clearing delle transazioni compiute sul London Stock Exchange) e Clearnet (cui competeva il clearing delle transazioni compiute sui mercati Euronext), divenute, rispettivamente, Lch.Clearnet Ltd e Lch.Clearnet Sa. Le funzioni di settlement sono

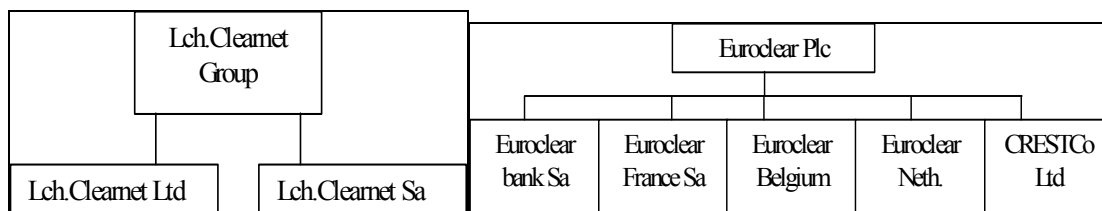
⁹ Il Nyse Group nasce dalla fusione tra New York Stock Exchange ed Archipelago Exchange (di seguito ridenominato Nyse Arca) completata nel 2006 con la quotazione a New York.

¹⁰ Tecnicamente, il *merger* in discorso si realizza mediante uno scambio azionario tra gli azionisti dei due gruppi e si risolve nella costituzione della capogruppo NyseEuronext cui fa capo il controllo delle due *subholding*. Il completamento della fusione ha comportato il delisting del Nyse Group. Con il completamento dell'integrazione di Euronext Nv, pure quest'ultima sarà soggetta a delisting. La capogruppo è quotata a Parigi e New York dal 4 aprile 2007.

¹¹ Atticus Capital con l'8,6%.

¹² Controllata al 100% da Eurex AG.

gestite dal gruppo Euroclear che tramite la holding Euroclear Plc controlla le controparti centrali dei mercati coinvolti¹³



La tabella che segue riporta i volumi di attività dei due principali gruppi di clearing (n° contratti) e settlement in Europa (controvalore di strumenti in deposito). Il gruppo Euroclear, tra l'altro, è leader assoluto in Europa per controvalore di istruzioni di settlement gestite (451.700 miliardi di euro).

Tab. 3-I servizi di post trading in Europa.

Clearing		Settlement	
<i>LCH-Clearnet</i>	<i>Eurex¹⁴</i>	<i>Euroclear Plc</i>	<i>Clearstream</i>
N° contratti (mln)	N° contratti (mln)	Valore strumenti in deposito(mld €)	Valore strumenti in deposito(mld €)
1.267	1.247	18.200	9.696

Fonte: Reports annuali

Le strategie di sviluppo degli *exchanges* di cui si è trattato rispondono a chiare esigenze industriali; peraltro contrappongono interessi degli azionisti ed interessi degli utenti. Da un lato vi è un chiaro incentivo alla creazione di valore per l'azionista, dal momento che le principali borse sono quotate (o sono controllate da *holding* quotate), riflesso dall'andamento dei prezzi di borsa dei rispettivi titoli nonché dall'evoluzione dei principali multipli. La tabella seguente riporta le performance economiche (*earning per share* e margine operativo) ed i principali multipli delle borse quotate. Si osserva come le performance migliori siano appannaggio di Euronext, Deutsche Börse e London Stock Exchange, borse che vantano, ormai, un *track record* pluriennale come *public companies* quotate.

Tab. 4-Alcuni indicatori di performance delle borse quotate

	2004				2005				2006			
	Yield %	P/E	Eps*	Ebitda %	Yield %	P/E	Eps*	Ebitda %	Yield %	P/E	Eps*	Ebitda %
Nyse Group ¹⁵	-	-	0,26	7,7	-	-	0,35	9	-	-	1,38	15,5
Nasdaq	ns	ns	neg	15,6	ns	ns	0,68	20,5	ns	25,2	1,22	17,2
Deutsche Börse	2,42	21,6	2,38	49,5	1,58	18,6	4	53,4	2,43	20,7	6,7	62,5
Lse ¹⁶	1,19	18,7	0,24	46,3	0,85	37,9	0,27	38,4	1,43	24,7	0,50	56,7
Euronext	2,4	19,1	1,28	27	2,37	19,2	2,17	33,1	-	27,4	3,25	37
Nyse Euronext ¹⁷	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,02	31,5

¹³ Euroclear France, Euroclear Belgium ed Euroclear Netherlands che forniscono servizi di regolamento per le negoziazioni compiute su Euronext Paris, Euronext Bruxelles ed Euronext Amsterdam nonché Crest che regola le transazioni eseguite sulla borsa di Londra. Nel gruppo rientra inoltre Euroclear bank che opera come ICSD a livello globale.

¹⁴ Eurex Clearing AG è la società (controllata da Eurex) che gestisce le operazioni di *clearing* per il gruppo Deutsche Börse.

