

Innovazioni finanziarie e organizzazione delle transazioni nel mercato azionario*

Introduzione

La recente crisi di borsa ha dato nuovo vigore alle critiche del sistema di formazione dei prezzi adottato dal New York Stock Exchange (NYSE), basato sugli "specialisti" (*specialists*), e ai suggerimenti di introdurre un sistema simile a quello dell'International Stock Market (ISM) di Londra. L'ISM di Londra è un mercato in cui, basandosi sull'uso di computer e di schermi, gli ordini sono eseguiti automaticamente e gli operatori di borsa (*stock jobbers* e *brokers*) sono stati eliminati, trasferendo quasi tutte le transazioni fuori del parquet attraverso i *market makers*. Gli economisti non si sono mai eccessivamente interessati né delle istituzioni, inclusi i mercati, né del processo di formazione dei prezzi che vi ha luogo, preferendo studiare la possibilità dell'esistenza di prezzi di "equilibrio" in condizioni concorrenziali. Ciò nonostante, per gli economisti è diventato luogo comune considerare la borsa un esempio concreto di mercato perfettamente concorrenziale, cosicché la maggior parte delle proposte di riforma del sistema degli specialisti si basa sull'ipotesi dell'esistenza di condizioni concorrenziali.

È tuttavia evidente che il NYSE non è più (ammesso che lo sia mai stato) un mercato concorrenziale nel senso che, operando vi un numero sufficientemente ampio di acquirenti e venditori,

* Questo articolo è una versione abbreviata e rivista di una relazione originariamente presentata al *Seminar on Structural Change in the American Financial System* tenuto a Roma il 18 e 19 ottobre 1988 presso il Centro di Studi Americani. In quell'occasione J. Frankel fece utili commenti sulla relazione; i commenti di G. Nardozzi e A. Terzi mi hanno aiutato a migliorare una precedente stesura. Alcune delle idee presentate in questo lavoro sono state sviluppate nell'ambito del gruppo di ricerca del Progetto finalizzato Economia del CNR (contratti n. 83.03069 e n. 86.01367.53).

nessuna singola transazione abbia un effetto permanente sulla determinazione dei prezzi. In questo articolo si sostiene che i recenti cambiamenti della struttura concorrenziale del mercato hanno fatto aumentare la volatilità dei prezzi, rendendo difficile, se non impossibile, lo svolgimento da parte dello specialista dei compiti assegnatigli nel processo di formazione dei prezzi di mercato. Pertanto, le proposte di modifica dell'organizzazione delle transazioni di mercato debbono essere giudicate facendo riferimento a condizioni prevalenti di concorrenza imperfetta, piuttosto che a un ideale mercato perfetto.

Mercati privati, mercati pubblici e informazione

L'ampio flusso di mutamenti storici subiti dall'organizzazione dei mercati, passato in rassegna da Braudel (1979), mette in luce l'esistenza di un processo in cui le istituzioni preposte alla formazione dei prezzi si alternano ciclicamente nel tempo, passando da forme di mercato "pubblico" a forme di mercato "privato" e viceversa (cfr. Kregel, 1985). In un mercato pubblico, tutti gli operatori sono soggetti a regolamenti formali che assicurano che le intenzioni di ciascuno siano completamente note a tutti gli altri; i mercati privati sorgono quando per gli operatori diviene più conveniente agire al di fuori dei regolamenti formali del mercato pubblico. I mercati privati sono dominati da intermediari che hanno interesse a limitare le informazioni concernenti le loro intenzioni e la situazione di mercato. In tal modo i prezzi vengono a essere determinati più dalle aspettative degli operatori sui prezzi e sulle offerte future che non dalla oggettiva situazione di mercato che si riflette nelle offerte e negli ordini di acquisto. Questi benefici privati per gli operatori creano rapidamente, per i produttori e i consumatori, dei costi pubblici che infine spingono verso un nuovo processo di regolamentazione, grazie al quale il mercato diviene nuovamente centralizzato, seppure a un livello più basso di aggregazione, e si creano istituzioni che rendono gli scambi maggiormente pubblici e le azioni degli operatori più trasparenti. In questo contesto, l'adozione di un sistema basato sull'uso di schermi video potrebbe essere interpretata come la manifestazione di una tendenza verso una forma di mercato "privato" più decentrato e quindi meno perfetto, che infine

darebbe vita a nuovi regolamenti istituzionali miranti a rendere gli scambi più pubblici e trasparenti.

Analizzando l'evoluzione delle istituzioni di mercato da questo punto di vista, i meriti del sistema basato sugli specialisti rispetto a quello basato sugli operatori di borsa (*dealers*) possono essere valutati solo attraverso un'analisi preliminare dell'evoluzione subita in passato dall'organizzazione delle transazioni nel mercato azionario: per quale ragione i mercati finanziari anglo-sassoni hanno teso ad evolvere verso un sistema aperto di formazione dei prezzi del tipo ad asta, che si basa su transazioni bilaterali continue, mentre nella maggior parte delle borse dell'Europa continentale si continua ad adottare il sistema di contrattazione ristretta alle grida del listino di titoli approvati? Questa domanda è interessante anche perché, sebbene solo il sistema continentale di contrattazione corrisponda da vicino all'ideale mercato concorrenziale delineato da Walras e accettato dalla maggior parte degli economisti come modello di concorrenza perfetta, i generici riferimenti al "mercato dei titoli" come esempio di mercato perfetto non sembrano distinguere tra i due tipi coesistenti di organizzazione. In realtà, molti economisti guardano ai mercati walrasiani come rarefatte astrazioni dal mondo reale senza rendersi conto che approssimazioni assai vicine a tali mercati esistono nella maggior parte delle borse continentali e che il sistema di *tâtonnement* per la formazione dei prezzi è ancora usato in forma quasi identica a quella descritta da Walras riferendosi alla determinazione giornaliera del prezzo dell'oro a Londra.¹

Il sistema continentale di contrattazione alle grida è caratterizzato dall'attività di intermediari (*stockbrokers*) che, avendo il monopolio dell'accesso in borsa, raccolgono gli ordini di acquisto e vendita dei loro clienti e li rendono noti quando il prezzo dei relativi titoli viene fissato in occasione della giornaliera contrattazione del listino.² Il prezzo che eguaglia gli ordini di acquisto e vendita annunciati dagli intermediari per parte dei loro clienti è il prezzo ufficiale, o di mercato. Analogamente al sistema walrasiano, spetta al "banditore" il compito di quotare i prezzi e di fissare quello che eguaglia l'offerta e la doman-

¹ Keynes suggerì che il sistema di *tâtonnement* di Walras si ispirava al metodo di formazione dei prezzi adottato dalla Borsa di Parigi. Cfr. Keynes, lettera a Hicks citata in J.R. Hicks, "Time in Economics", ristampato in *Collected Essays in Economic Theory*, vol. II, Oxford, Blackwell, 1982, p. 296, nota 16.

