

**Convegno ADEIMF 2008**  
**Capri - Certosa di San Giacomo, 13-14 Giugno 2008**

**Le borse valori europee: assetti proprietari, conflitti di interessi e  
natura di customer-controlled firms**

**Gianni Nicolini**  
*Università di Roma "Tor Vergata"*  
*e.mail: [gianni.nicolini@uniroma2.it](mailto:gianni.nicolini@uniroma2.it)*

# Le borse valori europee: assetti proprietari, conflitti di interessi e natura di customer-controlled firms

Gianni Nicolini

Università di Roma "Tor Vergata"

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

## Abstract

La struttura del mercato mobiliare europeo ha subito negli ultimi dieci anni profondi cambiamenti. In particolare, il processo di demutualizzazione ha affermato la natura imprenditoriale della gestione dei mercati di borsa separando, almeno sul piano concettuale, la gestione del mercato dall'utilizzo dello stesso. A dieci anni dal TUF è interessante analizzare come siano mutate le figure del mercato. L'effettiva separazione tra l'organizzazione e la gestione del mercato – affidate alle società di gestione del mercato – e l'utilizzo dei servizi offerti dal mercato stesso ad intermediari, emittenti ed investitori, è tutt'altro che scontata.

Il lavoro intende verificare empiricamente le relazioni tra i diversi stakeholders (in particolare gestori del mercato ed utilizzatori) delineate in letteratura a partire dalla seconda metà degli anni '90. I riferimenti più diretti sono ai lavori di Hart-Moore (1996), Di Noia (1998), Domowitz-Lee (1998), Cybo Ottone - Di Noia - Murgia (2000) e Domowitz (2002).

È in particolare la presenza di intermediari finanziari ed investitori istituzionali nella compagine azionaria delle borse valori a destare particolare interesse. Per evidenziare la presenza di conflitti di interessi tra *mercati-providers* e *intermediari-customers* si partirà da una ricostruzione degli assetti proprietari delle principali borse valori europee. Si individuerà il peso dei diversi intermediari nei rispettivi mercati e, comparando i due set informativi, si verificherà il grado di separazione tra controllo ed utilizzo del mercato, arrivando a separare i mercati con natura di *customer-controlled firms* da quelli effettivamente *demutualized*.

Per identificare il peso dei diversi azionisti in termini di diritti di voto in assemblea, si utilizzeranno i dati sui detentori di partecipazioni rilevanti forniti dalle stesse borse valori. Partendo dall'elenco degli intermediari autorizzati si procederà ad identificare le relazioni tra ownership e membership delle borse, risalendo al grado di customer-controlled firm delle società di gestione dei mercati. Viceversa, una netta separazione tra azionisti ed intermediari farà emergere la natura demutualized della borsa.

L'analisi potrà essere supportata da una comparazione delle strutture di pricing dei servizi di borsa (listing, trading, price-discovery) con gli assetti proprietari delle singole borse, finalizzata a far emergere eventuali distorsioni nella struttura del pricing riconducibili a situazioni di conflitti di interessi causate dalla presenza di stakeholders multiruolo. Nel caso di borse governate da stakeholders multiruolo dove la natura di cliente-intermediario prevale su quella di proprietario-azionista è probabile che la struttura dei costi sia più contenuta rispetto a borse demutualizzate, dove l'autonomia decisionale degli azionisti identificherà una struttura di pricing dei servizi di borsa maggiormente orientata al profitto.

La struttura del lavoro segue il percorso appena descritto. Nel paragrafo 1 si ricostruirà l'evoluzione concettuale della natura delle borse valori, sottolineando i cambiamenti ad essa apportati dal processo di demutualization. Il paragrafo 2 analizzerà la struttura proprietaria delle principali borse valori europee, mentre il paragrafo 3 sarà dedicato ad un'analisi degli intermediari finanziaria autorizzati. Nel paragrafo 4 verranno verificati i legami tra azionisti ed intermediari di borsa, mentre il paragrafo 5 valuterà le strutture di pricing dei servizi di borsa alla luce delle considerazioni precedentemente svolte. Il lavoro si conclude con alcune considerazioni di sintesi.

**Keywords:** demutualization, borse, stakeholders multiruolo, customer-controlled firms

**JEL number:** G10, G15

# **Le borse valori europee: assetti proprietari, conflitti di interessi e natura di customer-controlled firms**

## Introduzione

1. L'evoluzione del ruolo e della natura delle borse valori
2. Gli assetti proprietari delle borse valori europee
3. Gli intermediari finanziari nelle borse europee
4. Conflitti di interesse e la natura di customer-controlled firms delle borse europee: il peso degli owner-members
5. Il pricing dei servizi di borsa

## Conclusioni

## *Bibliografia*

# Le borse valori europee: assetti proprietari, conflitti di interessi e natura di customer-controlled firms

(di Gianni Nicolini)

## Introduzione

Il quadro normativo-istituzionale del mercato mobiliare europeo ha subito notevoli cambiamenti nella seconda metà degli anni '90. Il decreto Eurosif<sup>1</sup> e l'emanazione del testo unico sull'intermediazione finanziaria<sup>2</sup> hanno creato le premesse per l'avvio di una fase di cambiamento radicale. A dieci anni da questi cambiamenti è possibile valutare se gli obiettivi di aumento del grado di concorrenza tra borse valori e di integrazione dei mercati finanziari sono stati raggiunti.

Con il presente lavoro si vuole in particolare verificare il grado di separazione tra il controllo delle società di gestione delle borse (ownership) e l'utilizzo dei mercati stessi da parte degli intermediari finanziari (membership). Se infatti in un contesto improntato al mutualismo, la natura cooperativa della borsa prevedeva come elemento costitutivo il controllo della borsa da parte degli intermediari finanziari chiamati ad operare su di essa, il riconoscimento della natura imprenditoriale della gestione dei mercati di borsa ha incentivato l'abbandono di soluzioni nelle quali la borsa viene di fatto ad essere una customer-controlled firm, per suggerire il passaggio verso soluzioni organizzative nelle quali la separazione tra controllo ed utilizzo del mercato è definita in modo netto. Allo stesso modo mercati nei quali della gestione degli scambi viene incaricato un ente pubblico hanno visto nella demutualizzazione<sup>3</sup> venir meno la ragione alla base del controllo pubblico del mercato.

Se in linea di principio l'avvicinamento verso soluzioni organizzative basate su società di diritto privato orientate al profitto è ormai possibile da diversi anni, il presente lavoro vuole verificare empiricamente i cambiamenti avvenuti nella struttura dei controlli delle borse europee. A tal fine si è verificato il grado di concentrazione del capitale azionario delle società di gestione delle borse europee, analizzando la natura member/non member dei principali azionisti di riferimento. L'ipotesi alla base del lavoro è che una gestione della borsa basata sul concetto di borsa come cooperativa di intermediari, è tendenzialmente orientata verso una struttura azionaria diffusa nella quale l'incentivo da parte del singolo intermediario-azionista a detenere una quota di maggioranza è sminuito dall'utilizzo a logiche di gestione orientata alla condivisione dei costi di gestione anziché all'ottenimento di un profitto. Strutture societarie nelle quali il capitale della borsa è scarsamente concentrato ed è detenuto da intermediari finanziari operativi sulla borsa medesima verranno associate a logiche di gestione mutualistiche. Viceversa, in presenza di una separazione tra azionisti ed intermediari si attribuirà al mercato natura demutualizzata.

Il lavoro si inserisce in quel filone della letteratura che ha analizzato i cambiamenti nel concetto di borsa valori e ne ha approfondito le relazioni tra azionisti ed intermediari, ponendo particolare attenzione ai conflitti di interesse derivanti dalle customer-controlled firms. Lavori particolarmente vicini a tali aspetti sono quelli di Hart-Moore (1996), Di Noia (1998), Domowitz-Lee (1998), Cybo Ottone - Di Noia - Murgia (2000) e Domowitz (2002).

Le implicazioni delle logiche di gestione sul pricing dei servizi di borsa (listing, trading, price-discovery) consentono di utilizzare la struttura delle fees come ulteriore elemento di indagine. Borse mutualistiche, improntate a logiche di condivisione dei costi, presenteranno, a parità di condizioni,

---

<sup>1</sup> Decreto Lgs. 23 Luglio 1996 n.415.

<sup>2</sup> Decreto Lgs. 24 Febbraio 1998 n.58

<sup>3</sup> Con il termine demutualizzazione si indica la trasformazione delle borse valori da organismi senza fini di lucro basati su logiche cooperative a società di diritto private orientate al profitto. Per approfondimenti si vedano Alemanni (2003), Cybo-Ottone, Di Noia, Murgia (2001), Lucarelli (2001)

costi di accesso ed utilizzo del mercato più contenuti rispetto a mercati nei quali l'obiettivo di un utile dalla gestione contribuirà ad aumentare i costi di utilizzo del mercato per gli intermediari. A tal fine, l'analisi sul rapporto ownership-membership è stata supportata da un'analisi delle strutture di pricing adottate dalle singole borse.