¹⁵ I dati relativi all'Ebitda del 2004 e 2005 sono determinati sulla base dei bilanci pro forma del gruppo.

¹⁶ Esercizi chiusi rispettivamente al 31 marzo 2005, 2006 e 2007.

¹⁷ I dati relativi all'Ebitda sono determinati sulla base del bilancio pro-forma del gruppo per l'esercizio 2006.

Fonte: Elaborazioni su dati ricavati dai report annuali delle borse prese in esame.

*I dati relativi all'eps sono espressi in euro per Euronext e Deutsche Börse, in \$ per Nyse Group, Nasdaq e NyseEuronext ed in sterline per l'Lse

Tali borse hanno, negli ultimi anni, sperimentato un repentino trend crescente nel valore di mercato dei propri titoli.

Tab. 5 - Le borse quotate: andamento dei valori azionari

	2004	2005	2006
Deutsche Börse (€)	44,28	86,56	139,42
Euronext (€)	30	42	89
Lse (pences)	582	620	1.310

Valori di fine anno

Tali dinamiche mostrano una chiara sovrapposizione degli andamenti dei valori di borsa nell'ultimo periodo annuale con l'intensificarsi dei progetti di consolidamento nell'ambito dell'*exchange industry* europea¹⁸.

Sebbene gestite da soggetti privati, le borse conservano una funzione di interesse pubblico legata all'efficienza dei processi di *price discovery* ed allocazione della liquidità. Da questo punto di vista, i processi strategici di cui si è dato conto recano delle implicazioni per l'investitore. In specie, non si tratta di un mero problema tariffario. Anzi, è ragionevole assumere che l'espansione dei volumi nei gruppi conglomerati possa implicare una contrazione dell'incidenza delle *listing* e *trading revenues*. La tabella che segue riporta l'incidenza delle *listing fees* (\$ per milione di capitalizzazione) e delle *trading fees* (\$ per milioni di volumi scambiati).

Tab. 6 – Incidenza di listing e trading fees

	2005		2006	
	Inc. listing fees	Inc.trading fees	Inc. listing fees	Inc.trading fees
Nyse Group	0,0252	19,19	0,023	31
Euronext	0,0275	87	0,013	74
Nasdaq	0,0521	49,18	0,0542	48
Lse	0,0319	38	0,0309	40
Deutsche Börse	0,0125	66,5	0,009	64,7

Fonte: Elaborazioni su dati World Federation of Exchanges e report delle borse esaminate

Si osserva come l'incidenza delle commissioni di *listing* sia limitata nelle borse che diversificano notevolmente il proprio business model (Euronext e Deutsche Börse) ed in quelle caratterizzate da elevate capitalizzazioni di mercato (Nyse Group). I costi del trading incidono in misura minore nelle borse con i maggiori volumi di scambio (quelli di matrice anglosassone). Gli sviluppi conglomerati volti a diversificare le aree di business e ad espandere l'ampiezza del network non sono, di per sé, incompatibili con l'esigenza di economicità nella fruizione dei servizi.

Piuttosto, si può paventare il rischio che le nuove forme organizzative dell'industria restringano le possibilità del cliente di accedere liberamente ai servizi dell'*exchange*

¹⁸ In particolare, si ricordano il tentativo di scalata sul *London Stock Exchange* ad opera di *Deutsche Börse*, gli analoghi tentativi di *Euronext* ed i rumors su una possibile integrazione della stessa *Euronext* con *Deutsche Börse*. Ancora, vanno menzionati i ripetuti tentativi di scalata del *Nasdaq* a *Lse* (attualmente il *Nasdaq* detiene circa il 27% del capitale della borsa di Londra).

industry, secondo consapevoli valutazioni di qualità e prezzo, erigendo, di fatto, barriere competitive tra diversi operatori (del trading e/o del post trading).

4 Governance e barriere competitive nell'exchange industry

L'interesse verso la *governance* delle borse diviene materia di estremo interesse in stretta congiunzione con i profondi mutamenti intervenuti negli assetti proprietari. Gli snodi fondamentali di tale processo sono riscontrabili nella demutualizzazione, nella successiva quotazione delle società di gestione e, da ultimo, nella trasformazione conglomerale dell'industria. L'integrazione dei mercati dei capitali su scala *cross border* e la diffusione del *trading* telematico offrono all'investitore opportunità d'accesso ad una pluralità di sedi di esecuzione degli ordini; correlativamente richiedono di rafforzare l'impegno dell'intermediario ad adempiere all'obbligo di *best execution*. L'ottemperanza dell'obbligo in parola segue un processo articolato in diversi step: a) l'individuazione dei fattori d'esecuzione prioritari, diversi da cliente a cliente, a seconda della natura e delle esigenze d'investimento [WAGNER, EDWARDS: 1993; MACEY, O'HARA: 1997]; b) accesso alle *trading venues* in grado di assicurare la miglior esecuzione dell'ordine in relazione a detti fattori; b) accesso alle piattaforme di post trading che offrono il servizio migliore in termini di costo e qualità; c) riesame periodico dei risultati ottenuti su ciascun centro ed eventuale revisione delle scelte effettuate per le esecuzioni successive. Le strategie di aggregazione e diversificazione del business model perseguite da parecchie società di gestione sono, peraltro, suscettibili di vanificare il conseguimento della *best execution* ove la configurazione dell'industria che ne risulta: a) ostacoli l'accesso del cliente alle piattaforme migliori in relazione alle proprie priorità; b) impedisca all'investitore di valutare adeguatamente i profili di convenienza dei servizi offerti dai diversi gestori.

