

# Il processo di concentrazione tra Borse: il caso degli Emirati Arabi Uniti

## Stock Exchanges mergers: the case for the United Arab Emirates

Il presente lavoro sottopone a verifica la validità dell'ipotesi di creazione di un'unica Borsa negli Emirati Arabi Uniti ed esamina le eventuali implicazioni per le Borse partecipate (Borsa Italiana-London Stock Exchange e Nasdaq-Omx). Dall'analisi emerge che la contrazione della market capitalization e del trading value nelle tre principali Borse degli Uae, amplificatesi dopo la crisi finanziaria, può essere un elemento determinante per una fusione tra Dubai Financial Market, Nasdaq Dubai e Abu Dhabi Securities Exchange. La creazione di un unico mercato potrebbe, peraltro, avere importanti implicazioni sia in termini di governance sia in termini di competitività.

**Andrea Paltrinieri**

Università di Verona

This paper tests the hypothesis of the creation of one large Stock Exchange in the Uae and examines the potential implications for the holdings (Borsa Italiana-London Stock Exchange and Nasdaq-Omx). The analysis shows that the contraction in both market capitalization and trading value in the three major Stock Exchanges of the Uae can be a key factor in implementing a merger between Dubai Financial Market, Nasdaq Dubai and Abu Dhabi Securities Exchange. This unique Stock Exchange could also have implications in terms of corporate governance and competition.

### 1 Introduzione

Nel corso degli ultimi anni la stock exchange industry è stata oggetto di rapidi e profondi cambiamenti dovuti al processo di globalizzazione, alle innovazioni tecnologiche e regolamentari, al mutamento della domanda e al cambiamento della governance delle principali Borse mondiali che, congiuntamente, hanno favorito un incremento della competizione nel settore.

In particolare, l'affermazione della natura imprenditoriale delle Borse, tese alla creazione di valore per gli azionisti, ha favorito la ricerca di obiettivi di efficienza e redditività. Le innovazioni regolamentari e il continuo sviluppo tecnologico – che ha consentito di ridurre i costi di comunicazione e transazione e ha agevolato l'accesso remoto alle controparti interessate allo scambio – hanno ridotto le barriere all'entrata nel settore e favorito l'ingresso anche di nuovi soggetti che svolgono servizi di trading (multilateral trading facilities), tradizionalmente ritenuti il core business delle Borse.

In un ambiente più competitivo l'incremento dei ricavi è difficilmente perseguibile attraverso strategie di crescita interna.

Una valida opzione in ottica di sviluppo possono, quindi, essere considerate le strategie di crescita esterna ed è quanto si è verificato nel settore oggetto del presente lavoro. A tal riguardo si può notare come il processo di concentrazione abbia avuto il suo culmine con tre operazioni di rilevanza internazionale (Nyse-Euronext, Borsa Italiana, London Stock Exchange (Lse), Nasdaq-Omx) svoltesi nel corso del 2007, in una fase, quindi, antecedente lo scoppio della crisi finanziaria originata dai mutui subprime. Occorre, infatti, osservare come i diversi settori economici – compreso quello finanziario – affetti da fenomeni di crisi manifestino normalmente un rallentamento nei processi di concentrazione. Se consideriamo l'esempio del settore bancario, le operazioni di M&A tra il 2008 e il 2009 sono diminuite, sia come numero sia come controvalore (se si esclude l'acquisizione di Abn Amro da parte del consorzio formato da Royal Bank of Scotland, Fortis e Santander nel 2008), e hanno interessato per lo più soggetti di minori entità. Analogamente agli altri segmenti del settore finanziario anche la stock exchange industry è stata toccata dalla crisi originata dai mutui subprime e ha quindi evidenziato una contrazione

Keywords: Stock exchange industry, fusione tra borse, trading value, Emirati Arabi Uniti

Jel codes: G10, G15

ne dei processi di concentrazione anche se la struttura del settore in oggetto si connota per una peculiarità che lo contraddistingue e cioè la presenza di rilevanti costi fissi. Ne deriva, quindi, che una significativa contrazione delle principali fonti di ricavo delle Borse non può essere rapidamente controbilanciata da una riduzione di costo.

Possono essere in tal modo motivate, da un lato, la minore contrazione delle operazioni di aggregazione durante la crisi finanziaria (nel 2008 il Nyse Euronext ha acquisito una partecipazione del 5% in Mcx, la più importante Borsa merci dell'India e il 25% della Borsa di Doha, nel Qatar) e, dall'altro, la nuova ondata di annunci di takeover a partire da ottobre 2010 (per un controvalore pari a circa \$ 37 miliardi) a testimonianza della specificità del settore. È peraltro opportuno osservare come suddetti annunci non si siano successivamente concretizzati in operazione di fusione per motivi che sembrano travalicare l'aspetto alla sola crisi in sé ma che sono invece riconducibili a ulteriori motivazioni: a interventi di antitrust – come nel caso del tentativo di acquisizione da parte di Nasdaq-Omx e Intercontinental Exchange nei confronti di Nyse Euronext e di quello da parte di Deutsche Boerse nei confronti di Nyse Euronext – all'opposizione governativa – come l'offerta di Singapore Exchange su Asx – oppure, infine, alla mancanza di adesione da parte degli azionisti – come nel caso del tentativo da parte di London Stock Exchange di acquisire Tmx Group.

Se i takeover falliti non minano la sopravvivenza dei mercati di maggiori dimensioni, il crollo dei ricavi potrebbe, invece, mettere a rischio l'esistenza dei mercati minori, rendendo quindi necessaria una qualche forma di aggregazione.