² Gli *Agents de change* della Borsa di Parigi non potevano effettuare operazioni in conto proprio a causa del controllo monopolistico delle transazioni in borsa attribuito loro per concessione reale.

da di ciascun titolo compreso nel listino ufficiale. Poiché tutte le informazioni rilevanti, sotto forma di ordini dei clienti rispetto ai vari prezzi, sono disponibili al momento della contrattazione alle grida, si ha perfetta informazione su tutte le combinazioni di acquisti e vendite. Ma questa trasparenza delle informazioni sulle transazioni rende necessario che il mercato sia regolato in modo tale che tutti gli scambi si concentrino in un singolo luogo (il parquet) e in un singolo momento (la "chiamata" del listino ufficiale di borsa) limitando l'accesso agli intermediari, che sono i soli partecipanti all'asta per la determinazione dei prezzi. Il mercato è perfettamente concorrenziale solo in quanto esso è fortemente regolato.

È interessante rilevare che, fino a circa il 1871, anche l'organizzazione del NYSE si basava sul sistema "continentale" di contrattazione alle grida (cfr. Leffler, 1951, pp. 86 e seguenti). La nuova tecnologia delle comunicazioni, sotto forma della "teleborsa" (*stock ticker*), arrivò nel 1867; mentre le scrivanie degli intermediari vennero collegate telefonicamente al parquet nel 1878. Ma, in modo assai simile a quanto avviene oggi, sembra che, più dei cambiamenti tecnologici, sia stata la crescita delle dimensioni del mercato a spingere verso cambiamenti nell'organizzazione delle transazioni. Da una parte, l'esplosione del trasporto ferroviario e l'espansione verso Ovest portarono ad un forte aumento del numero di titoli quotati in listino: nel 1870 vi era un *Regular List* (listino ufficiale) che comprendeva 278 titoli e un *Free List* (listino non ufficiale) di lunghezza illimitata. Il listino ufficiale era quello che veniva "chiamato" per primo. Dall'altra parte, il numero dei membri appartenenti alla borsa quasi raddoppiò, passando da 533 a più di 1.060 nel 1869. Dopo il "Panico" del 1873 (durante il quale il NYSE restò chiuso per 12 giorni!), vi fu una ripresa delle attività e alla fine del decennio il numero di azioni trattate era raddoppiato, raddoppiando ancora alla fine del secolo.

Il passaggio al "sistema ad asta", che ebbe luogo nel 1871, sembra essere dipeso dall'eccessivo ampliamento del listino e del numero di membri della borsa.³ Le modifiche organizzative si tradussero in un "decentramento" delle transazioni, suddividendo il *Regular List* in un certo numero di "listini" di minori dimensioni, trattati in luoghi distinti chiamati *posts* (o *corbeilles*). La riduzione della dimensione dei listini

³ Gli operatori erano diventati anche troppo litigiosi: la disciplina era mantenuta mediante un sistema di multe: 10 dollari per chi stava in piedi su di una sedia, 50 dollari per chi faceva saltare il cappello dalla testa del vicino, 10 dollari per chi tirava una freccia di carta (telefoni e tubi pneumatici non erano ancora in uso). Si veda LEFFLER, cit., p. 87.

ottenuta mediante il decentramento fu tale da far ritenere agli intermediari che non era più necessaria una singola contrattazione formale alle grida del listino dei titoli trattati in ciascuna corbeille. Si arrivò così a trattare tutti i titoli continuamente e quasi simultaneamente, invece che "in serie" come avveniva con il sistema di contrattazione alle grida.

Dal sistema di contrattazione alle grida al sistema basato sugli specialisti

La tradizione vuole che la figura dello "specialista" sia stata introdotta nel sistema ad asta decentrato, simultaneo e continuo quando un intermediario, temporaneamente immobilizzato, decise di continuare le proprie attività da una sedia collocata alla corbeille Western Union. Questo intermediario presto cominciò a raccogliere ordini da parte di altri intermediari che avevano più importanti transazioni da portare a termine in altre corbeilles. A prescindere dalla verità o meno di questa storia, la specializzazione degli intermediari in titoli trattati in una particolare corbeille si sarebbe sviluppata in ogni caso.

Con il sistema di contrattazione alle grida, venivano "chiamati" tutti i titoli e gli scambi venivano eseguiti nello stesso spazio fisico e temporale; ciò consentiva a tutti gli intermediari di essere fisicamente presenti a tutte le transazioni relative a tutti i titoli in listino. Con il nuovo sistema decentrato, le transazioni relative a titoli diversi venivano effettuate in corbeilles spazialmente separate fra loro e, perciò, le transazioni degli intermediari venivano a essere separate anche temporalmente. Poiché il parquet del NYSE non era sufficientemente ampio da consentire che ogni impresa avesse un intermediario in ogni corbeille, e poiché era impossibile per gli intermediari essere presenti contemporaneamente in ogni corbeille, la specializzazione spaziale e temporale divenne necessaria per un efficiente espletamento degli ordini dei clienti. Così, al singolo "banditore" del mercato unificato di contrattazione alle grida si sostituì un vasto numero di "specialisti", responsabili delle transazioni e dei prezzi dei titoli trattati in singole corbeilles (e infine di un solo tipo di titolo tra quelli trattati nella corbeille), operanti in un mercato continuo decentrato.