La struttura del lavoro prende spunto da un'analisi dei principali cambiamenti avvenuti nel mercato mobiliare europeo negli ultimi anni (par. 1), per poi analizzare la struttura dell'azionariato delle società di gestione del mercato mobiliare europeo (par. 2). I dati sulla membership degli intermediari finanziari (par. 3) consentirà di verificare il grado di separazione tra proprietà e controllo nei mercati e quindi la natura customer-controlled delle borse europee (par. 4). L'analisi del pricing dei servizi di borsa (par. 5) introdurrà nuovi elementi di analisi, precedendo alcune considerazioni conclusive.

## **1. L'evoluzione del ruolo e della natura delle borse valori**

Le innovazioni che negli ultimi dieci anni hanno interessato le borse valori europee sono state numerose ed importanti. Sul modo di organizzare e gestire una borsa valori, ma prima ancora sul concetto stesso di borsa, hanno influito interventi normativi, novità tecnologiche e fattori valutari<sup>4</sup>. L'introduzione dell'euro e la possibilità di negoziare su una borsa senza esservi fisicamente presenti (remote access) hanno contribuito fortemente ad abbattere le barriere di ingresso tra i diversi mercati, riducendo complessivamente il grado di segmentazione del mercato mobiliare europeo. A creare le condizioni del cambiamento profondo che ha interessato il mercato mobiliare europeo negli ultimi anni ha contribuito in modo sostanziale l'affermazione di un nuovo concetto di borsa valori, in base al quale ad essa vengono riconosciuti una natura privata ed un orientamento al profitto.

Un modello organizzativo di borsa basato su una struttura societaria di diritto privato ha consentito di superare gli ostacoli che impedivano operazioni di integrazione tra borse. I modelli organizzativi precedenti trovavano un proprio fondamento logico in due diversi approcci all'attività di borsa. Nell'approccio anglosassone era prevalente una logica mutualistica, in base alla quale il fine di una borsa era agevolare gli scambi tra un insieme di intermediari collegati tra loro da rapporti di natura cooperativa. Da questa prospettiva l'attività di borsa di organizzazione e gestione dei mercati assume natura strumentale all'attività di scambio posta in essere dagli intermediari. In una simile accezione il concetto di borsa esclude un orientamento al profitto. Il secondo approccio, proprio dei paesi dell'Europa continentale, attribuiva alla borsa una funzione pubblica che, in quanto tale, si riteneva opportuno venisse svolta da soggetti di diritto pubblico. Ad attribuire una finalità di interesse sociale alla gestione dei mercati mobiliari era la circostanza che in borsa transitassero i risparmi degli investitori. Riconoscendo il risparmio come un'attività meritevole di tutela, ne conseguiva la necessità da parte dello stato di un controllo diretto delle strutture preposte all'intermediazione mobiliare.

Con il decreto Eurosime si è affermata la natura imprenditoriale all'attività di organizzazione e gestione dei mercati di borsa. La borsa viene assimilata ad un'impresa di servizi. Essa si rivolge ad una clientela di intermediari, offrendo loro servizi di selezione degli strumenti negoziati (listing), di ricerca della controparte (trading) e di informazione (price discovery). Conseguenze dirette di tale nuovo concetto di borsa sono (1) la natura privatistica (societaria) delle borse valori, (2) l'orientamento al profitto e (3) la possibilità di dar vita ad operazioni di M&A e più in generale la possibilità di avviare progetti di integrazione tra diverse borse valori.

---

<sup>4</sup> Si vedano Hasan-Malkamaki-Schmiedel (2002) e Lee (2002)

All'affermazione sul piano teorico della separazione tra la gestione del mercato, affidata alla società di gestione, e l'utilizzo dello stesso da parte degli intermediari non è però sempre seguita sul piano concreto una separazione dei ruoli. Il processo di demutualizzazione che ha caratterizzato la fine degli anni novanta ed i primi anni del 2000, in molti casi ha prodotto una trasformazione più formale che sostanziale. La trasformazione in società per azioni non ha infatti necessariamente implicato il trasferimento del controllo a nuovi soggetti economici<sup>5</sup>. In molti casi la natura tendenzialmente mutualistica del mercato è rimasta inalterata, pur se rinnovata nella veste formale, comportando invece un'alterazione delle logiche di gestione rispetto a quelle che di norma dovrebbero guidare una società orientata al profitto. Una società di gestione della borsa controllata dagli intermediari "owners", che su di essa si trovano ad operare come intermediari "members", è tendenzialmente portata ad operare in situazioni di conflitto di interesse, con conseguenze notevoli in materia di strategie aziendali e, soprattutto, di politiche di pricing.

L'analisi della compagine azionaria delle borse verrà impiegata in una duplice verifica. Il confronto degli azionisti di rilevanza delle borse con gli intermediari autorizzati ad operare sui di esse consentirà di verificarne la natura di customer-controlled firm. Confrontando tra loro le identità degli azionisti delle diverse borse sarà invece possibile verificare la presenza simultanea dei medesimi soggetti in diverse borse. Quest'ultimo fattore, pur non condizionando direttamente la natura customer-controlled della borsa, è comunque in grado di condizionare le scelte strategiche delle singole borse.

## 2. Gli assetti proprietari delle borse valori europee

L'analisi degli assetti proprietari delle borse valori europee ha preso in considerazione i seguenti Paesi<sup>6</sup>: Austria, Belgio, Bulgaria, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Norvegia, Polonia, Portogallo, Repubblica ceca, Romania, Slovenia, Spagna, Svezia, Uk, Ungheria.

In particolare le società di gestione (exchange) considerate sono quelle indicate nella Tabella 1:

Paese	Exchange
Austria	Wiener Borse
Belgio	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV
Bulgaria	Bulgarian (Sofia) Stock Exchange
Danimarca	NASDAQ OMX Group
Estonia	Tallin Stock Exchange
Finlandia	NASDAQ OMX Group
Francia	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV
Germania	Deutsche Börse
Grecia	Athens Stock Exchange (Hellenic Exchanges SA Holding)
Irlanda	Irish Stock Exchange
Italia	Borsa Italiana (LSE Group)
Lettonia	Riga Stock Exchange
Lituania	Vilnius Stock Exchange
Norvegia	Oslo Bors
Olanda	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV
Polonia	Warsaw Stock Exchange
Portogallo	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV
Repubblica ceca	Prague Stock Exchange

<sup>5</sup> Pirrong (2000).

<sup>6</sup> Non è stata considerata la Svizzera per assenza di dati disponibili.

Romania	Bucarest Stock Exchange (Romania)
Slovenia	Ljubljana Stock Exchange (Slovenia)
Spagna	BME - Bolsa y mercados espanoles
Svezia	NASDAQ OMX Group
Uk	London Stock Exchange (LSE Group)
Ungheria	Budapest Stock Exchange

**Tabella 1: borse valori analizzate**

Per ogni borsa sono stati identificati gli azionisti di riferimento della società di gestione. I dati provengono da Bloomberg e sono stati integrati con informazioni provenienti dalla documentazione ufficiale delle singole società di gestione<sup>7</sup>.

Prima di analizzare il peso e la natura dei singoli azionisti si è proceduto ad un'analisi del grado di concentrazione dell'azionariato, finalizzata a verificare la presenza ed il peso di azionisti rilevanti e, più in generale, a misurare la natura più o meno accentuata di public company di ogni singola borsa. Come misura di concentrazione si è utilizzato l'indice di Gini, calcolato nel modo seguente:

$$R_G = \frac{\sum_{i=1}^{n-1} (P_i - Q_i)}{\sum_{i=1}^{n-1} P_i}$$

*Dove:*

$R_G$  = indice di Gini

$P_i$  = valore (teorico) cumulato della percentuale di azioni detenute dai primi "i" azionisti in caso di equidistribuzione

$Q_i$  = valore cumulato della percentuale di azioni effettivamente detenute dai primi "i" azionisti

L'intervallo di variazione dell'indice è (0;1). Il valore 0 viene assunto in caso di minima concentrazione dell'azionariato, ovvero nel caso in cui le percentuali azionarie effettivamente detenute dai singoli azionisti siano equidistribuite. Il valore tende invece ad 1 nel caso in cui un singolo azionista detenga una percentuale del capitale della società di gestione prossima al 100% e gli altri azionisti detengano quote di partecipazioni prossime a zero, definendo quindi una situazione di massima concentrazione.

Dato che una gestione della borsa basata su una logica mutualistica prevede tendenzialmente una equa distribuzione dei costi di gestione della borsa tra i singoli azionisti-intermediari (owner-member) ed ipotizzando un uguale utilizzo dei servizi di borsa da parte degli intermediari-azionisti (owners-members), per borse tendenzialmente orientate ad una logica mutualistica bisognerebbe attendersi un indice di concentrazione prossimo a zero.<sup>8</sup>

Rimuovendo l'ipotesi (forte) di perfetta uguaglianza nell'intensità dell'utilizzo dei servizi di borsa, da una logica di gestione cooperativa è comunque ragionevole attendersi un valore dell'indice di concentrazione contenuto.

I risultati dell'analisi di concentrazione sono riportati nella Tabella 2 di seguito riportata.