In prima battuta va osservato come barriere competitive possano derivare da rapporti partecipativi, accordi contrattuali o pratiche commerciali che prefigurino restrizioni all'accesso alla pluralità di servizi dell'*exchange industry*. Dal punto di vista della natura, può trattarsi di barriere di tipo tecnico legate alla disomogeneità degli standard adottati dai diversi operatori ovvero di tipo economico, riconducibili a condotte anticompetitive degli operatori, o perché adottano schemi tariffari poco trasparenti o perché offrono pacchetti di servizi (politiche di *bundling*) impedendone l'acquisto separato. Entrando nello specifico, le aggregazioni *cross border* rafforzano i connotati oligopolistici dell'industria. Sembra, peraltro, di poter affermare come non necessariamente fenomeni di integrazione, sia pure suscettibili di condurre a posizioni dominanti nel trading e/o nel post trading, siano tali da distorcere il libero gioco della concorrenza nell'erogazione dei servizi. Di converso, pratiche distorsive della concorrenza sono ascrivibili pure alla gestione di borse non integrate.

Dal punto di vista delle infrastrutture, fenomeni di aggregazione nei comparti del trading e del post trading favoriscono la compatibilità dei protocolli e degli standard operativi, facendo cadere una delle principali barriere competitive riconducibili a difetti di interoperabilità tra piattaforme¹⁹. L'organizzazione di gruppo, inoltre, favorirebbe il

¹⁹ Difetti di interoperabilità, ad esempio, sono riconosciuti come la principale fonte di barriere competitive nel comparto del post trading. Cfr. Giovannini Group [2001; 2003]. L'interoperabilità implica la possibilità per una infrastruttura del post trading di poter accedere alle piattaforme gestite da altro soggetto. L'interoperabilità è garantita in primo luogo attraverso l'adozione di interfacce e protocolli

coordinamento tra decisioni dei gestori posti sotto comune coordinamento strategico, rendendo più efficiente la gestione dei processi di *cross listing* e *cross membership* nel comparto del *trading* e la gestione dei *links* tra operatori del post trading.

Non vanno trascurati, tuttavia, gli effetti di talune barriere di natura economica sottese ai processi produttivi delle borse e legate alla diffusione dei dati di mercato. I prezzi sono l'*output* tipico del processo produttivo e svolgono una funzione insostituibile nel guidare i processi di *asset allocation* giacché da essi è possibile estrarre contenuto informativo. Sorge, pertanto, un *trade off* tra l'uso che le borse fanno di tale in formazione quale fonte importante di reddito e la natura di bene pubblico che rivestono. Qualunque mercato, tuttavia, ancorché non appartenente ad un gruppo federato, che accenti grossi volumi di scambio, presenta delle criticità al proposito, essendo l'informazione che produce vitale e imprescindibile per gli investitori (poiché sintetizza condizioni di elevata liquidità) e pertanto suscettibile di produrre un incentivo a renderla disponibile a condizioni non ragionevoli.

Piuttosto, criticità di assoluto rilievo sono riconducibili all'articolazione dei rapporti partecipativi lungo la filiera produttiva poiché suscettibili di rafforzare posizioni di oligopolio nei comparti del *trading* e del *post trading* così come di celare veri e propri abusi di posizione dominante. L'integrazione verticale appare il fenomeno più problematico sotto il profilo qui analizzato ove sottenda pratiche volte a distorcere l'accesso ai servizi del *post trading*, ad esempio quando: a) una borsa *leader* nel trading faccia confluire gli ordini eseguiti sulle proprie piattaforme agli organismi del post trading che controlla²⁰; b) adotti politiche di *price subsidization*.

Esiti oligopolistici, peraltro, possono svilupparsi non solo nel caso di integrazione verticale tra una borsa leader nel trading ed un operatore leader nel business del *clearing* e *settlement* ma pure nel caso di aggregazioni *cross border* tra borse che detengano partecipazioni rilevanti in società del *post trading*. Ad esempio, Euronext non ha il controllo di diritto degli organismi del post trading; peraltro, con una quota dei diritti di voto del 24,8% nel gruppo Lch.Clearnet a fine 2006 e 45 seggi nel board della società è in grado di esercitare un'influenza dominante nel business del clearing, stante la posizione di *leadership* di Lch.Clearnet nel comparto.

Il problema risulta acuito in seguito all'integrazione con il Nyse. Il nuovo gruppo NyseEuronext, in definitiva, viene a sommare partecipazioni di controllo di fatto nei principali operatori del clearing su scala globale se si pensi che oltre al controllo su Lch-Clearnet può vantare una partecipazione rilevante in DTCC *corporation*²¹ tramite Nyse Group.