Il successo di questa nuova organizzazione delle transazioni dipese dalla creazione di un sistema di distribuzione delle informazioni

relative a transazioni e prezzi; informazioni che, nel sistema di contrattazione alle grida, erano invece fornite automaticamente da un singolo banditore. Ciò si poté realizzare grazie alla "teleborsa", che consentiva agli intermediari di raccogliere informazioni sulle transazioni e sui prezzi provenienti da tutte le corbeilles senza dover essere fisicamente presenti per assistere o partecipare alle transazioni in ognuna di esse. Anche il telefono e il sistema di tubi pneumatici erano necessari per consentire agli ordini dei clienti sulle scrivanie degli intermediari di raggiungere le corbeilles specializzate senza la presenza fisica degli intermediari in ognuna di esse.

Così la forte crescita delle dimensioni del mercato (che rese il listino troppo lungo per essere "chiamato" in un periodo di tempo sufficientemente breve da poter essere considerato "istantaneo", cosicché tutti i titoli fossero trattati alle stesse condizioni di informazione) e l'aumento del numero di intermediari (che rese difficile che tutti potessero assistere ed effettuare scambi nel corso di una singola "chiamata") portarono a un decentramento del mercato. Il singolo banditore, responsabile delle transazioni e dei prezzi di tutti i titoli, fu sostituito da un *market maker* (un operatore in grado di influenzare significativamente il mercato) per ciascun titolo, lo "specialista". Usando termini già impiegati, possiamo dire che, nella misura in cui le informazioni di mercato si concentrarono nelle mani degli specialisti, si trattò del passaggio a un'organizzazione di mercato più decentrata e meno "pubblica". In questo nuovo contesto, fu possibile continuare ad assicurare la diffusione pubblica delle informazioni soltanto grazie alla rivoluzione nel campo delle comunicazioni, che portò la "teleborsa" e i telefoni collegati al parquet. In effetti, gli aspetti maggiormente regolamentati del NYSE riguardano le operazioni degli specialisti e la diffusione formale delle informazioni sulle transazioni.

La continuità dei prezzi in mercati continui

Il passaggio da un sistema di contrattazione alle grida a un sistema ad asta di scambi continui fece sorgere un altro problema oltre a quello della disponibilità delle informazioni: il problema della continuità dei prezzi. Nel precedente sistema di contrattazio-

ne giornaliera alle grida, tutte le informazioni esistenti erano rese completamente disponibili tramite il modo in cui gli intermediari reagivano ai vari prezzi con gli ordini dei loro clienti; non si effettuava nessuno scambio tranne quelli al prezzo di mercato "fissato" che eguagliava gli ordini di acquisto e vendita (ciò che gli economisti chiamano "equilibrio" tra domanda e offerta). Nell'ideale forma di concorrenza nessun singolo acquirente o venditore può influenzare questo prezzo; tutti gli ordini vengono resi noti al momento della contrattazione alle grida, che costituisce l'unica unità temporale rilevante. Qualunque altra transazione (prima, durante, o dopo la "chiamata" del listino) avviene facendo riferimento al prezzo fissato ufficialmente.

Tuttavia, nel mercato continuo tutte le offerte di vendita ed acquisto relative a un certo titolo, che affluiscono al mercato tramite gli intermediari, non sono temporalmente concentrate in un singolo momento ma si distribuiscono casualmente nel corso della "giornata" di scambi (la cui durata resta comunque fissata per regolamento): invece di un'approssimazione al *tâtonnement* walrasiano, si ha un processo marshalliano di *biggling and bargaining* (mercanteggiamento e contrattazione) (1920, Libro V, Capitolo II.2) in cui le offerte di vendita e acquisto avvengono casualmente nel corso del giorno di mercato. Soltanto un certo numero di queste transazioni viene portato a termine, e nessuna di esse avviene necessariamente al prezzo di "equilibrio", che sarebbe emerso dal confronto simultaneo di tutte le offerte di acquisto e vendita nel corso di una contrattazione alle grida (Marshall tuttavia sosteneva che "probabilmente" il mercato si assesterà su tale prezzo). Inoltre, per i titoli che vengono trattati in corbeilles diverse, questo processo è spazialmente separato.

Il problema della continuità del prezzo riguarda il modo in cui il mercato tratta la determinazione del prezzo di un certo titolo nel caso in cui, in ogni particolare momento della giornata di scambi, si verificano divari o scompensi fra ordini di acquisto e vendita che tuttavia possono annullarsi nel corso della stessa giornata. Si tratta, in altre parole, del problema di come fare in modo che la media dei prezzi a cui avvengono le transazioni continue effettivamente eseguite corrisponda il più possibile al "prezzo di equilibrio" (che non ha più alcun referente concreto nel mercato e diviene un concetto nozionale) che si sarebbe stabilito qualora tutte le offerte di acquisto e vendita fossero state presentate simultaneamente.

Nell'ideale funzionamento del mercato continuo questa funzione di "smussamento" è svolta dagli "operatori di borsa" (*floor traders*) che effettuano operazioni speculative in conto proprio. In altre parole, in un sistema in cui le transazioni non avvengono più contemporaneamente nel corso della contrattazione alle grida, gli operatori di borsa svolgono una funzione analoga effettuando arbitraggi temporali. Essi accettano di scambiare con coloro che trasmettono ordini "non compensati", poiché si attendono di poter liquidare queste posizioni successivamente nel corso della giornata, quando intermediari casualmente assenti (poiché stanno effettuando operazioni presso altre corbeilles) appaiono nella corbeille per portare a termine ordini a prezzi più vicini a quello atteso di equilibrio o "di mercato". Perciò la concorrenza fra gli intermediari mantiene i prezzi vicini a quelli attesi di equilibrio per tutta la durata della giornata di contrattazione.⁴ Poiché gli operatori di borsa in generale non svolgono attività in conto terzi, i loro guadagni dipendono dalla portata delle plusvalenze e dal numero di transazioni (profittevoli) realizzate. La portata delle plusvalenze dipende dal numero di operatori che agiscono nel parquet, la profitabilità dipende dalla capacità di prevedere il prezzo "di mercato" e, infine, il giro d'affari dipende dalla velocità alla quale è possibile effettuare le transazioni. Gli intermediari di borsa non potrebbero sopravvivere né in un sistema di contrattazione alle grida, in cui le transazioni avvengono soltanto una volta al giorno, né in un mercato con accesso illimitato. Pertanto, gli operatori di borsa e le loro aspettative di prezzo svolgono un ruolo cruciale nella determinazione dei prezzi di mercato e delle aspettative del pubblico; ora infatti, invece dei prezzi fissati dal sistema di contrattazione alle grida, il pubblico usa come prezzi di riferimento quelli in vigore alla chiusura del mercato.