<sup>7</sup> La documentazione utilizzata riguarda bilanci societari (note integrative) ed altra documentazione finalizzata ad attività di investors relationship.

<sup>8</sup> In caso di uguale utilizzo dei servizi di borsa da parte di tutti gli intermediari e nell'ipotesi di corrispondente uguale partecipazione al capitale sociale della borsa, verificandosi l'ipotesi di equidistribuzione del capitale sociale, si otterrebbe un valore di  $R_G$  pari a 0.

<b>Paese</b>	<b>Borsa (Exchange)</b>	<b>R<sub>G</sub>-Gruppo</b>	<b>R<sub>G</sub>-Società</b>
Austria	Wiener Borse	0,5919	(no gruppo)
Belgio	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV	0,5984	0,9961
Bulgaria	Bulgarian (Sofia) Stock Exchange	0,5293	(no gruppo)
Danimarca	NASDAQ OMX Group	0,7544	n.d.
Estonia	Tallin Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	0,7544	n.d.
Finlandia	NASDAQ OMX Group	0,7544	n.d.
Francia	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV	0,5984	0,9961
Germania	Deutsche Börse	0,7227	(no gruppo)
Grecia	Athens Stock Exchange (Hellenic Exchanges SA Holding)	0,6713	(no gruppo)
Irlanda	Irish Stock Exchange*	n.d.	n.d.
Italia	Borsa Italiana (LSE Group)	0,7267	0,9980
Lettonia	Riga Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	0,7544	n.d.
Lituania	Vilnius Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	0,7544	n.d.
Norvegia	Oslo Bors	0,4689	(no gruppo)
Olanda	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV	0,5984	0,9961
Polonia	Warsaw Stock Exchange	0,9900	(no gruppo)
Portogallo	Nyse Euronext Inc. /Euronext NV	0,5984	0,9961
Repubblica ceca	Prague Stock Exchange	0,7591	(no gruppo)
Romania	Bucarest Stock Exchange (Romania)	0,1858	(no gruppo)
Slovenia	Ljubljiana Stock Exchange (Slovenia)	0,1480	(no gruppo)
Spagna	BME - Bolsa y mercados espanoles	0,6540	(no gruppo)
Svezia	NASDAQ OMX Group	0,7544	n.d.
Uk	London Stock Exchange (LSE Group)	0,7267	0,9950
Ungheria	Budapest Stock Exchange	0,8670	(no gruppo)
<b>Media</b>		<b>0,6505</b>	<b>0,9963</b>

**Tabella 2: indice di concentrazione delle borse europee**

\* I dati della Irish Stock Exchange non sono disponibili in quanto l'ISE non prevede un capitale sociale ripartito in azioni. L'ISE si basa esplicitamente su una struttura organizzativa di stampo cooperativo impostata su criteri mutualistici.

La colonna R<sub>G</sub>-Società riporta i risultati dell'analisi di concentrazione che ha preso in considerazione la composizione azionaria della singola società di gestione che controlla direttamente il singolo mercato. L'analisi è stata però approfondita con un secondo livello di indagine, volto a considerare i legami societari tra diverse borse. La presenza di progetti di integrazione tra borse ha portato diverse società di gestione ad essere controllate in modo pressoché totalitario da altre società appositamente costituite allo scopo di realizzare gruppi societari focalizzati nei business della exchange industry. L'analisi di concentrazione è stata quindi estesa anche alle società capogruppo. I risultati sono riportati nella colonna R<sub>G</sub>-Gruppo.

Nel caso in cui una borsa faccia parte di un progetto di integrazione, la presenza nel capitale della holding a capo del progetto è prossima al 100%. Pur in presenza di azionisti di minoranza, il grado di concentrazione dell'azionariato nelle singole borse è mediamente pari a 0,9963. Si può quindi affermare che il coinvolgimento di una borsa in un progetto di integrazione è una scelta che risulta essere ampiamente assecondata, che vede il coinvolgimento di tutti gli azionisti di riferimento.



L'analisi più interessante è comunque quella che considera i soggetti economici che realmente controllano le borse, indipendentemente dall'articolazione o meno del controllo in un gruppo societario. La colonna R<sub>G</sub>-Gruppo riporta i valori dell'indice di Gini di due diverse categorie di borse. Nel caso di borse facenti parte di un progetto di integrazione, i dati si riferiscono alle società al vertice del gruppo (Nyse-Euronext, Nasdaq-Omx, London Stock Exchange Group), mentre nel caso di società stand-alone i dati riguardano la singola società di gestione (Deutsche Börse, Irish Stock Exchange, Wiener Borse, ecc.). Non limitandosi a considerare le singole società ed allargando la prospettiva di indagine ai gruppi, l'indice di concentrazione medio del campione scende a 0,6505, indicando un grado di concentrazione dell'azionariato nettamente meno accentuato.

I dati più eclatanti sono quelli relativi a Romania e Slovenia. La Bucarest Stock Exchange e la Ljubljiana Stock Exchange mostrano rispettivamente indici di concentrazione pari a 0,1850 e 0,1480, denotando una struttura societaria particolarmente livellata, dove il grado di dispersione attorno alla media della percentuale di capitale detenuta da ogni socio è minimo. In base ai ragionamenti proposti in precedenza, si può affermare che tali borse mostrano un grado di concentrazione coerente con una logica di gestione mutualistica.

Evidenziano un grado di concentrazione del capitale contenuto anche i mercati austriaco, bulgaro e norvegese, così come è scarsamente concentrato il capitale del Nyse-Euronext Group. Mentre per il primo gruppo di Paesi si può ipotizzare una logica di gestione mutualistica, nel caso del progetto di integrazione, prima di giungere alle medesime conclusioni, è opportuno tener conto di ulteriori elementi di indagine<sup>9</sup>.

Misurando il grado di concentrazione del capitale nelle singole società si sono analizzati il peso, l'identità e la natura degli azionisti di rilevanza delle singole società. I risultati sono sintetizzati nella Tabella 3.

Borsa (Exchange)	%	Azionista	Natura
<b>London Stock Exchange Group</b> (London Stock Exchange, Borsa Italiana)	20,62%	Borse Dubai LTD	Borsa (exchange)
	15,09%	Qatar investment authority	Ente governativo (foreign)
	11,06%	Kinetics asset management Inc.	Investitore istituzionale
	7,68%	JP Morgan Asset MGMT UK	Intermediario fin. (banca)
	6,92%	Horizon Asset Management Inc.	Investitore istituzionale
Totale	<b>61,37%</b>		
<b>NASDAQ OMX Group</b> (Svezia, Finlandia, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania)	30,35%	Borse Dubai LTD	Exchange
	12,03%	Horizon Asset Management Inc.	Investitore istituzionale
	5,70%	Kinetics asset management Inc.	Investitore istituzionale
	4,42%	Lateef Management Associates	Investitore istituzionale
	3,04%	AXA	Intermediario finanziario
Totale	<b>55,54%</b>		
<b>Nyse Euronext Inc.</b> (Francia, Olanda, Belgio, Portogallo)	5,76%	Atticus Capital Lp	Investitore istituzionale
	4,53%	Horizon Asset Management Inc.	Investitore istituzionale
	3,65%	Kinetics asset management Inc.	Investitore istituzionale
	3,56%	Axa	Intermediario fin. (banca)
	2,90%	Barclays Global Investors UK	Intermediario fin. (banca)
Totale	<b>20,40%</b>		
<b>BME - Bolsa y mercados espanoles</b>	8,42%	Banco Santander Central Hispano (BSCH)	Intermediario fin. (banca)

<sup>9</sup> In particolare, nel prosieguo del lavoro si accosterà all'analisi di concentrazione, un'analisi della natura member/ non-member dei singoli azionisti rilevanti, tenendo conto anche della diversa numerosità degli azionisti che compongono le rispettive compagini sociali.