Non va, peraltro, scordato che pratiche distorsive della concorrenza possono manifestarsi al di là di un rapporto di controllo tra borse ed organismi del *post trading* e derivare da *accordi di esclusiva*. Ancora, nel business del post trading distorsioni competitive possono derivare dalla prestazione congiunta di servizi core (*clearing* e

comuni alle diverse piattaforme di post trading: ciò, in particolare, richiede lo sviluppo di standard tecnologici a livello internazionale.

²⁰ In specie, la borsa, di fatto, impedisce all'investitore di scegliere le piattaforme di post trading gestite da altri operatori per la compensazione ed il regolamento delle transazioni.

²¹ Fino al 31 dicembre 2005, il Nyse deteneva una partecipazione del 27% in DTCC *corporation*; nel corso del 2006, peraltro, una riallocazione dei titoli DTCC ha comportato una riduzione sostanziale della partecipazione del Nyse Group in DTCC.

settlement) e servizi non core (ad esempio gestione delle *corporate actions*), qualora, ad esempio, si adottino schemi tariffari poco trasparenti poiché non prezzano distintamente il singolo servizio.

Gli sviluppi di cui si è dato conto invocano uno spostamento del *focus* dalla *governance* della società di gestione alla *governance* dei gruppi. Nel contesto delineato, le implicazioni di maggiore interesse concernono la realizzazione di condizioni idonee al coordinamento tra scelte produttive degli operatori dell'industria e decisioni d'investimento.

Concretamente, ciò richiede un processo interattivo tra impresa d'investimento ed operatori dell'*exchange industry* che aggiorni in via continuativa l'informazione disponibile, consentendo di mutare gli interlocutori pro tempore scelti allorché declini la qualità dell'esecuzione. Ecco perché nella *governance* delle borse occorre andare oltre i problemi di contrattazione ex ante (prospettiva tipica della teoria dei costi di transazione) per indagare gli effetti ex-post della transazione tra borsa ed utente. In particolare, giova concentrarsi su meccanismi di *governance* non contrattuale ed, in particolare, gli effetti riconducibili a quella che in letteratura è definita *network embeddedness* [ROOKS *et alri*; 2006]. Nella fattispecie, l'opportunità dell'utente di rivolgersi ad altri fornitori alternativi (*exit network*) fungerebbe da importante meccanismo di regolazione delle relazioni industriali.

Le implicazioni per la *governance* d'impresa sono sintetizzabili in tre punti: a) è necessario trovare meccanismi di *governance* che contemperino le esigenze imprenditoriali della società di gestione con l'interesse degli utenti a fruire di servizi qualitativamente validi, b) poiché le scelte imprenditoriali portano, come visto, all'integrazione tra operatori, è necessaria una effettiva disciplina che governi il funzionamento delle reti in chiave competitiva; c) quanto detto spiega perché nel caso delle borse particolare rilevanza assumano i meccanismi di *external governance* quali mercato e regolamentazione. A questi meccanismi è demandata la promozione di condizioni concorrenziali nell'industria, consentendo all'effetto *network* di sviluppare a pieno i propri benefici.

5 Disciplina di mercato e regolamentazione di trasparenza nell'*exchange industry*.

5.1 Premessa

Contrariamente a molte altre *network industries* le borse sono soggette ad una regolamentazione leggera ed a competenze estese di autoregolamentazione. Tale attributo introduce elementi di complessità nella disciplina dell'industria poiché richiede di compiere preventivamente una scelta di fondo in merito al bilanciamento tra attribuzioni da mantenere nella sfera del legislatore (o dell'autorità di vigilanza) e poteri da delegare alla disciplina di mercato.

Coniugare scelte imprenditoriali di società private con le funzioni di pubblico interesse che assolvono implica delle conseguenze importanti dal punto di vista delle scelte di *public policy*. La questione deve essere analizzata sotto diversi angoli visuali riconducibili alle politiche della concorrenza, della trasparenza e della stabilità. Le politiche di concorrenza assumono importanza cruciale alla luce delle tendenze all'aggregazione in gruppi conglomerati. La questione di fondo è se il libero interagire delle forze di mercato sia effettivamente in grado di correggere le distorsioni di cui si è detto o se richieda interventi regolamentari più penetranti. In letteratura, è stato evidenziato [FISHEL e GROSSMAN; 1984] come vi sia una stretta relazione tra come

l'exchange è regolamentato ed i volumi di scambio che riesce ad attrarre. Il fattore reputazione (e la minaccia derivante dall'exit network) sarebbe, di per sé, idonea ad evitare comportamenti opportunistici. Sotto altro punto di vista, Lee [1996] suggerisce l'irrelevanza dei meccanismi di governance laddove la borsa sia chiamata a fronteggiare una massiccia competizione.