Per la continuità dei prezzi in un mercato ad asta continuo e simultaneo è necessaria l'attività di intermediari di borsa che desiderino assumere posizioni speculative temporali. Questa funzione speculativa, che assicura la continuità dei prezzi e la profondità del mercato, è infine divenuta una responsabilità formale dello specialista che si esprime nell'obbligo di mantenere un "mercato equo e ordinato". Con la graduale scomparsa di intermediari di borsa indi-

⁴ Entro i limiti di un ottavo di punto, che rappresenta il limite utilizzato per giudicare la continuità del prezzo di un titolo trattato da uno specialista.

pendenti, i singoli specialisti sono divenuti responsabili del mantenimento della continuità e profondità del mercato assumendo posizioni in conto proprio. Gli specialisti sono così divenuti sia intermediari che operatori di borsa.

Al fine di garantire che i prezzi continui corrispondano grosso modo ai prezzi che verrebbero determinati da una contrattazione non speculativa alle grida, lo specialista deve praticamente possedere tutte le informazioni sui titoli da lui trattati; vale a dire tutte le informazioni che egli avrebbe avuto a disposizione nelle condizioni di completa informazione proprie del sistema di contrattazione alle grida. Sebbene sia evidente che lo specialista non può avere tutte queste informazioni, è tuttavia possibile che egli abbia più informazioni di altri intermediari grazie al suo monopolio sul "libro di mercato dello specialista" e agli ordini di vendita con limiti di prezzo relativi ai titoli che tratta. Lo specialista non può essere a conoscenza di tutte le transazioni correnti e future, ma è a conoscenza delle transazioni correnti che hanno luogo nella "sua" corbeille e di quelle che sono state annunciate in anticipo per mezzo di ordini di vendita e acquisto con limiti di prezzo e di commissioni comunicati gli privatamente. Egli così assicura una "determinazione" continua del prezzo di mercato, fornendo le quotazioni ufficiali di borsa relative ai titoli che tratta. Lo specialista può agire come "leader" di prezzo e *market maker* solo se è più abile nella previsione del prezzo di "equilibrio", cosa che richiede che la sua posizione informativa sia migliore di quella di altri intermediari nel gruppo. È proprio questa condizione che non è più soddisfatta in seno al NYSE.⁵

⁵ Vi è una contraddizione intrinseca nel presumere che, in primo luogo, le attività di un singolo specialista possano completamente sostituirsi a quelle di un ampio numero di operatori di borsa speculativi e, in secondo luogo, che, al fine di assicurare la continuità, gli specialisti svolgano operazioni sulla base delle sole informazioni contenute nel "libro", indipendentemente dal beneficio privato che possono trarne, mentre si presume che gli operatori di borsa agiscano in vista del profitto privato sulla base di aspettative del prezzo di equilibrio che derivano da informazioni pubbliche raccolte sul mercato. In realtà, si chiede agli specialisti di svolgere il ruolo del banditore walrasiano relativamente a un solo titolo, seguendo però le regole del gioco marshalliano di scambio continuo. In tal modo si crea confusione fra gli effettivi obblighi dello specialista di ridurre la variabilità dei prezzi, determinati in modo continuo mediante asta, intorno ai prezzi nozionali "di equilibrio" (determinati "alle grida") e il suo presunto, ma impossibile, compito di ridurre la variabilità dello stesso prezzo di equilibrio. Tale contraddizione può essere individuata nei regolamenti sugli scambi (*trading tick rules*), che impediscono allo specialista di acquistare in un mercato in crescita o di vendere in un mercato in caduta. Tuttavia questi regolamenti, obbligando gli specialisti a vendere ogni qualvolta vi era una ripresa dei prezzi, sembrano essere stati controproducenti nel corso della crisi dell'ottobre 1987. In quel caso, la possibilità di acquistare in un mercato in crescita avrebbe potuto essere considerata un mezzo per stabilizzare la ripresa dei prezzi di equilibrio.

La "democrazia della proprietà" diviene il "capitalismo dei manager finanziari"

Come abbiamo già visto, la tradizionale definizione di concorrenza data dagli economisti si basa sul numero di acquirenti e venditori, che deve essere sufficientemente ampio da far sì che nessuno di essi sia in grado di influenzare il prezzo. È ovvio che, poiché il numero di intermediari è rigorosamente limitato, questa condizione non è mai formalmente soddisfatta dal parquet del NYSE. Tuttavia si presume che la condizione sia soddisfatta in quanto gli intermediari agiscono come agenti per un numero infinitamente ampio di acquirenti e venditori; in altre parole, si ritiene che una maggiore dispersione tra il pubblico della proprietà azionaria faccia aumentare la concorrenza nei mercati finanziari. Anteriormente alla prima guerra mondiale, non vi era diffusione della proprietà azionaria, ma essa aumentò di dieci volte durante il *boom* del mercato azionario verificatosi alla fine degli anni '20. Interrotta dalla Crisi del 1929 e dalla Grande Depressione, all'indomani della seconda guerra mondiale questa tendenza alla diffusione si riaffermò, ma con modalità che erano state scarsamente previste. Sebbene la proprietà azionaria sia divenuta più diffusa, ciò è avvenuto in forme che si potrebbero chiamare di proprietà indiretta piuttosto che diretta; un fenomeno che ha favorito «lo sviluppo degli investitori istituzionali» che, «più di qualunque altro fenomeno post-bellico, caratterizza l'odierno mercato degli investimenti — gli investitori istituzionali rappresentano oggi il fattore preminente del nostro mercato dei titoli». Ciò ha prodotto «l'istituzionalizzazione dei risparmi delle famiglie in seno a compagnie assicurative, fondi pensionistici e assistenziali, fondi di investimento (sia a capitale variabile che a capitale fisso), e il trasferimento di ricchezze sostanziali in fondi fiduciari» (Schiff, 1955, p. 58). Così, mentre la dispersione della proprietà azionaria era già aumentata negli anni '50, le effettive decisioni di acquisto e vendita di titoli sono andate concentrandosi nelle mani di un numero assai più ristretto di gestori di portafoglio.

