

# è Ora!



## BISOGNI E MERITI

ORGANO DEL NUOVO PSI

11 APRILE 2016

Direttore Responsabile **GIANFRANCO POLILLO** - Direttore Editoriale **MARIA BALDARI**

ANNO III N.66

Londra - Francoforte: i problemi delle fusioni di borsa

# MATRIMONIO ANGLO-TEDESCO

di **Vincenzo Papadia**

Mentre la Borsa valori di Milano gira per se stessa, tra crisi bancarie e crolli petroliferi, c'è qualcuno in Europa, che cerca di fonderci per fare migliori affari magari operando una tecnica di mercato definita "clearing-house", cioè utilizzare uno strumento per far sì che istituzionalmente i banchieri con cui vengono scambiati assegni e fatture di banche aderenti, paghino in contanti solo i saldi, mentre non rilevarebbe tutto il resto dei rapporti.

Ora si discute se le fusioni tra borse garantiscano una maggiore stabilità alle operazioni finanziarie oppure è necessario che tali ipotesi vengano di diritto bloccate, magari da un intervento istituzionale dei Governi dei due Paesi interessati e dall'UE, che lamenterebbe un eccesso di concentrazione Britannico - Tedesca, anche perché alcuni dicono che sarebbe meglio fare pulizia di alcune manovre di borsa azzardate e complicanti problemi e via di questo passo.

Ma vediamo i fatti come si stanno maturando. Al culmine della crisi finanziaria, nel 2008, l'Ufficio Fair Trading ha contestato una fusione tra Lloyds TSB e HBOS (Banca scozzese), due grandi banche britanniche, dicendo che la concorrenza ne avrebbe sofferto. La questione di allora si è riaperta in questi giorni in gran Bretagna, dati i rapporti stretti tra le due banche, tanto che l'una influenza la nomina della presidenza dell'altra e viceversa. Ma non pare che si approdi ad alcunché di concreto nonostante le difficoltà finanziarie della HBOS.

Tuttavia, permane sull'affare l'annullamento dal governo britannico (su consiglio della Banca d'Inghilterra, tra gli altri), che aveva stabilito che una fusione di quel tipo aumenterebbe sicuramente la stabilità finanziaria, ma sarebbe contro il principio della concorrenza, per eccesso di concentrazione. La risposta ideale alla fusione amichevole proposta tra Deutsche Borse (DB) e London Stock Exchange (LSE) sarebbe una immagine speculare del trattamento riservato già a Lloyds - HBOS per il loro legame giuridico. Se gli investitori nei fondi fiduciari, che fanno cartello dall'Europa benedicono l'accordo, il governo britannico, invece, dovrebbe bloccarlo a meno che non siano gli stessi sostenitori a dissipare le preoccupazioni circa la stabilità finanziaria ovvero rigidità di sistema e dei rischi connessi.

Gran parte della opposizione, alla ventilata fusione DB-LSE, si ascrive ad argomenti prevedibili: la paura degli stranieri portata avanti dai gestori dei pacchetti azionari nazionali e le preoccupazioni per i nuovi comportamenti, o modifica dei prezzi e degli equilibri di potere. Ma la vera obiezione alle due più grandi borse per Unire l'Europa è più allarmante. Le tariffe applicate per tassazione a quotazione e trading azionario avrebbero rappresentato meno di un decimo del fatturato totale di due aziende se già analizzate per l'anno scorso. Ma in sostanza l'affare sarebbe il pilastro di entrambi le borse per la compensazione professionale, in particolare degli interessi, quali strumenti derivati sui tassi. E' chiaro che la "clearing-house" piace a tutti gli operatori, che stanno mettendo in piedi questa ipotesi di fusione. La clearing house, di LSE e DB, vedrebbe ambedue in mezzo agli scambi, in qualità di acquirente di ciascun venditore e di venditore di ogni acquirente. Se una parte fallisce, la compensazione risolve il problema, facendo il bene delle negoziazioni. In buona sostanza da quando si registrò la crisi finanziaria con un grave peso su tutti i negoziati per i derivati e scoppiò la AIG (Gruppo Americano delle Assicurazioni), il sistema clearing ovvero delle compensazioni è diventato il pilastro regolatore dell'architettura del sistema USA.