In realtà, appare chiara l'esigenza di coniugare mercato e regolamentazione. Ad esempio, la regolamentazione potrebbe prevedere una qualche forma di controllo tariffario, limiti alle partecipazioni azionarie delle borse negli organismi del post trading, richiedere forme di separazione amministrativa e contabile tra diversi comparti di business ovvero, a livello di antitrust, porre limiti alle integrazioni tra borse e/o infrastrutture di post trading.

5.2 Governace ed assetti proprietari

Il mutamento degli assetti proprietari costituisce l'aspetto più problematico della *governance* delle borse con riferimento alla quotazione delle società di gestione ed alla tendenza a consolidare le stesse ponendole sotto comune direzione strategica. Ciò è vero non tanto in relazione ai conflitti d'interesse, tipici di una società quotata, tra management e minoranze azionarie o tra equity e debito. Piuttosto, si pone il problema di indagare gli effetti dell'allocatione dei diritti di proprietà nelle borse quotate sulle condizioni di fruizione dei servizi.

Si osserva, in proposito, come la quotazione delle società di gestione ne ampli la base azionaria favorendo un'ampia partecipazione del mercato alla gestione delle infrastrutture. In generale, le evidenze mostrano come le società di gestione quotate assumono la natura di *public companies* a proprietà diffusa e caratterizzate dalla presenza qualificante di grossi investitori istituzionali ad operatività globale. Le aggregazioni *cross border* tra società di gestione espandono, poi, ulteriormente il numero e la diversificazione geografica dei soggetti che condividono una medesima infrastruttura. Le borse federate si presentano come distinti punti di accesso ad un medesimo pool di liquidità sviluppando complementarità:

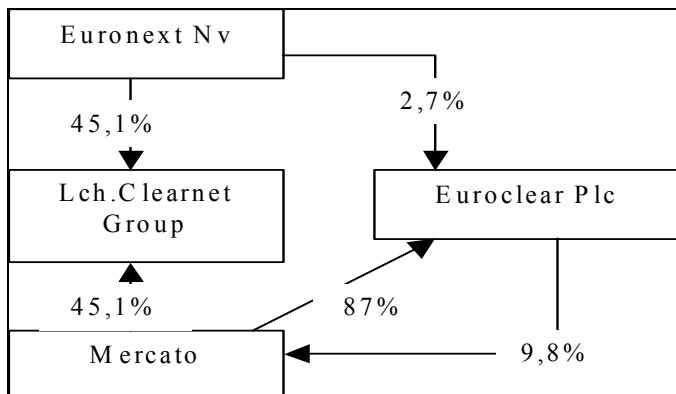
- a) in senso tecnico mediante adozione di standard comuni (compatibilità);
- b) in senso economico (coordinamento), riconducibile ad una gestione strategica comune favorendo, ad esempio, accordi di *cross membership*.

Parimenti, nel comparto del post trading, il *merger cross border* tra operatori posti sotto comune controllo strategico, potrebbe conciliare l'operatività di diverse infrastrutture (rispondendo ad una esigenza di competitività) con l'esigenza di coordinamento nella gestione delle procedure di regolamento per quanto concerne l'adozione di standard tecnologici comuni (interoperabilità), cicli operativi comuni ed istituzione di *links reciproci*²².

Ancora, l'organizzazione di gruppo consente la separazione tra attività a monte (trading) ed a valle (post trading) dello scambio finanziario temperando esigenze delle borse a mantenere partecipazioni strategiche negli organismi del post trading ed esigenze ad un'ampia condivisione delle stesse da parte degli operatori di mercato. In specie, la quotazione della *holding* di controllo di un gruppo attivo nel post trading permette una compartecipazione alle decisioni strategiche (servizi offerti, tariffe praticate, politiche di

²² Superando, in tal modo, talune delle barriere che si frappongono alla piena competitività nell'industria del post trading; cfr. GIOVANNINI GROUP [2001; 2003].

accesso) di una moltitudine di *stakeholders* oltre alle borse di riferimento. Le evidenze, peraltro, sembrano suggerire come gruppi di *post trading* derivanti da aggregazioni su scala *cross border* tendono a muoversi verso tale esito indipendentemente dalla quotazione. Ad esempio, Lch.Clearnet Group ed Euroclear Plc. ancorché non quotate vedono una sostanziale presenza del mercato nella compagine azionaria²³.



In secondo luogo, la quotazione della *holding* ne consentirebbe la partecipazione al capitale di altre società di gestione di mercati (ovvero di altri organismi del *post trading*) non facenti parte del gruppo di riferimento, dando sostanza ad una morfologia dell'industria fondata su una rete di relazioni tra gestori.

Di per sé le aggregazioni *cross border* non sono incompatibili con un assetto competitivo del mercato; al contrario dovrebbero favorire la concorrenza infragruppo tra società mercato giuridicamente ed operativamente autonome (pur soggette a medesima direzione) che: a) utilizzano le medesime infrastrutture tecniche (concorrenza in condizioni di perfetta compatibilità); b) costituiscono distinti punti di accesso ad un medesimo pool di liquidità; c) offrono servizi che sono dei perfetti sostituti. Si noti, poi, come la diffusione delle tecnologie telematiche consenta l'ingresso nel business del *trading* di sistemi alternativi di scambio (in genere gestiti da intermediari) che offrono servizi di esecuzione con attributi diversi rispetto ai mercati di borsa tradizionali, favorendo, pertanto, la diversificazione orizzontale dei servizi offerti.