Alla fine degli anni '60, lo *Stock Market* entrò nell'era dei grandi manager finanziari istituzionali; un'era che, usando la terminologia di Minsky (1988), può essere giustamente detta del "capitalismo dei manager finanziari" e che doveva aprire la via a diversi significativi cambiamenti nell'organizzazione del mercato. Il *Big*

Bang del maggio 1975, uno di questi cambiamenti, ha fatto mutare la struttura delle commissioni, trasformandola da una struttura adatta a clienti che effettuano piccole transazioni a una adatta a istituzioni e gestori di fondi che trattano grossi blocchi di titoli. Sebbene questi cambiamenti facilitassero le "transazioni per blocchi" riducendo il costo delle provvigioni,⁶ un altro aspetto delle transazioni per blocchi fece aumentare i costi di gestione di ampi portafogli: le transazioni per blocchi delle grandi istituzioni non potevano più essere effettuate senza esercitare un'influenza diretta sui prezzi di mercato prevalenti. La profondità del mercato non era sufficiente ad assorbire le ripercussioni delle grosse transazioni effettuate dagli operatori istituzionali senza produrre discontinuità dei prezzi tali che gli specialisti non erano in grado, né si attendevano, di eliminare svolgendo la loro funzione ufficiale di preservazione della continuità in una situazione di profondità su entrambi i lati del mercato.

Le transazioni per blocchi e lo specialista

I problemi che le transazioni per blocchi effettuate dagli operatori istituzionali crearono per gli specialisti furono ufficialmente risolti esentando tali transazioni dal rispetto di certe regole di scambio e trasferendole di fatto fuori del parquet; sottraendole cioè alla responsabilità diretta dello specialista. In queste cosiddette "transazioni al piano di sopra" (*upstairs trading*), i gestori delle grandi istituzioni e dei fondi organizzavano il trasferimento di grossi blocchi di titoli direttamente tra di loro, attraverso transazioni per blocchi effettuate da intermediari nazionali "al dettaglio", o attraverso le grandi banche di investimento di Wall Street appartenenti allo "scaglione speciale" (*special bracket*). Queste transazioni avvenivano a prezzi non necessariamente collegati alle quotazioni ufficiali degli specialisti del NYSE, ma piuttosto alle aspettative degli operatori sull'impatto che la transazione per blocchi avrebbe avuto sui prezzi

⁶ Le provvigioni per azione relative a grosse transazioni sono diminuite da 26 centesimi nell'aprile 1975 a 7,5 centesimi nel 1986; mentre quelle applicate a clienti privati che effettuano piccole transazioni sono aumentate da 30 a 60 centesimi. Cfr. il Rapporto Brady, pp. 11-15.

di mercato in futuro o sui prezzi futuri ai quali il blocco poteva essere trasferito in piccoli lotti. Inoltre, agli operatori "del piano di sopra" non veniva richiesto né di informare lo specialista sui blocchi negoziati né di effettuare tutte le transazioni per blocchi nel parquet (o addirittura nel NYSE), malgrado la National Association of Securities Dealers (Associazione nazionale degli operatori in titoli) imponesse che le transazioni fossero rese note al pubblico.⁷

Nel 1975 le transazioni per blocchi relative a 10.000 o più azioni rappresentavano soltanto il 16,6% del volume di scambi nel NYSE; nel 1985 esse erano più del 50%. Le transazioni sono raddoppiate tra il 1985 e il 1987, raggiungendo il numero di 920.000 e interessando 24,5 miliardi di azioni (cfr. Kaufman e il *NYSE Factbook* 1988, p. 13). Salomon Brothers stima che per la prima metà del 1988 ci si trovi al di sopra del 55% (riportato nell'*Economist*, 1988, p. 100). Sebbene la prassi comune sia di effettuare le transazioni per blocchi nel parquet, resta comunque vero che le transazioni per grossi blocchi da parte di operatori istituzionali fanno sì che più della metà di tutti gli scambi presso il NYSE non sia negoziata nella corbeille dello specialista.

Queste transazioni fuori mercato "al piano di sopra" riducono drasticamente non solo le informazioni a disposizione di coloro che operano nel parquet in generale e dello specialista in particolare; esse riducono anche l'importanza che le quotazioni del NYSE fornite dallo specialista hanno come indicatori della situazione di mercato. Infatti gli "operatori del piano di sopra" hanno effettivamente privato gli specialisti del loro ruolo di *market maker* per quanto riguarda le azioni a elevata capitalizzazione che entrano nei principali indici di borsa. Gli "operatori del piano di sopra" ora svolgono il ruolo di *market maker* indipendentemente dai regolamenti del NYSE sulle procedure tecniche da seguire per la fissazione dei prezzi e loro capitalizzazione che gli specialisti debbono invece rispettare.⁸

⁷ Quando le transazioni sono portate all'attenzione dello specialista, egli deve agire come se non fosse a conoscenza della loro esistenza; inoltre, quando le transazioni sono portate al parquet per la verifica, i regolamenti pongono limiti agli scambi con il "libro dello specialista" e con il pubblico. La norma 127 stabilisce le seguenti condizioni: se l'operatore non assume una posizione nel blocco, è in generale possibile escludere lo scambio nel parquet.

⁸ La norma 97 impone ai membri che assumono posizioni per blocchi di avere un capitale di base di un milione di dollari, ma non pone obblighi per quanto riguarda il mantenimento di un mercato equo e ordinato.