	6,62%	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Intermediario fin. (banca)
	5,34%	Banco de Espana	Ente governativo (local)
	4,11%	Calyion	Intermediario fin. (banca)
	3,53%	Criteria Caixacorp SA	Intermediario fin. (banca)
<b>Totale</b>	<b>28,02%</b>		
<b>Deutsche Börse</b>	12,22%	Atticus Capital Lp	Investitore istituzionale
	10,53%	Childrens Inv. Fund MGMT UK LL	Investitore istituzionale
	3,60%	UBS AG	Intermediario fin. (banca)
	3,58%	Barclays Global Investors UK	Intermediario fin. (banca)
	3,10%	Lone Pine Capital LLC	Investitore istituzionale
<b>Totale</b>	<b>33,03%</b>		
<b>Hellenic Exchanges SA Holding</b>	16,00%	Stichting Pensioen Fonds ABP	Investitore istituzionale
	13,00%	Deutsche Bank	Intermediario fin. (banca)
	13,00%	Agricultural Bank of Greece	Intermediario fin. (banca)
	5,00%	Fidelity Management & Research	Investitore istituzionale
	3,00%	AIG Global Investment Corp	Investitore istituzionale
<b>Totale</b>	<b>50,00%</b>		
<b>Oslo Bors</b>	19,15%	DNB Nordbank ASA	Intermediario fin. (banca)
	10,00%	KLP Ikk Aksjer	Investitore istituzionale
	8,52%	Norsk Hydros Pensjonskasse	Investitore istituzionale
	7,03%	Pareto AS	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	5,99%	Landsbanki Islands HF	Intermediario fin. (banca)
<b>Totale</b>	<b>50,69%</b>		
<b>Wiener Borse</b>	11,71%	Bank Austria Creditanstalt AG	Intermediario fin. (banca)
	9,44%	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG	Intermediario fin. (banca)
	6,11%	Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft	Intermediario fin. (banca)
	5,86%	Oesterreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft	Ente governativo (local)
	5,14%	Böhler-Uddeholm Aktiengesellschaft	Impresa non finanziaria
<b>Warsaw Stock Exchange</b>	98,00%	Ministero del Tesoro (polacco)	Ente governativo (local)
<b>Totale</b>	<b>98,00%</b>		
<b>Prague Stock Exchange</b>	24,75%	Patria Finance A.S.	Intermediario fin. (banca)
	14,61%	Ceska sporitelna A.S.	Intermediario fin. (banca)
	12,07%	PPF Banka A.S.	Intermediario fin. (banca)
	11,46%	Komercni banka A.S.	Intermediario fin. (banca)
	8,32%	Vseobecna uverova Banka A.S.	Intermediario fin. (banca)
<b>Totale</b>	<b>71,21%</b>		
<b>Budapest Stock Exchange</b>	25,20%	Unicredit Bank Hungary ZRT	Intermediario fin. (banca)
	12,50%	Wiener Borse AG	Borsa (exchange)
	12,50%	Osterreichische Kontrollbank AG	Ente governativo (local)
	6,95%	Magyar nemzeti Bank	Intermediario fin. (banca)
	6,47%	Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG	Intermediario fin. (banca)
<b>Totale</b>	<b>63,62%</b>		
<b>Bucarest Stock Exchange (Romania)</b>	2,96%	SSIF Broker SA	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	2,79%	HTI Valori mobiliare SA	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	2,52%	Intervam SA	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	1,92%	WBS Romania SA	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	1,67%	KBC Securities Romania SSIF SA	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
<b>Totale</b>	<b>11,86%</b>		
<b>Ljubljana Stock Exchange</b>	9,90%	Probanka	Intermediario fin. (banca)

(Slovenia)	6,20%	Nova Ljubljanska Banka	Intermediario fin. (banca)
	5,72%	Nova Kreditna Banka Maribor	Intermediario fin. (banca)
	5,72%	AC - SIN	Intermediario fin. (Impresa di investimento)
	5,72%	Abanka Vipa	Intermediario fin. (banca)
Totale	<b>33,26%</b>		

**Tabella 3: azionisti di rilevanza delle borse valori europee**

L'analisi degli azionisti consente diverse considerazioni. Un primo elemento di interesse riguarda il peso dei progetti di integrazione nel mercato mobiliare europeo. Tutte le principali borse valori sono coinvolte in progetti di integrazione. L'unica eccezione è Deutsche Börse, per la quale però è comunque presente una strategia di integrazione, anche se non basata su una logica di gruppo<sup>10</sup>.

In secondo luogo va sottolineata la totale assenza di imprese industriali nel controllo delle società di gestione delle borse valori europee. Tranne nel caso della Wiener Börse, dove una società industriale (Böhler-Uddeholm AG) detiene il 5,14% della borsa austriaca, si denota una netta autonomia del settore finanziario (mobiliare) dell'economia europea rispetto alla componente industriale.

Il peso marginale degli enti governativi nel controllo delle borse valori denota l'abbandono del modello organizzativo continentale e quindi l'uscita dello stato dal controllo della singola borsa. A porsi come eccezione rimane il mercato polacco, dove il Ministero del Tesoro detiene ancora la proprietà della borsa valori.

Entrando nello specifico delle singole realtà, le partecipazioni delle società mediorientali (Dubai Stock Exchange e Qatar Investment Authority) in diverse borse europee è motivo di particolare interesse. Da un lato ciò conferma la tendenza dell'integrazione dell'exchange industry ad assumere dimensioni che vanno oltre il contesto europeo. Se già i progetti Nyse-Euronext e Nasdaq-Omx avevano creato collegamenti stretti tra l'exchange industry europea e quella nord-americana, l'acquisizione di partecipazioni rilevanti in queste due realtà da parte di operatori dell'exchange industry mediorientale allarga ulteriormente le prospettive geografiche dei processi di integrazione.

A rendere ancora più fitta la trama tra i diversi mercati nazionali contribuisce la simultanea presenza nell'azionariato di diverse borse di un gruppo ristretto di soggetti economici. Oltre alla Borse Dubai Ltd, assumono un posizionamento strategico in diverse borse anche Kinetics Asset Management Inc. e Horizon Asset Management Inc. Entrambe queste società sono tra i primi 5 azionisti di riferimento del London Stock Exchange Group, del Nasdaq-Omx Group e del Nyse-Euronext Group. La presenza dei medesimi azionisti nelle diverse assemblee è motivo di interesse non solo per interpretare la situazione attuale del mercato mobiliare europeo, ma anche per valutare le prospettive future del medesimo. La presenza dei medesimi azionisti in diverse borse è infatti un elemento di forte condizionamento nei processi decisionali inerenti le scelte di integrazione tra mercati<sup>11</sup>.

### **3. Gli intermediari finanziari nelle borse europee**

La valutazione della natura di customer-controlled firm delle borse europee richiede un'analisi del numero e dell'operatività degli intermediari finanziari presenti nelle diverse piazze finanziarie<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Nicolini (2005).

<sup>11</sup> Nicolini (2007).

<sup>12</sup> I dati e le considerazioni si riferiscono ai mercati azionari gestiti dalle singole borse valori europee. Non sono quindi considerati i dati relativi a mercati obbligazionari, derivati ed eventuali altri mercati gestiti dalle medesime exchange (commodities, energy, ect.).

Dall'analisi condotta su dati della World Exchange Organizations<sup>13</sup> e delle informazioni fornite dalle singole borse valori si è proceduto a verificare il ruolo dei diversi intermediari nel mercato mobiliare europeo. Rispetto a precedenti lavori in letteratura<sup>14</sup> dove si è analizzata l'operatività transfrontaliera degli emittenti ed intermediari finanziari europei, soffermandosi sulla rilevanza nei diversi mercati di operatori stranieri, nel presente lavoro si è adottata una prospettiva che, ad un'analisi basata sulla nazionalità degli intermediari mobiliari europei complessivamente considerati, ha preferito un'analisi volta a verificare l'operatività dei singoli intermediari. L'assenza di dati ufficiali sull'operatività di specifici intermediari nei singoli mercati<sup>15</sup> impedisce di definire un sistema di pesi in base al quale valutare la rilevanza dello specifico intermediario rispetto all'operatività di una singola borsa.

L'analisi ha quindi utilizzato come misura di operatività dei singoli intermediari la loro inclusione nelle members lists, ovvero negli elenchi di intermediari autorizzati ad operare sulla singola borsa.

Dall'analisi sono emerse anzitutto nette differenze nella numerosità degli intermediari nelle singole borse (Tabella 4).

<b>Borsa (Exchange)</b>	<b>Paese</b>	<b>Members</b>
Athens Stock Exchange (Hellenic Exchanges SA Holding)	Grecia	74
BME - Bolsa y mercados espanoles	Spagna	66
Borsa Italiana (LSE Group)	Italia	100
Bucarest Stock Exchange (Romania)	Romania	75
Budapest Stock Exchange	Ungheria	24
Bulgarian (Sofia) Stock Exchange	Bulgaria	76
Deutsche Börse	Germania	255
Ljubljana Stock Exchange (Slovenia)	Slovenia	23
London Stock Exchange (LSE Group)	Uk	447
NASDAQ OMX Group*	Danimarca	130
	Finlandia	
	Svezia	
Nyse Euronext Inc. /Euronext NV**	Belgio	222
	Francia	
	Olanda	
	Portogallo	
Oslo Bors	Norvegia	69
Prague Stock Exchange	Repubblica ceca	21
Riga Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	Lettonia	28

<sup>13</sup> World Exchange Organizations, "Statistics on Equity market for 2007", 2008.

<sup>14</sup> Si vedano Halling-Pagano-Randl-Zechner (2003).

<sup>15</sup> Per valutare la rilevanza di un operatore all'interno di un mercato è necessario disporre di informazioni relative al controvalore degli scambi intermediati in un singolo mercato all'interno di un periodo, agli importi riconosciuti alla società di gestione del mercato per l'accesso e l'utilizzo del mercato (admission fees, trading fees, ad-valorem fees, ecc.) o ai ricavi netti derivanti dall'attività di brokerage. I dati sull'identità dell'intermediario che veicola una proposta di negoziazione, pur rilevati dalla società di gestione della borsa per fini di vigilanza, non sono accessibili al pubblico. I dati sulla scomposizione dei ricavi della società di gestione non vengono altresì pubblicati. Dai bilanci dei singoli intermediari non è invece possibile distinguere tra le voci di ricavo componenti specifiche relative all'attività di brokerage su valori mobiliari; nel caso di operatori presenti in diversi mercati non è inoltre indicata l'origine geografica dei ricavi medesimi.