Le problematiche poc'anzi delineate sembrano comuni anche alle Borse di aree geografiche quali l'Africa e il Medio-Oriente. In particolare, questi ultimi due contesti sono caratterizzati da mercati borsistici frammentati, contrassegnati da una scarsa liquidità, da una modesta capitalizzazione e da una debole regolamentazione, e la cui sopravvivenza potrebbe essere a rischio proprio per i citati motivi.

Tra i suddetti mercati merita un approfondimento specifico quello dell'area Medio-Oriente, in particolare degli Emirati Arabi Uniti (Uae), alla luce di due ordini di moti-

vi: in *primis* il processo di integrazione tra le Borse degli Uae (Dubai Financial Market (Dfm), Abu Dhabi Securities Exchange (Adx), Nasdaq-Dubai (Nd)) è già stato avviato e poi per la rilevante partecipazione che Borse Dubai ha in London Stock Exchange-Borsa Italiana e in Nasdaq-Omx Group.

L'obiettivo del presente lavoro è quello di verificare la validità dell'ipotesi della creazione di un unico mercato degli Uae (anche alla luce della recente integrazione tra Dfm e Nd) e di individuare le possibili implicazioni per le Borse partecipate. Questo paper è organizzato come segue: nel paragrafo 2 viene effettuata una review della letteratura relativa alle motivazioni che conducono alle aggregazioni e agli effetti in termini economici delle stesse. Nel paragrafo 3 vengono analizzati i tre mercati arabi e valutata la loro possibile integrazione. Nel 4 verranno indagate le potenziali implicazioni del processo di aggregazione e nel paragrafo 5 si trarranno le principali conclusioni.

## **2 I processi di consolidamento della stock exchange industry: review della letteratura**

Le economie di scala e di scopo sono state individuate in letteratura come determinanti fondamentali alla base dei processi di fusione tra Borse (Chesini, 2007; Polato, Floreani, 2009). Come è noto si possono riscontrare le economie di scala dal lato della domanda e da quello dell'offerta (Hasan, Malkamaki, 2001). Considerando il primo aspetto vi è una vasta letteratura che analizza le economie riconducibili alle esternalità di rete, i network effects (Economides, 1993, Domowitz, 1996, Di Noia, 2001): in considerazione del fatto che le Borse sono two-side markets, ovvero mercati caratterizzati da due tipologie di utenti (intermediari negozianti e imprese emittenti).

Le imprese emittenti preferiscono quotarsi in un mercato dove sono presenti molte altre imprese quotate (direct network effect), ma trarranno vantaggio anche dalla presenza sul mercato di un elevato numero di investitori, che garantiscono una maggiore liquidità e riducono il costo del capi-

tale dell'impresa stessa (indirect network effects). Allo stesso modo gli intermediari sceglieranno di negoziare in un mercato con il maggior numero di intermediari: in tal modo l'ampiezza e lo spessore di quel particolare mercato saranno maggiori, ciò che a sua volta comporta una più elevata probabilità di concludere il contratto, una riduzione dei bid-ask spread e un contenimento dei costi di transazione. Gli stessi intermediari preferiranno infine operare in un mercato con il maggior numero di imprese quotate, al fine di agevolare una maggior diversificazione di portafoglio (Economides, 1993).

Le economie di scala dal lato dell'offerta sono riconducibili alla struttura tipica dell'exchange industry, caratterizzata dalla presenza di rilevanti costi fissi connessi prevalentemente all'information technology (Di Noia, 2001): in caso di fusione tra Borse e di condivisione della medesima piattaforma tecnologica, al crescere del volume delle transazioni, il costo medio unitario tende a ridursi.

Le economie di scopo derivano dall'offerta di servizi complementari al trading attraverso l'utilizzo delle medesime piattaforme di negoziazione. A tale proposito si osserva come nel corso degli ultimi anni si siano affacciati sul mercato nuovi competitors (e potenziali sostituti) delle Borse per lo svolgimento di servizi di trading. È quindi emersa la necessità per le Borse di diversificare la propria offerta attraverso l'ampliamento dei servizi complementari al trading (in particolare, i servizi di compensazione e regolamento e i servizi di diffusione dei dati di mercato), in modo tale da mantenere e rinsaldare il rapporto con clientela. L'implementazione e l'offerta dei nuovi servizi permette inoltre di sfruttare al meglio le economie di scopo e concorre a delineare per questa via un modello di sviluppo che si connota per una ampia diversificazione delle aree d'affari; modello che caratterizza tipicamente l'evoluzione delle Borse europee.

Oltre alle determinanti di ordine economico che giustificano i processi di concentrazione, merita menzione anche una ulteriore motivazione che sta, tra l'altro, alla base delle alleanze transatlantiche, e cioè la differente regolamentazione tra mercati, fonte di potenziali arbitraggi regolamentari. Le operazioni condotte dal Nyse e dal Nasdaq hanno avuto

come obiettivo anche quello di integrarsi con mercati caratterizzati da regolamentazione meno stringente e che consentisse quindi alle imprese di essere assoggettate a vincoli meno restrittivi in fase di listing. A tal proposito il modello federale, in cui è prevista l'integrazione delle piattaforme di negoziazione, congiuntamente alla permanenza dei mercati locali con autonomia regolamentare, è senza dubbio il modello che ha ispirato le principali aggregazioni tra Borse.

Accertate le determinanti delle aggregazioni tra Borse, è opportuno indagare le conseguenze per i mercati coinvolti in tali operazioni e riconducibili principalmente a una riduzione del numero dei mercati limitrofi in termini geografici, a un aumento dei volumi di scambio e a una diminuzione dei bid-ask spread e delle trading fees.