L'avvento delle transazioni per blocchi ha prodotto anche la concentrazione delle imprese di intermediazione, che si affianca alla concentrazione della proprietà azionaria presso le istituzioni e a quella delle decisioni di vendita e acquisto nelle mani dei gestori istituzionali di portafoglio: nel 1985 quasi l'80% sia delle entrate che del capitale dei membri della Securities Industry Association (Associazione delle imprese che operano in titoli) apparteneva alle 25 principali imprese di intermediazione. Gli effetti della crisi dell'ottobre 1987 hanno semplicemente rafforzato questa tendenza, con il risultato che l'esempio concreto di concorrenza perfetta più comunemente citato è un mercato in cui più della metà delle transazioni avviene a prezzi stabiliti da un pugno di grossi intermediari e da banche e istituzioni esterne ai meccanismi ufficiali di mercato del NYSE. Malgrado la crescente diffusione della proprietà azionaria, la maggior parte delle transazioni non agiscono direttamente sulla formazione dei prezzi nel mercato.

Per lo specialista che opera nel parquet della corbeille il modo particolare in cui sono organizzate le transazioni per blocchi comporta sia vantaggi che svantaggi: il vantaggio è che egli è esonerato dal dover intervenire nei casi in cui non ha la capacità di assicurare il mantenimento della continuità dei prezzi e della profondità. Sarebbe evidentemente impossibile dichiarare uno squilibrio di mercato e sospendere le transazioni ogni qualvolta un blocco non possa essere liquidato a un prezzo sufficientemente vicino a quello di mercato se non grazie a un intervento che richiede una capacità di assumere posizioni superiore a quella dello specialista. Ciò comporterebbe una drastica riduzione di liquidità del mercato e obbligherebbe a rapidi cambiamenti nell'organizzazione delle transazioni. La necessaria liquidità è creata "al piano di sopra" dove si effettuano le transazioni per blocchi e, pertanto, queste transazioni sono state sottratte al controllo dello specialista e portate fuori del "mercato". È meglio stare "al piano di sopra" che sul "marciapiede" (*curb market*, mercato parallelo del NYSE).

D'altra parte il vantaggio per lo specialista di non dover "fare" il mercato, effettuando transazioni in conto proprio a condizioni che potevano richiedere più del suo capitale di base e renderlo insolvente, è stato compensato da una grave erosione del suo monopolio delle informazioni. Poiché non era più necessariamente vero che lo specialista controllava e assisteva alla maggior parte delle transazioni relative al suo titolo, egli non godeva più di una posizio-

ne privilegiata riguardo le informazioni sulle condizioni di mercato e, quindi, sui prezzi di mercato.

Le regole sulle transazioni per blocchi sembravano aver risolto la contraddizione fra il capitale di base degli specialisti e la necessità di dare profondità a tali transazioni, rendendo così superflui ulteriori cambiamenti organizzativi; ciò nonostante, vi è stata una significativa reazione al crescente predominio delle grosse transazioni per blocchi. Il NYSE ha tentato di ridurre i costi delle piccole transazioni introducendo nuove tecnologie di comunicazione; cosa che dimostra che l'introduzione dell'automazione non ha nulla a che fare con le grosse transazioni per blocchi, ma piuttosto con la riduzione del numero di volte che le persone debbono occuparsi delle piccole transazioni (piccole secondo la definizione del NYSE, che si basa sulla dimensione media delle transazioni, che attualmente è dell'ordine di circa 2.000 azioni, cfr. *Fact Book*, 1988, p. 6).

Sia il sistema *Designated Order Turnaround* (DOT) (sistema di trasmissione degli ordini) che il "libro elettronico" dello specialista sono stati introdotti per assicurare la trasmissione automatica di piccoli ordini da parte di clienti e/o intermediari alla corbeille dello specialista (cfr. SEC, pp. 7-5 e segg.; e Brady, pp. VI-11 e segg.). Ma, contrariamente a quanto molti autori sembrano concludere, l'effettiva esecuzione delle transazioni comunicate attraverso il DOT resta sotto il controllo dello specialista.⁹ Alla base di questo spostamento verso l'automazione vi è stata l'idea di consentire agli intermediari di dedicare più tempo alle transazioni più ampie e più profittevoli, che richiedono maggiore attenzione. In realtà, in questo modo lo specialista è stato ridotto a *market maker* delle sole piccole transazioni,

⁹ Le uniche transazioni automatiche consentite nel NYSE, effettuate con l'Immediate Reporting Service (servizio di registrazione immediata), riguardano solo 50 titoli, nessuno dei quali è assegnato a uno specialista che faccia uso di un "libro elettronico", e sono limitate a scambi di 2.099 azioni al massimo (SEC, pp. 7-18, n. 58). In base al Request Status Reporting System (sistema di registrazione degli ordini), ordini dello stesso ammontare hanno l'esecuzione garantita a un prezzo di riferimento (il prezzo vigente al momento in cui l'ordine arriva alla corbeille) entro tre minuti dalla loro ricezione da parte dello specialista. La maggior parte di questi ordini sono eseguiti dallo specialista prima della scadenza del tempo limite. La crisi dell'ottobre 1987 ha fatto emergere il problema della capacità di trasmissione del sistema: a causa del sovraccarico del sistema, per gli operatori era impossibile sapere se i loro ordini erano stati ricevuti dal parquet e, in realtà, la maggior parte non veniva ricevuta. Il sistema DOT venne sospeso, pertanto, a causa di un problema tecnico di cattivo funzionamento, e non per bloccare l'attività di scambio basata sui computer. L'Opening Automated Report Service (OARS) (servizio di registrazione automatica dei prezzi di apertura) del DOT permette l'esecuzione automatica al prezzo di apertura di ordini trasmessi precedentemente fino a 5.099 azioni; mentre il DOT accetta ordini successivi all'apertura fino a 30.099 azioni senza alcuna garanzia di esecuzione e ordini con limite di prezzo fino a 99.099 azioni.

zioni, mentre la maggior parte delle transazioni e delle negoziazioni ha luogo al di là del suo controllo e della sua conoscenza.