SWX - The Swiss Exchange	Svizzera	125
Tallin Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	Estonia	29
Vilnius Stock Exchange (NASDAQ OMX Group)	Lituania	31
Warsaw Stock Exchange	Polonia	46
Wiener Börse	Austria	72

**Tabella 4: numero di intermediari autorizzati (members) sulle borse europee**

\* I dati si riferiscono agli intermediari autorizzati ad operare sulle borse europee del gruppo (Stoccolma, Helsinki, Copenaghen) esclusi i mercati delle repubbliche baltiche (Lettonia, Estonia e Lituania) e non comprendono gli intermediari del mercato nord-americano (Nasdaq).

\*\* I dati si riferiscono agli intermediari autorizzati ad operare sulle borse europee del gruppo (Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Lisbona) e non anche gli intermediari autorizzati ad operare sui mercati (Nyse).

Se sul London Stock Exchange operano oltre 400 intermediari e a seguire i mercati che prevedono almeno 100 intermediari sono cinque (Borsa Italiana, Deutsche Börse, NASDAQ OMX, Nyse-Euronext e SWX), l'attività delle altre borse è affidata ad un numero di operatori nettamente più limitato.

Dall'accostamento delle singole members-list si è verificata la tendenza al multi-membership degli intermediari finanziari europei (Tabella 5).



Il numero di intermediari con un elevato grado di copertura del mercato mobiliare europeo è piuttosto limitato. Le considerazioni in merito alla capillarità della presenza sul mercato degli intermediari finanziari deve ovviamente tener conto della diversa rilevanza assunta dalle diverse piazze finanziarie. Si può notare come tra i 45 intermediari che dispongono di un accesso diretto ad almeno cinque borse europee, rappresenti una scelta condivisa l'accessibilità ai mercati di maggiori dimensioni, come testimoniato dalla maggiore densità delle rilevazioni per la parte alta della tabella 5, nella quale le borse sono riportate per ordine decrescente di controvalore degli scambi su base annua. Questi dati confermano quanto già rilevato in precedenti studi<sup>16</sup> nei quali emergeva la tendenza del mercato mobiliare europeo a muoversi secondo le linee di un'integrazione a due velocità. Mentre infatti i mercati dell'Europa occidentale mostrano collegamenti più stretti fra loro, i mercati dell'Europa orientale, oltre a non mostrare collegamenti con quelli del primo gruppo, non denotano neanche connessioni su base regionale.

In questo scenario di integrazione a doppia velocità, i mercati scandinavi appartenenti al progetto OMX, oltre a collegamenti azionari tra le singole borse, denotano una buona omogeneità anche dal lato della membership.

Accanto ad un gruppo ristretto di intermediari finanziari con un'operatività transfrontaliera, opera poi una pleora di intermediari geograficamente circoscritti al proprio mercato domestico.

#### **4. Conflitti di interesse e natura di customer-controlled firms delle borse europee: il peso degli owner-members**

Identificati da un lato i principali azionisti delle singole borse e, dall'altro lato, gli intermediari autorizzati ad operare sui mercati, è possibile verificare la presenza dei medesimi soggetti nelle due categorie di stakeholders. Nel caso in cui il controllo di una borsa venga detenuto dagli stessi intermediari che ad essa si rivolgono in qualità di utilizzatori dei servizi di negoziazione vengono a crearsi per definizione situazioni di conflitto di interesse, destinate a condizionare i comportamenti e le decisioni dei singoli operatori. È in particolare il pricing dei servizi a risentire maggiormente della prevalenza nel capitale azionario di una borsa di azionisti-investitori (owners) piuttosto che di azionisti-intermediari (owner-members)<sup>17</sup>.

Nel caso di una borsa controllata da soggetti interessati esclusivamente all'ottenimento di un profitto derivante dalla gestione dei mercati, il pricing dei servizi di borsa terrà conto del profitto destinato a remunerare il capitale investito nella società dagli azionisti stessi. Qualora a detenere il controllo della società di gestione siano gli stessi intermediari che su di essa si trovano ad operare (owner-members) la natura di stakeholders multiruolo che li caratterizza li porterà a ponderare interessi contrastanti. Se da un lato un pricing dei servizi di borsa elevato consentirebbe loro di beneficiare, in quanto azionisti, di maggiori ricavi, contemporaneamente un livello di pricing particolarmente contenuto li vedrebbe avvantaggiarsi, in quanto intermediari, di un risparmio di costo in termini di fee pagate alla società di gestione. Se in letteratura non mancano studi finalizzati ad analizzare i processi decisionali degli stakeholders multiruolo<sup>18</sup>, utilizzando i dati presentati nei paragrafi precedenti, è possibile verificare sul piano empirico la presenza di owner-members nel capitale delle società di gestione delle borse europee.

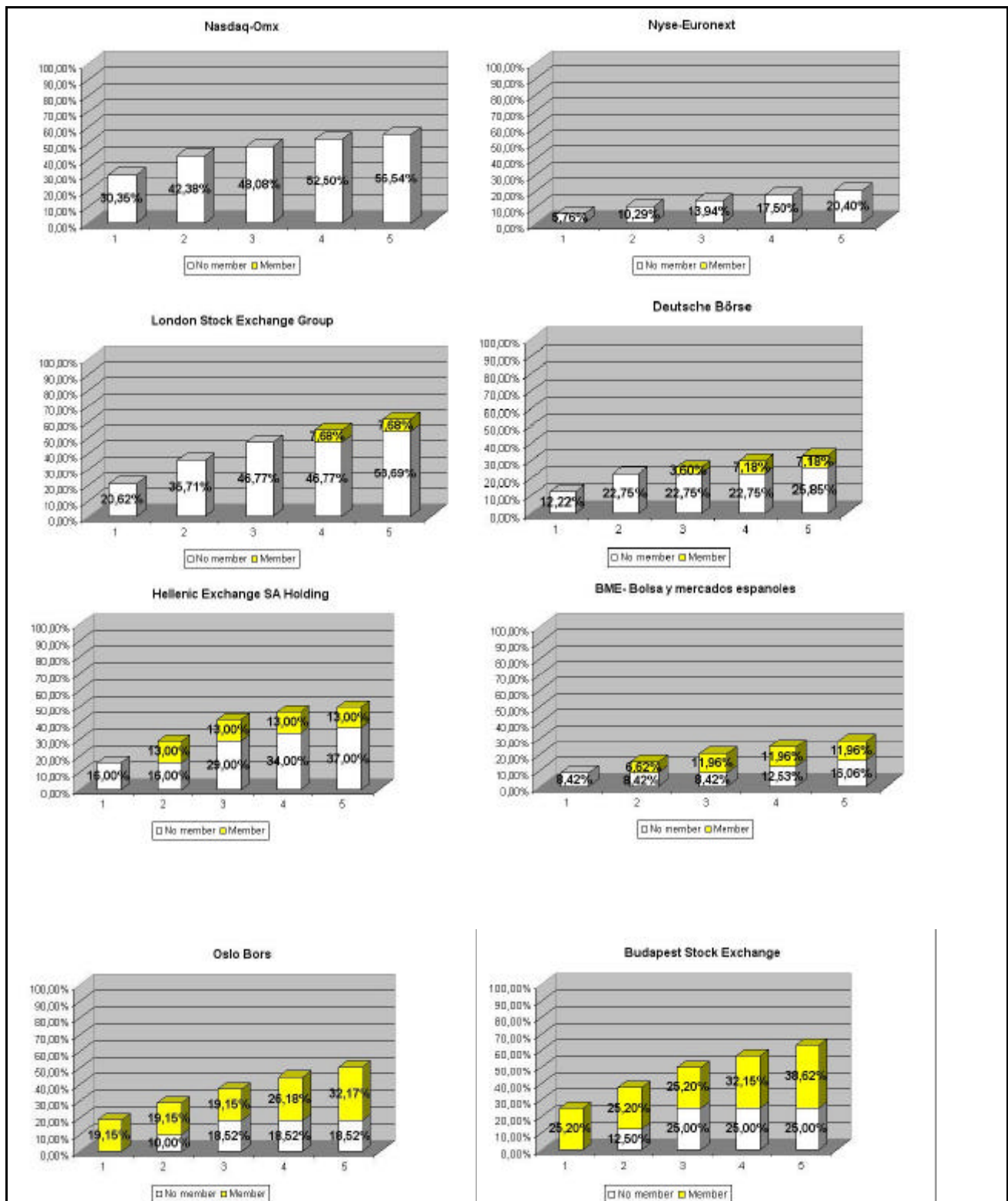
---

<sup>16</sup> Si veda Carretta-Nicolini (2006).