Lo studio di Arnold, Hersch, Mulherin, Netter (1999) ha dimostrato che le fusioni tra i mercati regionali americani tra il 1940 e il 1960 hanno comportato un significativo aumento dei volumi scambiati in termini assoluti, sia facendo riferimento al mese antecedente e a quello successivo la fusione, sia ampliando l'arco temporale di analisi a un intorno di quattro anni dall'operazione stessa.

Nel medesimo studio è stato analizzato anche l'andamento dei bid-ask spread considerando un intorno temporale di un mese rispetto all'operazione di fusione: i differenziali denaro-lettera post-fusione sono effettivamente diminuiti grazie all'incremento dei volumi e della liquidità che affluiva al mercato.

Pagano e Padilla (2005) hanno analizzato l'impatto sulle trading fees e sulla liquidità del mercato della fusione che ha interessato le Borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona (Euronext): nelle Borse di Parigi e Amsterdam si sono verificate significative diminuzioni delle trading fees, anche al netto dell'incremento di volumi che hanno registrato questi mercati, dimostrando l'effettivo beneficio indiretto che hanno conseguito gli operatori in termini di costi di transazione in seguito all'operazione di integrazione.

Anche Nielsson (2009) ha dimostrato che la creazione di Euronext ha avuto impatti positivi sulla liquidità dei titoli delle imprese con elevata capitalizzazione e di quelle che hanno una rilevante percentuale di ricavi provenienti dal-

l'estero. Queste osservazioni non valgono invece per le piccole imprese e per quelle che operano in ottica domestica.

Alle medesime conclusioni pervengono Baglioni e Monticini (2007) che, analizzando l'integrazione Omx-Norex, dimostrano altresì come questa operazione abbia comportato anche una diminuzione della volatilità nelle due Borse.

Ampliando l'analisi alla creazione di valore nei processi di aggregazione tra Borse è opportuno notare come Serifsoy (2007) abbia dimostrato come i mercati che diversificano il loro business integrandosi verticalmente con Borse focalizzate specialmente nell'attività di post-trading siano meno efficienti rispetto ai mercati che si integrano orizzontalmente e focalizzano il loro business sul cash market. Hanno confermato tale ipotesi anche Hasan, Schmiedel e Song (2010), evidenziando inoltre come le operazioni di M&A tra Borse creino maggior valore per gli azionisti rispetto alle joint ventures e alle alleanze e come le aggregazioni cross-border producano maggior ricchezza rispetto alle operazioni domestiche, a causa della sempre maggior rilevanza di investitori che sono interessati a investimenti esteri in ottica di diversificazione di portafoglio e delle potenziali maggiori sinergie.

### **3 Il caso Dubai Financial Market, Nasdaq-Dubai, Abu Dhabi Securities Exchange**

Gli Uae sono una federazione di 7 stati<sup>1</sup> con una popolazione complessiva di circa 4,4 milioni di abitanti e dotati di tre Borse, in origine controllate dai rispettivi governi di Dubai e Abu Dhabi, secondo il modello della Borsa pubblica: il Dubai Financial Market (Dfm), istituito nel 2000, il Nasdaq-Dubai (Nd), inizialmente denominato Dubai International Financial Exchange (Dfix), istituito nel 2005, e l'Abu Dhabi Securities Exchange (Adx), istituito nel 2000.

Considerando la limitata estensione geografica degli Uae e la modesta popolazione, l'esistenza di tre Borse potrebbe limitare sia la liquidità del singolo mercato, sia il flusso di ordini provenienti da investitori istituzionali internazionali, sia la richiesta di ammissione a quotazione da parte di imprese locali ed estere. Questa situazione, simile alla realtà

dei mercati regionali americani degli anni Sessanta, è aggravata dalla presenza di differenti autorità di controllo dato che il Dfm e l'Adx sono vigilati dalla Securities and Commodities Authority, mentre la supervisione del Nasdaq-Dubai è affidata alla Dubai Financial Services Authority.

I mercati appartenenti a quest'area geografica sono stati oggetto di un differente processo evolutivo. Infatti, mentre l'Adx ha mantenuto la sua natura di Borsa pubblica, sono molteplici i cambiamenti che hanno interessato gli Stock Exchanges di Dubai. In ordine temporale possono essere così sintetizzati:

**1** il Dfm è stato interessato a fine 2005 dal processo di «demutualizzazione<sup>2</sup>» e successivo self-listing. La trasformazione di tale mercato in una public company orientata al profitto è avvenuta attraverso il collocamento sul mercato del 20% del capitale;

**2** nel 2007 il Governo di Dubai ha creato Borse Dubai, una holding company istituita con lo scopo di gestire i due mercati di Dubai e di ampliare le partecipazioni in altre Borse a livello internazionale, al fine di costituire un «global capital market hub<sup>3</sup>»;

**3** nel dicembre 2009 il Dfm ha promosso un'offerta per il 100% delle azioni del Nasdaq-Dubai, successivamente al consolidamento delle operazioni di mercato tra le due Borse.

Nonostante l'obiettivo comune per entrambi gli Stati sia quello di diventare il centro finanziario del Golfo Persico e di costituire una Borsa leader degli Uae, che sia il trait d'union tra Oriente e Occidente, le strategie perseguite sono differenti: mentre l'Adx ha privilegiato prevalentemente strategie di crescita interna e di presentazione delle proprie attività all'estero per attirare investitori istituzionali internazionali, il Dfm ha cercato di adeguarsi ai più importanti mercati finanziari internazionali, compiendo i differenti step della demutualization e self-listing, per poi promuovere la prima importante operazione di consolidamento col Nd.