Il trasferimento al "piano di sopra" delle transazioni per blocchi aveva limitato i costi di transazione per i grossi blocchi (rispetto a quelli che si sarebbero avuti se queste transazioni fossero avvenute nel parquet); tuttavia, a causa dell'effetto negativo di tali transazioni sul prezzo di esecuzione, questi costi erano ancora sostanziali, e gli operatori istituzionali erano alla ricerca di un modo per ridurli o eliminarli. La soluzione venne trovata nell'uso dei diritti di opzione e nel ricorso ai mercati a termine degli indici azionari introdotti nei primi anni '80. Questi mercati derivati sono stati ampiamente analizzati per quanto riguarda il loro effetto sulla diversificazione del rischio e sull'instabilità del mercato, ma è più probabile che il loro assai rapido successo sia dovuto al fatto di aver assicurato forti riduzioni dei costi di transazione relativi ad aggiustamenti di portafoglio da parte dei grossi operatori che trattano blocchi. Questa riduzione dei costi è dovuta a provvigioni e margini più bassi, ma soprattutto al fatto che le grosse transazioni sui mercati a termine hanno un effetto più contenuto sui prezzi e si ritiene non abbiano alcun effetto sui prezzi pagati a pronti.

Nelle transazioni a pronti, la maggiorazione minima, che costituisce la plusvalenza realizzata dallo specialista, è un ottavo di punto, cioè 12,5 centesimi, mentre nei contratti a termine essa è pari a un ventesimo di punto. Anche le provvigioni sono più basse. Come misura del costo generato da una variazione di prezzo, si stima che una transazione di 20 milioni di dollari faccia variare i prezzi sul mercato a pronti dello 0,27%. Pertanto, oltre alle provvigioni e agli altri elementi, nel costo di una transazione per blocchi va incluso l'effetto negativo che essa ha sul prezzo. Per contro, un aggiustamento di portafoglio di ammontare analogo effettuato nel mercato a termine fa variare i prezzi a termine dei titoli rilevanti di solo lo 0,04% e non ha alcun effetto diretto sul prezzo del titolo. In dollari, una transazione di 120 milioni ha un costo di transazione di 520.000 dollari, per il suo effetto sul prezzo di mercato, mentre il costo sul mercato a termine è soltanto di 20.000 dollari (cfr. SEC, pp. 3-5, n. 26). Questa riduzione di costo (parte della quale è dovuta ai margini più bassi applicati alle transazioni a termine e alla base di esecuzione dei contratti a pronti) rende i contratti a termine un'alternativa attraente per ridurre i costi rispetto alle operazioni a pronti.

Ma la stessa sostituzione delle transazioni per blocchi sul mercato a pronti con quelle a termine crea discrepanze fra i prezzi derivati e i concreti prezzi di riferimento a pronti. In breve, sebbene il passaggio dal mercato a pronti a quello a termine abbassi il costo delle transazioni derivante dall'effetto negativo sul prezzo, ciò non elimina l'effetto delle transazioni per blocchi sui prezzi a pronti. Infatti la sostituzione di una grossa vendita in blocco con una vendita di un numero equivalente di contratti a termine relativi a indici di borsa spingerà il prezzo a termine al di sotto del prezzo di riferimento a pronti dei titoli compresi nell'indice, creando così la possibilità di arbitraggio attraverso l'acquisto di contratti a termine e la vendita in borsa dei titoli. Il trasferimento dell'effetto sul prezzo ai mercati a termine crea così semplicemente opportunità di arbitraggio che fanno ritornare tale effetto, sebbene ridotto, nel parquet del NYSE.

Queste opportunità di arbitraggio, aperte da movimenti di prezzo anche minimi, richiesero un'ulteriore innovazione tecnologica. Innanzi tutto, era necessario disporre di calcolatori per compiere rapidamente i calcoli relativi alle operazioni di arbitraggio, e, una volta identificate le operazioni da compiere, era necessario trasmettere rapidamente gli ordini allo specialista. Di qui un secondo motivo per l'utilizzo di tecnologia delle comunicazioni nel parquet: per accelerare la trasmissione degli ordini alle stampanti collocate al seggio dello specialista tramite il DOT, in modo da non dover passare tramite la persona fisica dell'intermediario e le operazioni cartacee connesse. Lo specialista torna alla ribalta perché i tempi rapidi richiesti per le operazioni di arbitraggio impediscono di passare tramite gli uffici che si occupano di transazioni per blocchi o strumenti di negoziazione consimili.

Transazioni per blocchi e "transazioni programmate"

Lo sviluppo di ampi portafogli istituzionali ha non solo favorito lo sviluppo delle transazioni per blocchi, ma ha reso necessarie anche nuove tecniche di gestione dei portafogli. La semplice diversificazione di portafoglio ha ceduto il passo all'applicazione del modello di determinazione dei prezzi dei beni capitali, nonché all'in-

roduzione di portafogli progettati e di "transazioni programmate" (*programme trading*): cioè, invece di scambiare i singoli titoli di un certo portafoglio, si prendono decisioni di effettuare scambi che interessano grossi blocchi di diversi titoli (o addirittura l'intero portafoglio) con le caratteristiche desiderate. Di nuovo, la potenza dei calcolatori è stata d'importanza decisiva sia per la progettazione degli specifici titoli nei pacchetti di portafoglio sia per la trasmissione automatica dei pacchetti o panieri di ordini di acquisto o vendita relativi ai blocchi di titoli interessati, che debbono essere comunicati simultaneamente a varie corbeilles.