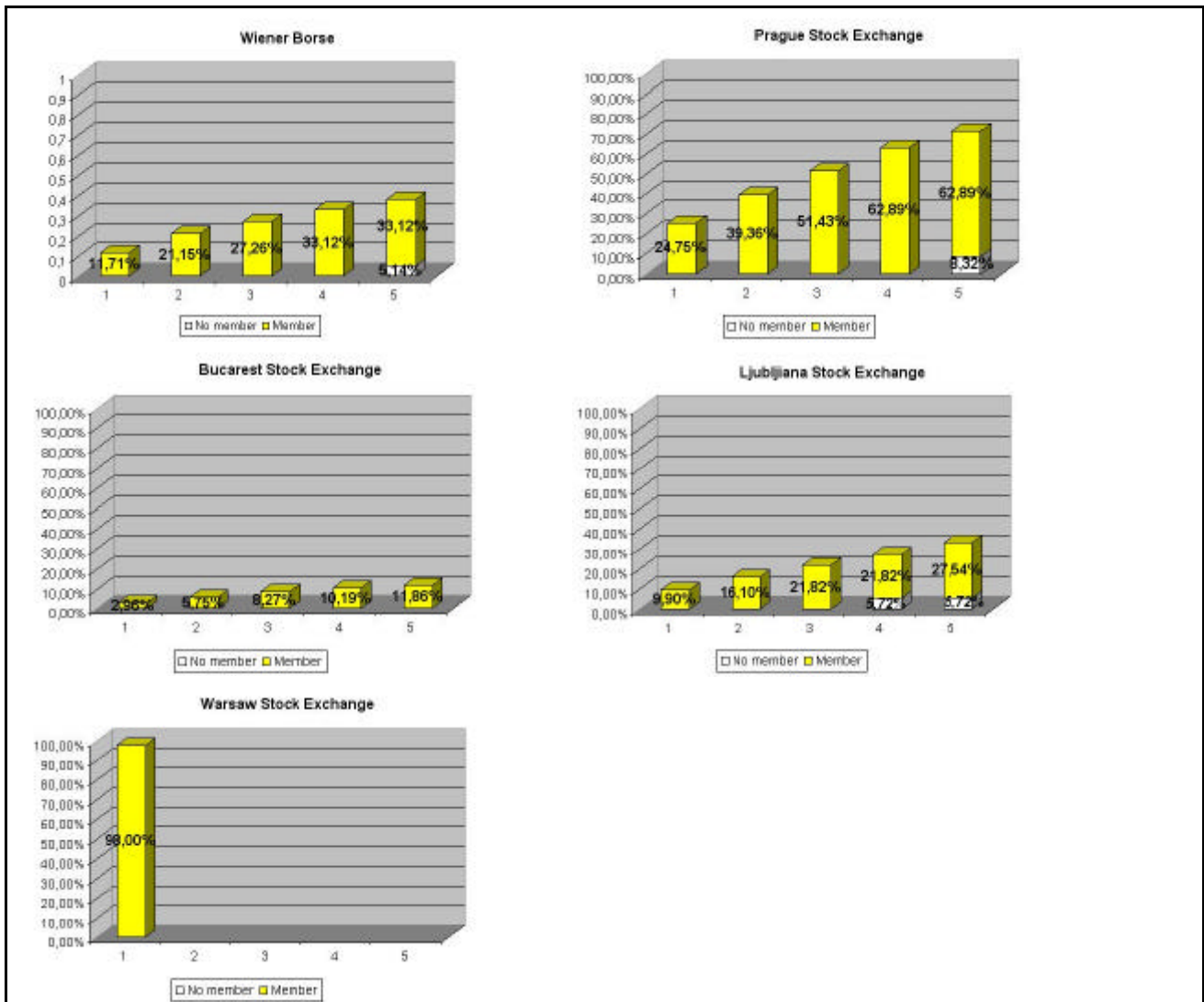
<sup>17</sup> Si vedano Hart-Moore (1996), Lannoo (2000), Pirrong (2000) e Lee (2002).

<sup>18</sup> Di Noia (1998), Lucarelli (2001)

I risultati ottenuti incrociando i dati sulla composizione dell'azionariato delle borse con i dati degli intermediari autorizzati sono riportati nella Figura 1 di seguito riportata.







**Figura 1: scomposizione dell'azionariato delle borse europee (5 principali azionisti) in base alla natura owner o owner-member degli azionisti.**

L'interpretazione dei risultati porta a verificare come le borse controllate dai propri utilizzatori siano diverse. In vari casi, pur in presenza di una forma societaria e di un capitale diviso in azioni, la natura mutualistica della borsa risulta ancora evidente. Ad avere natura di customer-controlled firms sono la Wiener Börse, la Oslo Bors, la Prague Stock Exchange e la Budapest Stock Exchange.

Accanto a borse nelle quali la commistione di interessi tra azionisti ed intermediari è ancora forte, si trovano anche borse per le quali la presenza di owner-members nei primi 5 azionisti è pressoché nulla. Sia per il Nasdaq-Omx, sia per il Nyse-Euronext, la separazione tra controllo ed utilizzo del mercato è completa. Considerazioni sostanzialmente simili valgono anche per il London Stock Exchange Group e per Deutsche Börse, anche se per queste ultime due borse una quota di owner-members, seppur contenuta, è comunque presente.

Per il mercato spagnolo Bme e per la Budapest stock exchange si verifica invece una convivenza tra azionisti "puri" ed owner-members che non consente di identificare in modo chiaro la prevalente natura della società.

Da un punto di vista metodologico è opportuno sottolineare come le indicazioni provenienti dall'analisi di concentrazione e dalla natura owner-members dei principali azionisti abbiano richiesto alcuni accorgimenti nel caso della Warsaw stock exchange (WSE) e del Nyse-Euronext

Group. Per la borsa polacca un indice di Gini particolarmente elevato e l'assenza nel capitale della borsa di intermediari finanziari sono due indicazioni che porterebbero ad identificare la WSE come una exchange demutualizzata. La considerazione che il principale azionista sia un ente governativo (Min. del Tesoro) e che la quota detenuta sia prossima al 98% portano invece a ritenere un approccio alla gestione del mercato tipico di un approccio continentale.

Nel caso Nyse-Euronext il basso grado di concentrazione avrebbe potuto essere interpretato come indice di elevata condivisione del capitale (caratteristica tipica dei mercati mutualistici). In questo caso si deve però tener conto che l'elevata capitalizzazione della società e la natura di public company tende, a parità di condizioni, ad abbassare l'indice di Gini. È quindi ragionevole dare prevalenza ai dati sull'azionariato, che indicano l'assenza tra i principali azionisti di owner-members, e riconoscere al Nyse-Euronext natura di mercato fortemente demutualizzato.

## 5. Il pricing dei servizi di borsa

Un'analisi delle strutture di pricing adottate dalle singole borse consente di disporre di un'ulteriore elemento di verifica in merito alla natura customer-controlled delle borse europee. La struttura dei ricavi delle borse valori è ormai diversificata tra ricavi da quotazioni (listing fees), ricavi da negoziazione (trading fees) e proventi derivanti dalla commercializzazione dei dati di borsa (informations income). Al fine di isolare la componente di ricavo maggiormente condizionata dalla natura customer-controlled della società, l'analisi si è concentrata sul pricing dei servizi di negoziazione, in quanto direttamente collegati all'utilizzo del mercato da parte degli intermediari.

Analizzando le politiche di pricing delle borse valori europee è emersa anzitutto l'assenza di soluzioni basate esclusivamente su canoni di utilizzo completamente scollegati dall'intensità di utilizzo del sistema (flat cost) o viceversa di soluzioni basate solamente sull'effettiva fruizione dei servizi di trading (pay per use). La caratteristica comune dei diversi sistemi di pricing è la presenza di costi fissi di partecipazione, ai quali si sommano costi variabili in funzione dell'effettivo utilizzo del sistema. L'incidenza dei costi fissi e le modalità di calcolo dei costi variabili sono i due principali elementi che differenziano i diversi fee-packages delle singole borse.

La prevalenza di una componente fissa o di una componente variabile nella struttura del pricing non differenzia soltanto le soluzioni offerte da diverse borse, ma è anche alla base della formazione di diversi packages-fee proposti in alternativa da una medesima borsa. Mentre infatti le borse di Vienna, Dublino, Barcellona, Atene, Praga, Sofia e Bucarest non richiedono all'intermediario-member di optare tra diverse strutture di pricing, definendo quindi un unico modello di pricing, altri mercati consentono di scegliere tra diverse modalità di calcolo delle commissioni. Quest'ultima soluzione è proposta da Borsa Italiana, London Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Omx e Oslo Bors. I diversi pacchetti (della stessa borsa) offrono un diverso bilanciamento tra la componente fissa e la componente variabile del canone periodico. Partendo dai modelli con nessun costo fisso periodico e costi di esecuzione della singola transazione elevati, si arriva a soluzioni con costi fissi elevati e costi variabili di rilevanza marginale. Mentre i primi sono adatti ad intermediari con bassi livelli di controvalori scambiati, i secondi sono preferibili da intermediari con elevati volumi di attività.