Se la realtà appena descritta viene inserita all'interno di un contesto globale, si può notare una limitata market capitalization e un modesto trading value delle singole Borse degli Uae, sia rispetto ai maggiori mercati internazionali ap-

<sup>1</sup> I sette Stati che compongono gli Uae sono: Abu Dhabi, Ajman, Dubai, Fujaira, Ras al-Khaima, Sharja e Umm al-Qaywayn.

<sup>2</sup> Per demutualizzazione si intende il passaggio delle borse valori da organismi basati su logiche o pubbliche o mutualistiche a società di diritto privato orientate al profitto. Cfr: Iosco Technical Committee, *Discussion Paper on stock exchange demutualization*, Iosco, 2001: «the demutualization is the transformation of an exchange into a for profit shareholders-owned company». Per maggiori approfondimenti sul concetto di demutualizzazione si rinvia a G. Nicolini (2009).

<sup>3</sup> Cfr: <http://www.borsedubai.com>.

partenenti alla World Federation of Exchange (Wfe)<sup>4</sup>, sia rispetto ai mercati arabi appartenenti all'Organization of Islamic Conference (Oic)<sup>5</sup>, e ciò in particolare dopo la crisi finanziaria originata dai mutui subprime. A tal riguardo si possono effettuare le seguenti osservazioni.

■ Il Dfm e l'Adx nel 2007 presentavano una capitalizzazione di mercato rispettivamente pari a \$ 138 miliardi e \$ 120 miliardi, di molto inferiore sia alle principali Borse internazionali (il Nyse-Euronext (Us) aveva una capitalizzazione di \$ 15.561 miliardi), sia a quelle dei principali Paesi emergenti (Bombay Se presentava una capitalizzazione di \$ 1.819 miliardi), ma in linea con principali mercati dell'Oic (il Qatar Stock Exchange aveva una capitalizzazione di \$ 95 miliardi, il Kuwait Stock Market di \$ 136 miliardi. L'unica eccezione era rappresentata dal Saudi Stock Market che aveva una capitalizzazione di \$ 519). Le medesime considerazioni possono essere effettuate in relazione al trading value, il cui controvalore nel 2007 era pari a \$ 103 miliardi per il Dfm e \$ 48 miliardi per l'Adx. Al fine di effettuare un raffronto con le altre Borse prima menzionate, si consideri che il Nyse-Euronext (Us) aveva trading value pari a \$ 29.000 miliardi, Bombay Se pari a \$ 344 miliardi, Saudi Stock Market pari a \$ 683 miliardi, Kuwait Stock Market pari a \$ 131 miliardi e Qatar Stock Exchange pari a \$ 30 miliardi.

■ Nel 2009 il Dfm e l'Adx risentono in misura maggiore degli effetti negativi derivanti dalla crisi finanziaria originata dai mutui subprime e dalla più elevata competizione tra Borse in misura maggiore rispetto ai competitor internazionali e regionali. Il 2009 è stato infatti caratterizzato da un sostanziale recupero della market capitalization e da una sensibile diminuzione del valore delle contrattazioni a livello globale. A titolo di esempio si consideri il Nasdaq-Omx che ha registrato un aumento della market capitalization rispetto al 2008 pari al 44% e una contrazione del trading value pari al 21%. Un trend analogo si può riscontrare tra le Borse appartenenti all'Oic: il Saudi Stock Market, ad esempio, ha conseguito un aumento della capitalizzazione di mercato pari al 29% rispetto al 2008 e una contrazione del controvalore delle contrattazioni pari al 35%. L'Adx, a fronte di un aumento della market capitalization pari al 16% rispetto al

2008, ha registrato un crollo del trading value pari al 70% (\$ 19 miliardi), che ha comportato una perdita di posizioni della Borsa di Abu Dhabi all'interno del ranking dei mercati appartenenti all'Oic, in particolare rispetto al Dfm (trading value pari a \$ 47 miliardi) e al Qatar Stock Exchange (trading value pari a \$ 25 miliardi), principali competitor medio-orientali. Il Dfm, invece, è stato uno dei pochi mercati a livello globale a registrare un calo sia della market capitalization (-8% rispetto all'anno precedente), sia del trading value (-43%).

■ Nel 2010 i mercati a livello globale hanno registrato un cospicuo aumento della market capitalization (si consideri il +13,2% del Nyse Euronext (Us), il +11% del Saudi Stock Market), mentre l'andamento del trading value appare più contrastato, con variazioni positive dei principali mercati membri della World Federation of Exchange (ad esclusione di Nasdaq-Omx e Shanghai Stock Exchange) e con variazioni negative ottenute dai mercati membri dell'Oic (Qatar Stock Exchange -29%, Saudi Stock Market -40%). Il Dfm e l'Adx hanno registrato una contrazione della market capitalization rispettivamente pari al -5,9% e al -4% e un crollo del trading value rispettivamente pari a -59% e -52%.

■ Nel 2011 si è registrata a livello globale una contrazione della market capitalization e un generale incremento del trading value (ad esclusione delle Borse dell'area asiatico-Pacifico). Dal lato della market capitalization si può notare un -11% conseguito dal Nyse Euronext (Us) rispetto al 2010, mentre una variazione più limitata è stata registrata dal Saudi Stock Market (-4%). Il Dfm e l'Adx hanno conseguito un -10% e un -7,5%. Esaminando il trading value, si denota un incremento per il Nyse-Euronext (Us) pari all'1,3%, mentre più accentuati sono gli incrementi registrati da alcuni membri dell'Oic (+46% Saudi Stock Market, +27% Qatar Stock Exchange). Il Dfm e l'Adx hanno registrato pesanti contrazioni pari rispettivamente al -53% e al -23%.