I negozianti in Europa avranno, ad esempio, l'obbligo della compensazione con una maggiore tasso di cambio degli interesse, da giugno 2016. Insomma lo scopo è quello di mettere le compravendite in una stanza di compensazione; ciò significa che un default da una singola controparte sarebbe improbabile che si propaghi attraverso il sistema. Ma ciò concentra anche maggiore rischio nella stanza di compensazione in sé. Sicché, se qualcuno dei grande negozianti partecipante alla stanza di compensazione dovesse fallire, le conseguenze sarebbero terribili. Si sa che la Lehman Brothers era una banca d'investimento di medie dimensioni, procedere al suo fallimento fu necessario, ma ciò comportò che si contribuì a trasformare un corpo locale, al contempo, in una crisi secolare, perché, essa era così strettamente collegata al resto del sistema economico e finanziario. Le più grandi stanze di compensazione del mondo sono ancora più invischiata: il valore nazionale di swap su tassi d'interesse liquidati da LCH (London Clearing House): vedasi [www.Clearnet](http://www.Clearnet) (Trusted Risk Management for Cleared Markets), che nel 2015 operava per compensazioni di 533 miliardi di dollari.

Ora il consolidamento delle grandi stanze di compensazione ulteriormente concentrano anche i rischi. Come se questo non fosse già un motivo sufficiente per fare una pausa di riflessione dei regolatori finanziari, il team LSE-DB sta sollecitando affinché i governi, dei due Paesi, si pronuncino positivamente, dichiarando che sarebbe un beneficio per i clienti. Il lobbismo impera. Comunque sia, il sistema della stanza di

compensazione richiede che ogni parte di un negoziato sui derivati, effettui un pagamento anticipato, che potrà salire o scendere in termini di dimensioni, a seconda che il mercato si muova a favore o contro ciascuna delle parti. Questo pagamento, o margine, fa parte delle difese che una stanza di compensazione, facendo bene il mestiere, opera a favore di una controparte che non riesce a pagare. Perciò, e DB e LSE si sono accordati di tenere €150miliardi (170 miliardi di dollari) per tale garanzia (collaterale). Se un cliente è a rischio per difficoltà di liquidità e i suoi pagamenti marginali sono insufficienti, la stanza di compensazione mette a disposizione altri fondi, ma poi si ferma, quando quel cliente è più vicino al fallimento. Le due borse dichiarano che le stanze di compensazione resteranno separate dagli altri sistemi di gestione. Ma i clienti di entrambi saranno in grado di compensare alcune classi di derivati delle loro negoziazioni che tendono a muoversi in direzioni opposte e mettere meno risorse di capitale di margine di conseguenza? La concorrente americana CME (Futures & Options Trading) già permettere questo, ma non c'è ragione di replicare i suoi rischi. In una fase di crisi, le correlative compensazioni fra differenti sorti di negoziato tenderebbero ad essere abbattute ambedue.

Se le autorità di regolamentazione del sistema hanno inesorabilmente dovuto imporre l'aumento del capitale, con cui le grandi banche si devono autofinanziare, in modo da proteggerle da eventuali perdite, per le stanze di compensazione si dovrebbe porre ancora più attenzione, data la delicatezza delle operazioni. A meno che la LSE e la DB si impegnino a mantenere le loro stanze di compensazione separata veramente dal resto delle altre gestioni, costruendo una sorta di recinto con fondi speciali per i casi di default e facendosi anche carico delle spese per i contratti c.d. a margine, l'operazione dovrebbe essere bloccata.

Ci si rende conto che questo è un mondo che va sempre più verso le concentrazioni e vorrebbe vedere tali sistemi di stanze di compensazione sui contratti di borsa ristretti solo a 4 nel mondo: LSE-DB (sedi Londra e Francoforte), CME Group (Sede: Chicago, Illinois, Stati Uniti), ICE (Ice clear, U.S. New York), HKEX (Hong Kong Stock Exchange). Ma l'operazione in Europa sarebbe troppo forte tra lo Stato più forte dell'area euro e quello della sterlina. Insomma, questo doppio incrocio tra giganti preoccupa più di quanto risolve ed affascina. Sicché, pare più un'operazione da grandissime imprese ed operatori, che non un supporto di garanzia per gli investitori e i risparmiatori più piccoli. Il ricordo amaro, dei problemi avuti dalla HKEX nel 1987, che comportò, per molto tempo, la chiusura dei mercati di borsa e drammatici fallimenti, è ancora lì nella memoria degli operatori finanziari. Insomma, la fusione tra LSE e DB sarebbe un altro duro colpo ad un modello di Europa sempre più squilibrata verso il Nord e meno integrata politicamente, in una fase in cui le sofferenze sono diventate ormai troppe. Occorre riflettere ancora.

## è ora!

Direttore Responsabile  
**Gianfranco Polillo**

Reg. Tribunale di Benevento n.1013/14  
Dep. in Cancelleria il 23/06/2014

c/o Avv. R. Tibaldi  
C.so Garibaldi, 82 - 82100 Benevento  
Via Archimede, 10 - 00197 Roma  
Tel.: 391.3762521

on-line: [www.eorasocialista.it](http://www.eorasocialista.it);  
e-mail: [nuovopsi@arubapec.it](mailto:nuovopsi@arubapec.it)  
stampato in proprio