Quanto detto ha delle implicazioni in tema di regolamentazione e vigilanza. La quotazione (delle società di gestione e degli operatori del *post trading*) può effettivamente stimolare la disciplina di mercato quale meccanismo regolatore delle dinamiche competitive nell'*exchange industry*. La previsione di limitazioni ai rapporti partecipativi tra operatori dell'*exchange industry* non sembra, pertanto, essere condizione né necessaria né sufficiente per l'effettività della regolamentazione, tanto più che (come già osservato) distorsioni competitive sono ipotizzabili a prescindere dall'articolazione degli assetti proprietari. Nel contesto delineato, la regolamentazione ha il compito sostanziale di coadiuvare la disciplina di mercato garantendo la trasparenza dei prezzi che si vengono a formare sui diversi mercati e delle condizioni economiche praticate dai gestori per i servizi offerti. Compito dei supervisors è vigilare sulla effettiva accessibilità della clientela ai servizi offerti dai diversi providers.

²³ Nel caso di Lch.Clearnet, Euronext detiene il 41,5% del capitale ma con diritti di voto limitati al 24,9%. Peraltro, le parti hanno concordato il riacquisto da parte di Lch.Clearnet di una quota rilevante di proprie azioni in mano ad Euronext (che, dopo la transazione, dovrebbe conservare il 5% in Lch.Clearnet).

5.3 Nuovi profili di regolamentazione e supervisione dell'*exchange industry*

La regolamentazione dell'*exchange industry* assume risvolti di assoluto interesse alla luce dei recenti interventi normativi intervenuti non solo in ambito comunitario (mediante l'approvazione della Direttiva sui mercati di strumenti finanziari - *Mifid*) ma pure nel sistema statunitense. I profili di maggiore rilievo sono rispettivamente connessi con la politica degli accessi ed il regime della trasparenza. Condizione necessaria per garantire l'effettiva sostituibilità tra i servizi offerti dai *competitors* nell'*exchange industry* è che: a) che i prezzi e le altre condizioni di esecuzione che si formano nei diversi mercati siano resi conoscibili all'investitore a costi non discriminatori; b) che l'investitore possa accedere senza discriminazioni ed a condizioni ragionevoli al sistema di *trading* che quota il prezzo migliore nonché ai servizi di regolamento migliori (sotto il profilo delle tariffe praticate e/o della sicurezza dei sistemi gestiti).

Al proposito, si rendono necessarie politiche di regolamentazione delle relazioni industriali tra gestori delle piattaforme (di *trading* e *post trading*) ed utilizzatori delle stesse improntate sulla trasparenza e sulla prevenzione dei potenziali conflitti d'interesse. Sebbene non rientri tra i compiti della regolamentazione prefigurare modelli organizzativi (ad esempio ponendo dei limiti alla diversificazione produttiva o ad integrazioni lungo la filiera) essa deve, comunque, inibire comportamenti che, di fatto, erigano barriere al libero accesso ai servizi dell'*exchange industry*. Dal punto di vista dell'esecuzione degli ordini, vi sono implicazioni di assoluto rilievo e attengono alla relativa perdita di valore del tradizionale rapporto di *membership*. In tal senso, occorre spostare il focus sull'*order routing* tutelando il diritto a dirigere gli ordini sulla piattaforma che quota le condizioni migliori indipendentemente da un rapporto di *membership*. Al limite, ciò dovrebbe condurre ad una effettiva interconnessione tra piattaforme di *trading*, coinvolgendo mercati regolamentati e sistemi alternativi di negoziazione²⁴. D'altro lato, si pone la necessità di assecondare le dinamiche competitive nel comparto del *clearing e settlement*:

- a) sancendo la libertà di un mercato regolamentato di stringere accordi per la compensazione e il regolamento delle transazioni con organismi del *post-trading* di altro stato membro;
- b) sancendo il diritto dei membri e partecipanti ad un mercato regolamentato di avvalersi di un sistema di regolamento delle negoziazioni effettuate su tale mercato anche se diverso dal sistema di regolamento designato dal mercato
- c) ~~inibendo~~ sancendo la separazione tra servizi elementari e, pertanto, non solo tra servizi di *trading* e *post trading* ma pure tra i servizi che comunemente vengono fatti confluire nella categoria del *post trading*.

Gli sviluppi suddetti riqualificano le responsabilità della vigilanza in un contesto ove la fluidità delle dinamiche competitive dell'*exchange industry* non può essere regolata da rigide norme legislative, occorrendo lasciare alla combinazione tra *commitment* individuale degli operatori ed azione dei supervisors la definizione di un quadro pro-competitivo. Entro tale contesto si tende a fare affidamento a codici di condotta. Ad esempio, in relazione ad un comparto delicato dell'industria quale il *post trading*, in ambito comunitario la Commissione al mercato interno ha promosso l'adozione di un codice di condotta con il contributo negoziale degli operatori del comparto.