Approfondendo l'analisi del Dfm (tavola 1), dell'Adx (tavola 2) e del Nasdaq-Dubai (tavola 3) nel periodo 2007-2011, si può notare come tutti gli indicatori di performance abbiano manifestato un costante declino.

<sup>4</sup> L'Adx e il Dfm non sono membri della Wfe, bensì appartengono rispettivamente alla categoria degli affiliates e dei correspondents. Gli affiliates sono costituiti dai mercati piccoli, spesso di recente costituzione, che non aderiscono totalmente ai criteri stabiliti dai membri Wfe e non sono soggetti al voto dell'assemblea. I corrispondenti, pur avendo accesso ai meeting e alle informazioni della Wfe, non sono soggetti al voto dell'assemblea, né aderiscono agli standard dell'associazione. Per maggiori approfondimenti si veda il sito [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org).

<sup>5</sup> L'Organization of Islamic Conference (Oic) è un'organizzazione intergovernativa che racchiude 57 nazioni islamiche nelle zone del medio-oriente (tra cui gli Emi-

rati Arabi Uniti), Africa nord-occidentale, Asia centrale, Sud-est asiatico. Per maggiori approfondimenti si veda il sito <http://www.oic-oci.org/>.

Per ciò che riguarda il Dfm, dal 2007 in poi si è registrato un crollo dell'utile che dai 972 milioni di dirham (Aed)<sup>6</sup> si è attestato a Aed 78,9 milioni nel 2010, fino al conseguimento di una perdita pari a Aed -6,9 nel 2011. Il continuo declino dell'utile è dovuto alla contrazione dei ricavi (da Aed 1137 milioni nel 2007 a Aed 176,5 milioni nel 2011), il cui andamento deriva principalmente dalle trading revenues, nonostante il sempre maggior peso assunto dalle investment revenues: i ricavi da trading costituivano circa il 75% del totale dei ricavi nel 2009, il 59% nel 2010 e il 40% nel 2011, mentre un contributo sempre più significativo è apportato dalle investment revenues, associate a investimenti Shari'ah compliant (circa il 18% nel 2009, il 28% nel 2010 e il 30% nel 2011)<sup>7</sup> e dalle other administrative revenues – ovvero commissioni di post-trading, cessione di dati di mercato, ecc. – il cui peso aumenta dal 7% nel 2009 al 23% nel 2011<sup>8</sup>.

Al fine di stimare la caduta delle trading revenues nel Dfm dal 2007 al 2011 è utile soffermarsi sul trading value e sul trading volume: il primo indicatore è passato da Aed 379 miliardi nel 2007 a Aed 32 nel 2011, con un calo cumulato del 92%, il secondo da 105 miliardi di azioni a 25 con un calo cumulato del 76%. Nel calo del trading value incide anche il calo del prezzo delle azioni delle listed companies, oltre all'effettivo declino del trading: la market capitalization complessiva è passata da Aed 500 miliardi nel 2007 a Aed 180 miliardi del 2011 (calo cumulato del 64%).

Un altro fattore che ha inciso sul conseguimento di una perdita netta nel 2011 è stato il consolidamento del Dfm col Nd<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Per il periodo si considera un rapporto di cambio medio dirham/euro pari a 0,22.

<sup>7</sup> Se si analizza l'Annual Report del Dfm 2011 si può notare come circa il 30% dei ricavi sia composto dagli investimenti in depositi islamici, Shari'ah compliant, prevalentemente con scadenza inferiore ai 3 mesi, che hanno maturato rendimenti compresi tra 0,6% e 4,2% nel 2009 (rispetto al range compreso tra il 3% e il 6,5% nel 2010). Il contributo significativo delle investment revenues derivanti da investimenti Shari'ah compliant potrebbe dar origine a un modello di sviluppo delle Borse di tipo medio-orientale, diverso dai tipici modelli delle Borse occidentali (focalizzato, allargato o globale).

<sup>8</sup> Si consideri che il crollo delle entrate da trading e dell'utile netto ha comportato una sensibile riduzione del RoE dal 15% nel 2007 al -0,09% nel 2011 e un crollo del prezzo del titolo azionario di circa l'87% dal 2007 al 2011 (da Aed 6,20 a Aed 0,84).

<sup>9</sup> Il Nasdaq-Dubai, mercato istituito nel dicembre 2005 con la denominazione Dubai International Financial Exchange (Difx), e controllato interamente fino a metà 2007 dalla holding governativa Borse Dubai, è stato acquisito per il 33% dal Nasdaq (il 67% è rimasto in capo a Borse Dubai), durante la battaglia ingaggiata con la stessa holding per l'acquisizione del listino svedese Omx. Nonostante la partecipazione detenuta dal Nasdaq e l'alleanza strategica sviluppata dai due mercati, le performance della terza Borsa degli Uae non sono migliorate. In questo framework Dfm

Tavola 1

**Performance Dubai Financial Market 2007-2011**

Dfm	2011	2010	2009	2008	2007
Net profit (in milioni di dirham)	-6,9	78,9	346,6	855	972,0
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-109%	-77,2%	-59%	-12%	+21,9%
Earning per shares	-0,001	0,01	0,04	0,08	0,18
Total revenues (in milioni di dirham)	176,5	260,5	502,9	1.013,0	1137,0
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-32%	-48,2%	-50,0%	-10,9%	
RoE	-0,09%	0,93%	4,3%	6,8%	15%
P/E	-	151	47	15,6	34,4
Share prices in dirham	0,84	1,51	1,88	1,25	6,20
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-44%	-19,7%	+50,4%	-79,8%	
Trading value (in miliardi di dirham)	32,1	69,7	173,5	305,2	379,0
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-54%	-59,8%	-43,1%	-19,5%	+9,04%
Trading volumes (in miliardi)	25,2	38,4	110,7	77,0	105,2
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-34,5	-65,3%	+44,7%	-27,3%	+165,5%
Market capitalization (in miliardi di dirham)	180,1	199,1	213,3	231,8	499,8
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-9,5%	-6,6%	-7,9%	-53,6%	+60,5%
Listed companies	62	65	67	65	55
Dfm Local index	1.353,4	1.630,5	1.803,6	1.636,3	5.932,0
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-17%	-9,6%	+10,2%	-72,4%	+43,72%