Nei diversi modelli di pricing assume rilevanza notevole la componente transazionale. L'importo dovuto per l'esecuzione della singola transazione (trading fee) spesso si articola tra una transaction-fee in senso stretto ed una ad-valorem fee. Mentre la prima è un importo prefissato, dovuto per l'esecuzione della singola negoziazione, la seconda è un importo calcolato in base al controvalore scambiato. La variabilità dei canoni periodici dovuti dall'intermediario-member alla società di gestione è quindi influenzata sia dal numero degli scambi sia dal controvalore ad essi abbinato.

Alla componente transazionale è in genere associata una componente partecipativa (membership fee), corrisposta dall'intermediario a fronte del diritto di partecipazione al mercato. Bisogna sottolineare come alcuni mercati presentino esplicitamente una membership fee annua, mentre in altri casi il canone fisso annuo viene incorporato nella componente transazionale tramite *minimum activity charge* (MAC). Un MAC è un importo minimo dovuto da un intermediario relativamente ad uno specifico periodo qualora l'importo variabile calcolato in base alle trading-fees risulti inferiore al valore del MAC. Pur non rappresentando un costo fisso, esso inserisce un floor al valore dei costi variabili, condizionando la flessibilità dei singoli package-fee. Ricorrono a membership fees esplicite le borse di Milano, Zurigo, Vienna, Atene, Praga, Varsavia, Sofia e Budapest, mentre fanno ricorso a MAC Euronext, Omx e Oslo.

Diversi mercati prevedono inoltre dei costi di ingresso (initial-fees) come contributi una-tantum da versare al momento della concessione dell'autorizzazione ad operare sul mercato. Tali contributi, a volte di importo anche notevole, sono previsti da SWX, BME, Budapest Stock Exchange e Praga Stock Exchange.

Una voce di costo presente soltanto nel London Stock Exchange e nel mercato polacco (Warsaw Stock Exchange) è costituita dalle "order fee". Differenziandosi in order-entry, order-cancellation e order-modification fees esse sono dovute all'atto rispettivamente dell'inserimento, della cancellazione e della modificazione di un ordine, indipendentemente dal fatto che questo trovi abbinamento con altre proposte di negoziazione dando luogo effettivamente ad uno scambio. Collegate all'inserimento di proposte di negoziazioni sono anche le high-usage fees, dovute nel caso in cui si superino determinate soglie nel rapporto tra ordini inseriti e ordini eseguiti.

Sono stati infine considerati i costi di connessione all'architettura informatica di borsa che, seppur non direttamente collegati all'attività di trading, rappresentano una voce di costo accessoria per gli intermediari.

Nella Tabella 6 sono state sintetizzate le strutture di pricing (packages fees) delle diverse borse europee.

	Membership fee iniziale (una-tantum)	Membership fee (annua)	Market fee (abbonamento al singolo mercato)	Connection fee	Trading fee (per ogni transazione)	Ad-valorem trading fee	Order fee				
							Order-entry fee	Order-cancellation fee	Order-modification fee	High usage fee	Aggressive/Passive order pricing distinction
Borsa italiana	NO	SI (15.000€)	SI (98.000€)	SI (2.400€)	SI (da 1€ a 4€)	SI (a scaglioni)	NO	NO	NO	NO	NO
			SI (146.000€)	SI (16.000€)	SI (da 0,60€ a 1,08€)	SI (a scaglioni)	NO	NO	NO	NO	NO
London Stock Exchange	NO	n.d.	NO	SI (da 750€ a 3.000€ mensili)	SI (da 23.4p a £11,72)	SI	SI (1p)	SI (1p)	SI (2p)	SI	SI
Deutsche Borse	NO	n.d.	NO	n.d.	SI 2.000+15% (floor 0,69€ cap 20,70€) oppure 5.000+5% (floor 0,63€ cap 18,90€) oppure 20.000+0% (floor 0,60€ cap 18€) ... con minimo e massimo mensile di 12.500€ e 375.000€	SI	NO	NO	NO	SI	SI
Euronext A	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (1,20€ per trade)	SI (0,055bp con tetto a 8€ )	NO	NO	NO	SI	NO
Euronext B	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (da 1,18€ a 0,92 con MAC 15.000€ mensili)	SI (0,055bp con tetto a 8€ )	NO	NO	NO	SI	NO
Euronext C	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (da 0,99€ a 0,60 (MAC 100.000€ mensili)	SI (0,055bp con tetto a 8€ )	NO	NO	NO	SI	NO
Euronext D	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (da 0,985€ a 0,40 (MAC 700.000€ mensili)	SI (0,055bp con tetto a 8€ )	NO	NO	NO	SI	NO
SWX	SI (20.000 CHF)	SI (20.000 CHF)	NO	SI (da 25.000 CHF a 140.000 CHF)	SI (CHF 1 o CHF 1.50 a seconda dei package-fee)	SI (con floor e cap)	NO	NO	NO	NO	SI

Wiener Borse	NO	SI (in % del controvalore scambiato nel periodo)	NO	n.d.	SI (4b.p. con minimo di 1,80€e massimo 90€e bonus di restituzione in caso di utilizzo intensivo)	n.d.	NO	NO	NO	NO	NO
OMX A	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (zero costi fissi + costi variabili unitari elevati con tetto max elevato)	SI (% del controvalore con soglia minima e massima max)	NO	NO	NO	NO	NO
OMX B	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (costi fissi + costi variabili)	SI (% del controvalore con soglia minima e massima max)	NO	NO	NO	NO	NO
OMX C	NO	n.d.	NO	n.d.	SI (costo fisso elevato + costi variabili unitari scontati con tetto max contenuto)	SI (% del controvalore con soglia minima e massima max)	NO	NO	NO	NO	NO
Oslo A	NO	SI (200.000 NOK)	NO	n.d.	SI (4 NOK per trading)	SI (20 NOK per million)	NO	NO	NO	NO	NO
Oslo B	NO	NO	NO	n.d.	SI (5,20 NOK per trading)	SI (26 NOK per million con MAC mensile di 5.000 NOK)	NO	NO	NO	NO	NO
ISE (Irish Stock Exchange)	NO	SI (25.000€)	NO	NO	SI (da 1,50€a 0,25€)	NO	NO	NO	NO	NO	NO
BME (Barcelona)	SI (100.000 €)	n.d.	NO	NO	SI (canone fisso crescente in funzione del controvalore negoziato)	SI (struttura decrescente calcolata sul totale trading fee + Ad- valorem che tetto a 300€)	NO	NO	NO	NO	NO
ASE (Athens Stock Exchange)	NO	SI (da 0€a 420.000€in funzione del turnover)	NO	n.d.	NO	SI (0,015% del controvalore)	NO	NO	NO	NO	NO
PSE (Prague Stock Exchange)	SI	SI	NO	SI	NO	SI (0,05% con cap)	NO	NO	NO	NO	NO

WSE (Warsaw Stock Exchange)	NO	SI (in funzione degli strumenti che si vogliono negoziare)	NO	SI	SI	SI	NO	SI	SI	NO	NO
SSE (Sofia Stock Exchange)	NO	SI	NO	SI	NO	SI (da 0,1% allo 0,05% del controvalore)	NO	NO	NO	NO	NO
BSE (Budapest Stock Exchange)	SI	SI (variabile con importo minimo)	NO	n.d.	NO	SI (0,015% con min e max)	NO	NO	NO	NO	NO
Bucarest Stock exchange	NO	SI	NO	n.d.	SI (calcolato come costo annuo variabile in funzione dei volumi complessivamente negoziati)	SI (Costo variabile in funzione dei volumi)	NO	NO	NO	NO	NO

**Tabella 6: strutture di pricing delle borse europee per i servizi di trading.**

Integrando i risultati dell'analisi sulla struttura azionaria e della membership con le indicazioni derivanti dal pricing è possibile trovare conferma nei risultati precedente esposti o eventualmente correggere le valutazioni già fatte.

Le considerazioni fatte per il London Stock Exchange trovano ampia conferma nella struttura di pricing piuttosto onerosa. La separazione tra capitale (ownership) ed utilizzatori (membership) è ampiamente coerente con una struttura di pricing decisamente orientata all'ottenimento di un profitto. A tal fine è interessante notare come Borsa Italiana mostri una struttura di pricing piuttosto contenuta, pur appartenendo al medesimo gruppo societario (il London Stock Exchange Group). In questo caso si impone cautela nel trarre conclusioni dai dati. L'ingresso di Borsa Italiana nel London Stock Exchange Group è recente (2007) ed è quindi probabile che gli effetti negli eventuali cambiamenti della gestione non abbiano ancora prodotto effetti sul piano operativo. In secondo luogo non si può escludere che la struttura a vertical silo e la conseguente elevata integrazione verticale nella catena del valore per Borsa Italiana siano riuscite a ridurre i costi di gestione del mercato e, di conseguenza, a contenere il pricing dei servizi, senza ridurre il margine operativo della gestione. Deve inoltre essere considerata la natura customer-controlled che ha caratterizzato Borsa Italiana nel periodo pre-integrazione, come testimoniato dalla struttura azionaria a fine 2006 riportata nella Tabella 7.