²⁴ Si pensi ai sistemi di *trading* gestiti da imprese d'investimento che, in ottemperanza al criterio di *best execution*, potrebbero trovarsi nella condizione di accedere alle quotazioni esposte su altra piattaforma.

Peraltro, si osserva come la formazione di gruppi conglomerati possa rendere più nitida l'associazione tra soggetti e strumenti della vigilanza. L'integrazione a livello orizzontale consente la separazione tra la gestione della capogruppo (quotata) e la gestione delle società mercato controllate. La capogruppo sarà, pertanto, sottoposta alle ordinarie regole di vigilanza previste per le società quotate mentre le società mercato controllate saranno vigilate con riferimento alla concessione del diritto d'accesso alle proprie infrastrutture ed alle politiche commerciali praticate. Le responsabilità della vigilanza, in tale contesto, comprenderebbero:

- a) l'*enforcement* delle generali regole *antitrust*²⁵;
- b) la definizione di appropriate misure di *governance*²⁶;
- c) la definizione di adeguate misure di trasparenza ed *accountability*²⁷;
- d) assicurare il coordinamento nella diffusione all'investitore delle informazioni concernenti le condizioni di scambio *pre* e *post trade* in essere sui diversi mercati.

Sotto il profilo sub d), in particolare, sono ipotizzabili modalità diverse per l'assolvimento dell'obbligo di trasparenza. Ad esempio, la Mifid in ambito comunitario lascia la diffusione dell'informazione all'operare delle forze del mercato; l'unico vincolo previsto dalla Mifid è che le informazioni siano rese disponibili su basi commerciali ragionevoli. In tale contesto le *borse* mantengono i diritti di proprietà sui prezzi che in essi si formano e vi provvedono direttamente in proprio alla diffusione. Negli USA, di converso, la diffusione dei dati di mercato si fonda sul funzionamento di due piani di consolidamento, dedicati rispettivamente alla raccolta, elaborazione e distribuzione di dati in tempo reale sui contratti conclusi e sulle quotazioni concernenti azioni ammesse a quotazione al Nyse (CTA network A) e all'American Stock Exchange-AMEX (CTA Network B) ed al Nasdaq (UTP plan)²⁸.

Qualunque sia il meccanismo prescelto, peraltro, le responsabilità della vigilanza sono comunque complesse dovendo garantire la ragionevolezza delle condizioni di cessione dell'informazione e, nel caso in cui si faccia affidamento a dei particolari piani di consolidamento, definire efficienti meccanismi di riparto dei proventi tra i mercati che hanno prodotto l'informazione.

6 Conclusioni

L'integrazione dei mercati dei capitali su scala *cross border* apre notevoli opportunità per l'investitore poiché allarga il dominio delle scelte d'investimento oltre i confini del mercato domestico. Lo stesso processo di aggregazione tra borse amplia la liquidità del mercato con ricadute positive sul processo di *price discovery*. Nel contempo, tali

²⁵ Ad esempio, le aggregazioni tra borse che dovessero condurre a posizioni dominanti nei comparti del trading e del post trading potrebbero superare il giudizio di conformità dei *supervisors* subordinatamente allo scorporo delle società di *post trading* controllate ed il conferimento ad una *subholding* da quotare.

²⁶ Ad esempio rappresentanza, nella struttura proprietaria delle borse e degli organismi di post trading, di tutte le categorie di utenti e presenza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione.

²⁷ Ad esempio, separazione contabile per servizi tipici e servizi accessori nel comparto del post trading (ciò significa, in particolare, imputazione dei costi alle diverse aree di attività secondo una vera e propria logica di contabilità industriale e secondo criteri internazionalmente condivisi) e fatturazione separata degli stessi.

²⁸ Questi si qualificano come associazioni dei partecipanti, rette da un proprio statuto approvato dalla SEC, titolari della proprietà dell'informazione che, una volta consolidata, è diffusa ai data *vendors* ripartendo poi i proventi (dedotti i costi di funzionamento del piano) agli *exchanges* partecipanti.

dinamiche alimentano i rischi di distorsioni competitive. La regolamentazione, nel nuovo contesto, è chiamata a governare la complessità degli assetti organizzativi dell'*exchange industry* conciliando le legittime esigenze strategiche della borsa-impresa in termini di segmenti di business da presidiare con l'esigenza di tutelare la competitività dei mercati.

Le questioni sollevate assumono rilevanza peculiare poiché si intersecano strettamente con i poteri di autoregolamentazione di cui sono titolari gli *exchanges*. La proprietà diffusa, tipica delle società di gestione quotate, può essere un buon strumento per mitigare la portata di tali potenziali conflitti d'interesse sia perché la proprietà tende a differire dai membri sia perché tende ad includere una pluralità di *stakeholders* (ad esempio, investitori istituzionali, emittenti). D'altra parte, reputazione ed efficiente regolamentazione dell'*exchange* dovrebbero essere fattori determinanti per il successo competitivo nel lungo termine. Entro il contesto delineato, la regolamentazione dovrebbe essere leggera, fondandosi sulla definizione di principi generali. Responsabilità importanti spettano alle autorità di vigilanza: è, infatti, l'*enforcement* di tali principi legislativi che può effettivamente conferire efficacia alla disciplina di mercato.