Fonte: ANNUAL REPORTS DUBAI FINANCIAL MARKET 2007-2011 E ARAB MONETARY FUND

Tavola 2

**Performance Abu Dhabi Securities Exchange 2007-2011**

Adx	2011	2010	2009	2008	2007
Trading value (in miliardi di dirham)	25,3	33,0	68,9	232,1	175,3
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-23%	-52%	-70,3%	+32,4%	
Trading volumes (in miliardi)	19,11	17,4	36,6	50,0	52,1
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	9,8%	-52%	-26,9%	-4,0%	
Market capitalization (in miliardi di dirham)	262,0	283,1	294,6	252,7	443,2
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-7,5%	-3,9%	+16,5%	-43,0%	
Listed companies	67	64	67	65	64
Adx Local index	2402,3	2711,1	2.743,6	2.390,0	4.551,8
Var. % (Q <sub>n</sub> - Q <sub>n-1</sub> /Q <sub>n-1</sub> )	-11,4%	-1,1%	+14,8%	-47,5%	

Fonte: RIELABORAZIONE DI DATI ANNUAL REPORTS ADX 2007-2011, ARAB MONETARY FUND

Tavola 3

**Performance Nasdaq-Dubai 2007-2011**  
 (valori in miliardi di dollari)

Nasdaq-Dubai	2011	2010	2009	2008	2007
Trading value	0,68	1,31	1,08	1,75	1,45
Trading volumes	0,6	2,62	3,1	2,39	1,1
Listed companies	19	26	16	20	13

FONTE: RIELABORAZIONE DI DATI ANNUAL REVIEW NASDAQ-DUBAI 2008-2011

Scorpendo, infatti, l'incidenza del Nd dal conto economico aggregato dei due mercati, il Dfm avrebbe conseguito un utile pari a Aed 8,9 milioni.

L'impatto di tale consolidamento dal 2009 al 2011 è stato duplice: dal lato dei costi vi è stato un incremento delle affiliate companies expenses, ovvero dei costi derivanti dal Nd e dal processo di integrazione passati da Aed 0 nel 2009 a Aed 27 milioni nel 2011. Vi è da sottolineare come probabilmente non siano stati ancora sfruttati pienamente i benefici dell'integrazione (economie di scala e di scopo), connessi ad esempio allo sfruttamento di un'unica piattaforma di negoziazione (Dfm X-Stream) e di un unico conto utilizzabile dagli investitori per poter operare sui due mercati. Anche dal lato dei ricavi le performance del Nd non hanno contribuito al conseguimento di un utile consolidato: se consideriamo i dati disponibili, il Nd ha registrato tra il 2010 e il 2011 un calo del trading value del 48%, del trading volume del 77% e del numero di imprese quotate (da 26 a 19).

Anche analizzando l'Adx, il trend di fondo è il medesimo: tra il 2007 e il 2011 si è verificato un crollo del trading value pari a circa l'86% (da Aed 175 milioni a Aed 25 milioni), del trading volume pari al 64% (da 52 miliardi di azioni trattate a 19 miliardi) e della market capitalization pari al 41% (da Aed 443 miliardi a Aed 262 miliardi).

I dati precedentemente esposti evidenziano la frammentazione dei mercati degli Uae, a cui corrisponde una sempre minor liquidità e un sempre minor numero di contrattazioni. Ciò potrebbe dare un'ulteriore spinta al processo di aggregazione finalizzato alla creazione di un'unica Borsa, derivante dall'unione di Dfm-Nd e Adx.

ha compiuto il primo passo verso la creazione di un'unica Borsa degli Uae, proponendo un'offerta a Borse Dubai e a Nasdaq-Omx di \$ 121 milioni per l'acquisizione del 100% del Nasdaq-Dubai, successivamente all'annuncio del consolidamento delle operazioni tra le due Borse. Il modello adottato è il tipico modello federale, dato che il Nd mantiene comunque la sua identità di mercato distinto dal Dfm, con le proprie regole di ammissione a quotazione e la propria autorità di vigilanza (Dubai Financial Services Authority), differente rispetto all'autorità di vigilanza del Dfm (Securities and Commodity Authorities). Non sono previste forme di cross-listings e cross-membership, ma il Nd adotterà la stessa piattaforma di post-trading del Dfm, dando luogo a una forma di consolidamento di tipo verticale.

In ottica di aggregazione, i due mercati potrebbero guadagnare posizioni tra i mercati arabi appartenenti all'Oic (tavola 4) in termini di market capitalization, divenendo la terza grande Borsa dopo il Saudi Stock Market e il Qatar Stock Exchange, quest'ultimo da sempre considerato il principale competitor. Grazie alle economie di rete, successivamente, si potrebbero ottenere ulteriori effetti positivi sia sulla liquidità dei mercati, sia sul numero delle imprese quotate, che potrebbero superare le 150 unità, data la presenza di un unico grande mercato regionale.