Azionista	%	Natura
Gruppo Intesa Sanpaolo	18,70%	Member
Gruppo Unicredit	14,90%	Member
Gruppo MPS	10,40%	Member
Gruppo Popolare di Verona e Novara	7,10%	Member
BNL Gruppo Paribas	7,10%	Member
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni	6,60%	Member
Banca Finnat Euramerica	6,20%	Member
Emittenti Titoli	5,60%	No-Member
Gruppo Sella	5,00%	Member
Capitalia	5,00%	Member
Gruppo Credem	2,20%	Member
BPU	2,00%	Member
Altri (partecipazioni inferiori al 2%)	9,30%	-
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	

**Tabella 7: struttura azionaria di Borsa Italiana a dicembre 2006**

Fonte: Borsa Italiana, Bilancio annuale 2007 (sul 2006).

I dati su Deutsche Börse confermano anch'essi la natura di borsa demutualizzata definita in precedenza. La struttura di pricing del mercato tedesco, pur in assenza di membership-fee annue esplicite, fa ampio ricorso a MAC, prevedendo anche high-usage fee. I livelli di pricing risultano inferiori a quelli del London Stock Exchange, essendo comunque elevati e coerenti con una logica di gestione del mercato orientata al profitto.

I mercati di Euronext (Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona) prevedono quattro diversi packages-fee. Il pricing prevede un tetto al costo della singola transazione (presente in ogni package) pari a 8€ al quale si accompagnano però dei MAC considerevoli. La struttura di pricing è strutturata per risultare conveniente per i grandi intermediari che utilizzano molto il mercato, riuscendo a superare le soglie MAC. La struttura di pricing delinea una logica di gestione lontana da criteri mutualistici, confermando i risultati ottenuti in precedenza in merito alla natura demutualizzata del progetto Euronext.

Anche Omx propone ai propri intermediari tre diverse alternative di pricing. I costi variabili delle trading fees (ad-valorem) sono, rispetto ad altri mercati, relativamente contenuti, ma in due dei tre packages sono presenti elevati costi fissi. Il fatto che al superamento di certi volumi di attività siano previsti degli sconti sui canoni di utilizzo articola la struttura di pricing al punto da rendere difficile esprimere giudizi di sintesi in merito alla finalità del sistema dei prezzi. In questo caso quindi il giudizio al quale si è giunti in precedenza, che era ampiamente orientato verso una struttura di borsa demutualizzata, non può essere integrato con l'analisi del pricing.

Il mercato irlandese (Irish Stock Exchange), espressamente di natura mutualistica, è coerente con una struttura di pricing contenuta tanto nelle componenti di costo fisse, quanto in quelle variabili. Alle medesime conclusioni si giunge per il mercato austriaco (Wiener Börse), che pur proponendo una struttura societaria privatistica, presenta un assetto proprietario ampiamente presidiato da owner-members. La struttura di pricing del mercato austriaco è infatti ben lontana dai valori dei mercati inglese, tedesco e francese. La struttura proprietaria tipica delle customer-controlled firm trova infine coerenza in un pricing mutualistico anche per i mercati dell'Europa dell'est, con particolare riferimento alla borsa di Praga e Sofia.

## **Conclusioni**

Dall'analisi dei dati sulla composizione dell'azionariato delle società di gestione delle borse valori europee e, soprattutto, dall'incrocio con i dati sulla membership e sul pricing è emerso come l'odierna struttura dell'exchange-industry europea sia notevolmente differente rispetto a quella di fine anni '90. Tutte le principali borse europee hanno un'azionariato separato dalla membership. Ciò testimonia un completamento del processo di demutualizzazione reso possibile dai cambiamenti normativi del decennio scorso. Il riferimento all'abbandono della natura customer-controlled è soprattutto per il London Stock Exchange, Euronext, Omx e Deutsche Börse.

A fronte di un gruppo di mercati ormai completamente demutualizzati, ve ne sono altri per i quali la trasformazione è ancora in corso, mentre in alcuni casi la struttura è ancora improntata su criteri mutualistici. Ad accomunare i Paesi ancora caratterizzati da forte mutualismo è la collocazione geografica. Tali situazioni, nella quale la borsa è una customer-controlled firm, riguarda Polonia, Repubblica ceca, Slovenia, Ungheria, Bulgaria e Romania: tutti appartenenti all'Europa dell'est. In tal senso il caso dell'Irish Stock Exchange, dichiaratamente mutualistica, rappresenta un'eccezione.

Le indicazioni provenienti dal pricing dei servizi di borsa rispecchiano abbastanza fedelmente le indicazioni provenienti dall'analisi dell'azionariato. Ad una maggiore separazione tra ownership e membership corrispondono infatti maggiori valori nel pricing. Ciò risulta coerente con un orientamento al profitto delle borse demutualizzate rispetto alle customer-controlled firms, dove invece il pricing viene calmierato da un'impostazione finalizzata alla copertura dei costi anziché alla maturazione di un guadagno.

Le analisi condotte si basano su dati rilevati successivamente all'introduzione della Mifid. Confrontando i dati precedenti all'introduzione della direttiva europea si può notare come, soprattutto per il pricing, possano già rilevarsi dei cambiamenti. La tendenza che sembra manifestarsi è di un ribilanciamento nei modelli di pricing che ha visto diminuire l'incidenza dei costi fissi a vantaggio delle componenti di costo variabili legate all'effettivo utilizzo del mercato. L'impatto della Mifid è destinato a manifestare i suoi effetti nel tempo ed è quindi logico attendersi ulteriori cambiamenti nella struttura dei mercati di borsa europei. Innovazioni particolarmente rilevanti a tal fine sono state l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi ed il conseguente innalzamento nel grado di contendibilità del mercato. Se da un lato le borse si trovano



ad operare in situazioni di vantaggio competitivo rispetto agli altri intermediari, grazie alle garanzie che esse riescono a fornire in termini di liquidità e di affidabilità di prezzo, la presenza di trading-venues alternative potrà condizionare il comportamento delle società di gestione dei mercati, soprattutto negli aspetti riguardanti il pricing.

## ***Bibliografia***

- Alemanni B., “L’integrazione dei mercati finanziari nell’era dell’Euro”, Università commerciale Luigi Bocconi – Newfin, Newfin working paper, 2003.
- Carretta A., Nicolini G., “Integration of european securities markets and links among stock exchanges: a cross-listing, cross-membership and cross-trading analysis”, paper presentato al convegno “Coordination and cooperation across organisational boundaries”, organizzato dall’Università Cattolica S.Cuore di Milano, 20-21 Aprile 2006.
- Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., “Recent development in the structure of securities markets”, in “Brooking-Wharton papers on financial services 2000”, 2001.
- Di Noia C., “Customer-controlled firms: the case of stock-exchange”, Department of Economics, University of Pennsylvania, and Divisione studi economici, Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), 1998.
- Di Noia C., “The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance”, quaderno di finanza Consob N°33, marzo 1999.
- Domowitz I., “Automation and the structure of the trading services industry”, 2002.
- Domowitz I., Lee R., “The legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems”, Pennsylvania State University – Oxford finance group, 1998.
- Forestieri G., “Struttura del mercato del credito e concorrenza bancaria”, Giuffrè editore, Torino, 1980.
- Halling M., Pagano M., Randl O., Zechner J., “Where is the market? Evidence from cross-listing”, University of Vienna – CEPR, novembre 2003.
- Hart O., Moore J., “The Governance of Exchanges, Members Cooperative versus Outside ownership”, Oxford Review of Econ. Policy, 1996.
- Hasan I., Malkamaki M., Schmiedel H., “Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence”, Bank of Finland discussion paper, 2002.
- Lannoo K., “Uptading EU securities market regulation”, CEPS - Center for European Policy Studies, 2000.
- Lee R., “The future of securities exchanges”, The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002.
- Lucarelli C., “Gli accordi internazionali fra mercati”, in Basile I. (coordinato da), “Nuove frontiere dei mercati finanziari e della securities industry”, Newfin – Bancaria editrice, Roma, 2001.
- Nicolini G., “Euronext Vs Deutsche Börse: quale futuro per le borse europee?”, in Carretta A., Mori M., Porzio C., Schwizer P. (a cura di), Prospettive di ricerca in banca e finanza. Credit risk management. Mercati e scelte di portafoglio. Creazione di valore per gli stakeholders, Dottorato di ricerca in Banca e finanza, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”, Denaro Libri, Napoli, 2005.
- Nicolini G., “Il ruolo degli stakeholders della exchange industry nel processo di integrazione del mercato mobiliare europeo”, in Atti del Convegno “Il comportamento degli operatori nei mercati finanziari ed assicurativi”, Ancona 28 Ottobre 2005, CLUA Edizioni Ancona 2007.
- Pirrong C., “A theory of financial exchange organization”, University of Chicago, The Journal of Law and Economics, vol.43 n.2, ottobre 2000.
- Steil B., “Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences” The Wharton financial institution center – University of Pennsylvania, 2002.
- World Exchange Organizations, “Statistics on Equity market for 2007”, 2008.
- Yang J., Min I., Li Q., “European stock market integration: does EMU matter?”, Journal of business finance & accounting, 2003.