Bibliografia

- AGGARWAL R., 2002, *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*, in "Stern Stewart Journal of Applied Corporate Finance", Vol. 15, n°1.
- ANOLLI M., 2001, *Elementi di economia del mercato mobiliare*, Il Mulino, Bologna.
- ANOLLI M., PETRELLA G., 2003, *La nuova proposta di direttiva sui servizi di investimento e il mercato azionario: concorrenza, liquidità e trasparenza*, in "Bancaria" 9.
- BINI M., 1988, *I titoli azionari e la securities industry in Italia*, EGEA, Milano.
- DE ANGELO H., DE ANGELO L., 2006, *Capital Structure, payout policy and financial flexibility*, USC Marshall School of Business, Working Paper FBE, luglio 2006.
- DI NOIA C,
- 1999, *The stock exchange industry: network effects, implicit mergers and corporate governance*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni di Finanza, n°33.
- 2001, *Customer-Controlled Firms: the Case of Financial Exchanges*, in FERRARINI, HOPT AND WYMEERSCH (2001).
- ECONOMIDES N., 1993, *Network economics with application to finance*, Financial markets institutions and instruments, Vol. 2.
- ECONOMIDES N., FLYER F., 1997, *Compatibility and market structure for network goods*, Stern School of Business.
- FLECKNER A. M., 2006, *Stock exchanges at the crossroad*, Fordham Law Review, Vol. 74.
- GROSSMAN S. J., HART O. D., 1986, *The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical Integration*, in "Journal of political economy", vol. 94.
- GILLAN S. L., 2006, *Recent developments in corporate governance: an overview*, Journal of Corporate Finance, Vol. 12, Issue 3.
- GIOVANNINI GROUP,
- 2001, *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Bruxelles, novembre 2001.
- 2003, *Second report on EU cross-border clearing and settlement arrangements*, Bruxelles, aprile 2003.
- HART O., MOORE J., 1996, *The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership*, Oxford review of economic policy, vol.12, n.4.
- IOSCO,
- 2001a, *Issues Paper on Exchange Demutualization*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
- 2001b, *Relazione del comitato tecnico su "transparency and market fragmentation"*.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in "Journal of Financial Economics", Vol. 3, n°4.

- LANNOO K., LEVINE M., 2001, *The Securities Settlement Industry in the EU Structure, Costs and the Way Forward*, “CEPS Publications”.
- LEE R., 1988, *What is an Exchange?*, Oxford University Press.
- Macey J. R., O’Hara M.,
 1997, *The law and economics of best execution*, Journal of Financial Intermediation, vol°6, n°3.
 1999, *Globalization, exchange governance and the future of exchanges*, in R. Litan e A. Santomero (eds) “Brookings Wharton Papers on Financial Services”.
- PAGANO M., RÖELL A.A., ZECHNER J., 2002, *The geography of equity listing: why do companies list abroad?*, The Journal of Finance, Vol. LVII, n.6.
- PIRRONG C., 2000, *A Theory of Financial Exchange Organization*, in “Journal of Law and Economics”, vol. XLIII, n°2.
- POLATO M.,
 2004, *La securities exchange industry in Italia: listing, trading e post trading nel mercato azionario*, Giappichelli, Torino.
 2006, *Società di gestione e negoziazione di strumenti finanziari azionari: profili microstrutturali e prospettive evolutive*, Giappichelli, Torino.
- POLATO M., FLOREANI J.,
 2005, *Nuovi paradigmi competitivi per gli exchanges: performance economiche ed implicazioni in termini di governance*, in Atti del Convegno “Attualità e prospettive negli Studi di Economia degli Intermediari finanziari”, Parma, 4 novembre 2005 (in corso di stampa).
 2006, *Banks and the value chain in the securities industry: the italian case*, *Transition Studies Review, Wien - NewYork, 2006, N. 1, Vol. 13, pp. 111 – 130*.
 2007, *Società di gestione quotate: organizzazione e governance nel nuovo assetto competitivo*, Banche e Banchieri, n°1.
- ROOKS G., RAUB W., TAZELAAR F., 2006, *Ex post problems in buyer-supplier transactions: effects of transactions characteristics, social embeddedness and contractual governance*, Journal of Management and Governance, Vol. 10, n°3.
- STEIL B., *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000.
- STEIL B., AGGARWAL R., *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*, in “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 15, n°1, 2002.
- WAGNER W. H., EDWARDS M., 1993, *Best execution*, Financial Analysts Journal, n°49.
- World Federation of Exchanges, 2004, *Extended Exchange Services. Survey Conducted for the WFE Working Committee by the Taiwan Stock Exchange Corporation*, Marzo.