La creazione di un'unica Borsa potrebbe attirare maggiori investitori istituzionali esteri (fondi pensione, fondi comuni di investimento, hedge fund), grazie anche alle prospettive di crescita dell'area e all'inclusione, da parte degli index provider quali Msci, degli indici di Borsa nella categoria emerging market.

Lo sviluppo delle contrattazioni e l'afflusso di nuova liquidità grazie all'ingresso di investitori, non solo regionali, potrebbero, a loro volta, diminuire i costi di transazione che nei Paesi occidentali risultano essere circa un decimo rispetto alle Borse Uae<sup>10</sup>.

Le problematiche che potrebbero ostacolare la creazione di tale Borsa sono le seguenti:

- una asimmetria nel modello di governance, dato che il Dfm ha affrontato il processo di demutualizzazione che ha portato al self-listing dei propri titoli azionari, mentre il capitale dell'Adx è detenuto interamente dal Governo di Abu Dhabi;

Tavola 4

**Ranking per market capitalization tra le principali Borse Oic in ipotesi di aggregazione Dfm-Adx**

Borse Oic	Market capitalization (in miliardi di dollari)	Trading value (in miliardi di dollari)
Saudi Stock Market	339	293
Qatar Stock Exchange	126	23
Adx-Dfm	120	16
Kuwait Stock Market	87	25
Egypt Capital Market	49	44

FONTE: ARAB MONETARY FUND

<sup>10</sup> La struttura commissionale proposta dal Dfm per poter contrattare strumenti finanziari si articola nel seguente modo:

- una transaction fee pari a 75 dirham (circa euro 16,5), per ogni transazione che ha come importo un controvalore inferiore a 15.000 dirham (circa 3.300 euro);
- in alternativa vi è una *ad-valorem* fee pari allo 0,5% del valore di ogni transazione superiore a 15.000 dirham.

Per le principali Borse europee i costi di transazione sono di molto inferiori. Si vedano G. Nicolini (2009) e G. Chesini, V. De Crescenzo (2010).

- la definizione delle gerarchie all'interno di tale consolidamento. Considerando che il governo di Abu Dhabi, congiuntamente alla Banca Centrale degli Uae, è recentemente intervenuto per salvare Dubai World, potrebbe assumere una posizione di leadership rispetto a Dubai, anche in funzione del maggior peso economico all'interno degli Uae;
- la scelta del modello organizzativo. Nonostante l'Autorità di vigilanza sia la medesima per il Dfm e l'Adx, la presenza di un'autorità differente per il Nd farebbe propendere per l'adozione di un modello federale.

Alcune implicazioni peraltro potrebbero riguardare anche le Borse dei Paesi occidentali, dato l'intreccio a livello partecipativo con le Borse medio-orientali.

#### **4 Implicazioni dell'aggregazione per le Borse occidentali**

La creazione di un'unica Borsa degli Uae potrebbe avere impatti su alcune Borse dei Paesi occidentali, controllate dalla holding company Borse Dubai. Questa holding governativa, oltre a detenere l'80% del Dfm e il 33% del Nd (il restante 67% è stato acquisito dal Dfm), detiene anche il 22,2% in Borsa Italiana-Lse e il 19,9% in Nasdaq-Omx (con diritti di voto limitati al 5%). L'aggregazione tra Dfm-Adx e Nd potrebbe, infatti, avere delle implicazioni in termini di governance e competitività all'interno delle Borse coinvolte.

Nicolini (2008) ha evidenziato come sia motivo di particolare interesse la partecipazione di società medio-orientali in diverse Borse europee, sottolineando la tendenza delle aggregazioni ad assumere una dimensione globale; anche Chesini (2010) ha constatato che le Borse degli Uae hanno iniziato ad acquisire importanti quote azionarie nelle Borse europee dando vita ad aggregazioni di tipo globale. Ma gli effetti di tali aggregazioni e la conseguente detenzione di importanti pacchetti azionari da parte di Borse appartenenti a Paesi emergenti non sembra esser stata ancora oggetto di un'adeguata analisi. Soprattutto in considerazione del fatto che si tratta di realtà caratterizzate da una debole regolamentazione e che potrebbero essere tentate di esercitare

un'influenza dominante sulle decisioni assunte dalle Borse occidentali.

Al di là di elementi che riguardano aspetti tipicamente attinenti alla governance, con riferimento alla partecipazione in Nasdaq-Omx, vi potrebbe essere l'interesse da parte della Borsa Uae per la tecnologia fornita dal mercato scandinavo, ritenuta all'avanguardia a livello mondiale. Mentre, nel caso di Borsa Italiana-Lse, l'interesse potrebbe riguardare alcuni segmenti di mercato, come l'Alternative Investment Market, che garantirebbe un buon approdo per le imprese medio-orientali in via di sviluppo.

Inoltre, la volontà da parte di Borse Dubai di creare un importante centro finanziario negli Uae potrebbe spingere le Borse partecipate a favorire il cross-listing delle imprese emittenti, in modo da attrarre liquidità in Medio-Oriente anche da investitori istituzionali esteri. Appare peraltro opportuno sottolineare che se si creasse un unico grande pool di liquidità negli Uae – magari favorito anche da meccanismi di cross-membership – potrebbe registrarsi una diminuzione del trading value nelle Borse occidentali.

Borse Dubai potrebbe, infine, guidare le Borse partecipate in processi di aggregazione a livello mondiale, scegliendo i partner più graditi, a prescindere dalle eventuali sinergie ottenibili.

Peraltro vi è da sottolineare come finora la holding governativa si sia definita un investitore finanziario di lungo periodo, ma non abbia specificato nulla in merito al suo potenziale attivismo o passivismo.

#### **5 Conclusioni**

Dopo l'ondata di aggregazioni tra Borse nel 2007, vi sono stati, da ottobre 2010, ulteriori annunci di operazioni di fusione, soprattutto con riferimento alle Borse di maggiori dimensioni. Tali annunci non si sono, peraltro, concretizzati in effettivi processi di concentrazione, principalmente per le seguenti motivazioni: opposizione governativa, decisioni delle Autorità Antitrust e mancata adesione degli azionisti.



Le Borse di minori dimensioni, appartenenti ai Paesi emergenti, potrebbero essere incentivate ad aggregarsi proprio in seguito agli effetti della crisi originata dai mutui subprime e alla conseguente forte riduzione della market capitalization e del trading value.

Sembra essere questo il caso degli Emirati Arabi Uniti, dotati di tre mercati finanziari a fronte di una popolazione di circa 4,4 milioni di persone. Gli effetti congiunti della frammentazione dei mercati, della crisi finanziaria e di alcuni elementi endogeni all'area stessa (ad esempio, il caso Dubai World) hanno provocato un collasso del trading value negli ultimi anni nei 2 principali mercati (Dubai Financial Market e Abu Dhabi Securities Exchange), e un crollo della market capitalization nel periodo 2007-2011.

Un primo passo è stato effettuato dal Dfm attraverso l'acquisizione del Nasdaq-Dubai, il passo successivo potrebbe essere l'integrazione con l'Adx. Infatti, lo sfruttamento delle sinergie tra Borse, dovute soprattutto all'abbattimento dei costi mediante la condivisione della medesima piattaforma di negoziazione, la diversificazione produttiva e le economie di rete sono elementi che dovrebbero incentivare tale aggregazione. Questo processo dovrebbe, inoltre, favorire un maggior afflusso di liquidità in detti mercati e agevolare l'ingresso di nuovi investitori istituzionali internazionali e, infine, consentire anche a un maggior numero di imprese l'ammissione a quotazione.

A fronte di tali potenziali benefici occorre peraltro richiamare l'attenzione su alcuni aspetti problematici. La creazione di un'unica Borsa negli Uae potrebbe rafforzare la holding controllante Borse Dubai, che detiene partecipazioni rilevanti in Borsa Italiana-Lse e Nasdaq-Omx, ponendo alcuni problemi di governance e competitività. Se da un lato gli Emirati Arabi Uniti tendono a creare un centro finanziario di rilevanza internazionale, attraverso un'unica Borsa che consenta di superare in termini di trading value e market capitalization le principali Borse dei Paesi Arabi appartenenti all'Oic, dall'altro questo processo potrebbe con-

correre a far mutare l'approccio di questa Borsa, facendola passare da investitore «passivo» a investitore «attivo» con implicazioni di non poco conto.

#### BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

**Arnold T., Hersch P., Mulherin J.H., Netter J.** (1999), «Merging markets», in *The Journal of Finance*, vol. 54, n. 3.

**Baglioni A., Monticini A.** (2007), *Integration among stock exchanges and liquidity: evidence from the Nordic exchanges*, mimeo.

**Chesini G.** (2010), «Consolidation in the Stock Exchange Industry», in R. Bottiglia, E. Gualandri, G.N. Mazzocco, *Consolidation in the European Financial Industry*, Palgrave MacMillan.

- (2007), «From demutualisation to globalisation: new challenges for Stock Exchanges», in *International Review of Business Research Paper*.

**Chesini G., De Crescenzo V.** (2010), «I servizi di trading e di post-trading nell'Unione Europea: recenti evidenze empiriche», in *Bancaria*, n. 10.

**Di Noia C.** (2001), «Competition and integration among stock exchanges in Europe: network effects, implicit mergers and remote access», in *European Financial Management*, vol. 7, n. 1.

**Domowitz I.** (1996), «An exchange is a many-splendored thing: the classification and regulation of automated trading systems», in A.W. Lo, *The industrial organization and regulation of the securities industries*, University of Chicago Press.

**Economides N.** (1993), «Network economics with application to finance», in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, n. 5.

**Hasan I., Malkamaki M.** (2001), «Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective», in *Journal of Banking and Finance*, n. 25.

**Hasan I., Schmiedel H., Song L.** (2010), «Growth strategies and value creation: what work best for stock exchanges?», in *Bank of Finland Research Discussion Papers*, n. 2.

**Iosco Technical Committee** (2001), *Discussion Paper on stock exchange demutualization*, Iosco.

**Nicolini G.** (2008), *Le borse valori europee: assetti proprietari, conflitti di interessi e natura di customer-controlled firms*, Convegno Adeimf, Capri, giugno.

- (2009), «Struttura proprietaria delle borse europee e rischi di conflitti di interesse», in *Bancaria*, n. 5.

**Nielsson U.** (2009), «Stock Exchange merger and liquidity: The case of Euronext», in *Journal of Financial Markets*, vol. 12, n. 2.

**Pagano M., Padilla J.** (2005), *Gains from stock exchange integration: the Euronext evidence*, mimeo.

**Polato M., Floreani J.** (2008), «Business Diversification in the Securities Industry: Implications for the Exchanges», in *Transition Studies Review*, n. 15.

- (2009), «Strategie competitive e creazione di valore nell'exchange industry: profili regolamentari e di governance», in M. Brogi (a cura di), *Banca, Mercati e Risparmio. Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, vol. 3, Bancaria Editrice, Roma.

**Serifsoy B.** (2007), «Stock Exchange Business Models and their operative performance», in *Journal of Banking and Finance*, n. 31.

<http://www.adx.ae>

<http://www.borsedubai.com>

<http://www2.dfm.ae>

[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)