Pertanto, non solo la transazione media è passata dalla dimensione di lotto a quella di blocco, ma è mutata anche la decisione media di transazione, che è passata dalla decisione di sostituire un singolo titolo in un certo portafoglio a quella di sostituire un intero pacchetto di azioni tramite transazioni programmate. Anche i mercati derivati hanno fornito precisi vantaggi: le transazioni multiple sul mercato a pronti necessarie per lo scambio di un intero portafoglio hanno potuto essere sostituite da una singola transazione a termine relativa a un indice che approssima la composizione del portafoglio. Anche le transazioni "al piano di sopra" relative a pacchetti di portafogli sono evolute, dando vita a un mercato "su ordinazione" in cui gli intermediari agiscono come agenti o come preponenti e quotano un prezzo per un intero portafoglio che sarà poi venduto sul mercato o detenuto in conto proprio. In quest'ultimo caso, in cui gli operatori in proprio agiscono come preponenti, non è necessario che la transazione arrivi al parquet del NYSE o alla corbeille dello specialista. Poiché queste transazioni programmate hanno un effetto sui prezzi dei singoli titoli che costituiscono il portafoglio che è lo stesso di quello delle singole transazioni per blocchi di azioni, l'uso come sostituti di contratti a termine relativi a indici ha prodotto le stesse retroazioni di arbitraggio sul mercato a pronti e l'effetto sul prezzo, alla fine, è tornato a essere un problema dello specialista.

Lo sviluppo di questo processo di arbitraggio, che collega le transazioni programmate ai contratti a termine relativi a indici, è dipeso da un'altra innovazione tecnologica introdotta dal NYSE per consentire la trasmissione di ordini multipli (composti di "liste" dei titoli compresi negli scambi di portafogli) o dei principali indici di mercato attraverso la funzione LIST del DOT. L'uso del LIST, quando gli ordini multipli riguardano gli effettivi titoli su cui si

basano i contratti a termine relativi a indici azionari, ha così contribuito in modo significativo alla possibilità di effettuare arbitraggi tra contratti a termine relativi a indici e diritti di opzione. È stato in questo modo che l'effetto di ampi portafogli, gestiti mediante transazioni per blocchi programmate, sulla profondità e la continuità dei prezzi di mercato, la cui responsabilità è stata sottratta allo specialista e trasferita agli operatori "del piano di sopra", ha trovato la via per tornare a manifestarsi nel parquet del NYSE, divenendo ancora una volta responsabilità dello specialista. Ciò ha significato che allo specialista è stato chiesto nuovamente di assicurare la continuità dei prezzi e la profondità del mercato in presenza di cambiamenti del prezzo nozionale di equilibrio causati dalle grosse transazioni per blocchi, ma in condizioni in cui le sue informazioni sulla posizione del titolo da lui trattato erano così ridotte da farlo divenire sempre meno desideroso e/o capace di agire in tal senso. A completamento di questo circolo vizioso, l'accresciuta volatilità dei prezzi, prodotta dall'aumento delle transazioni per blocchi e dall'incapacità dello specialista di assicurare profondità di mercato, ha fornito la giustificazione per un maggiore ricorso ai mercati derivati al fine di ridurre il rischio che essa comporta.

Questo aumento di volatilità ha fornito anche i mezzi e le giustificazioni per un secondo tipo di transazioni mediante computer. Esse si avvalgono di modelli tecnici e rappresentano un altro fattore endogeno di volatilità che, a sua volta, fornisce una giustificazione per l'uso dei modelli stessi (cfr. Goldberg e Schulmeister, 1988) e intensifica ulteriormente la volatilità.

In questo circolo vizioso l'elemento più importante è la drastica riduzione delle informazioni rilevanti sulle transazioni a disposizione dello specialista. Infatti le variazioni di prezzo che innescano l'arbitraggio e gli scambi tecnici non hanno origine nel mercato "al dettaglio" del titolo trattato dallo specialista, ma al "piano di sopra", dove si fa riferimento alle condizioni dei mercati derivati e si impiegano i parametri dei modelli computerizzati. Di conseguenza, i premi e gli sconti nei mercati derivati sono diventati altrettanto importanti delle contrattazioni effettuate nel parquet per indicare agli specialisti le condizioni di mercato che si suppone essi controllino.

Un altro aspetto dell'uso dei modelli per la formazione dei prezzi delle attività nella composizione dei portafogli, che è rile-

vante per il cambiamento dei flussi informativi nel mercato, è che esso fa aumentare il "mimetismo". Sebbene si riducano le specifiche informazioni di mercato a disposizione dello specialista, aumentano quelle concernenti i risultati ottenuti dai gestori finanziari istituzionali che possono essere facilmente confrontate e classificate. Il confronto dei risultati tende sia a far restringere l'orizzonte temporale adottato dai gestori sia a far modificare gli obiettivi, dai risultati assoluti ai risultati relativi, portando così alla assai criticata massimizzazione del rendimento totale di breve termine. Il confronto fra risultati di gestione avviene non soltanto rispetto ad altri gestori di fondi, ma anche rispetto al "mercato", che diviene però un mercato in cui un numero sempre più grande di transazioni avviene a prezzi "non di mercato", determinati al di fuori del parquet. Tuttavia, per un gestore di fondi confrontarsi con il "mercato" significa dover "battere" la media di mercato, costituita dai prezzi ufficiali del NYSE che differiscono da quelli a cui egli ha potuto scambiare i suoi grossi blocchi di titoli. Per questo motivo battere il mercato diviene assai più difficile e se, di conseguenza, i profitti per transazione diminuiscono, vi si può rimediare soltanto trattando prodotti presenti nei mercati derivati.

Per essere certi che un portafoglio risulti competitivo rispetto al mercato, esso non può divergere eccessivamente dal "portafoglio di mercato" medio; quindi ci si concentrerà su titoli con un elevato indice di capitalizzazione e su emissioni che seguono i generali andamenti di mercato. Così, prescindendo dalla fortuna o dalla capacità di effettuare previsioni perfette, per battere il mercato è necessario ridurre i costi di transazione e speculare sui movimenti di mercato profittevoli, obbiettivi che sono più facilmente realizzabili sui mercati a termine e su quelli delle opzioni. L'andamento del mercato può essere seguito concentrando l'attività sui titoli che compongono gli indici, cosa che consente anche l'arbitraggio sui contratti a termine relativi a indici (sia con posizioni attive sia con posizioni scoperte): si può fissare un limite inferiore pari alla media di mercato usando un qualche tipo di assicurazione di portafoglio, e i rendimenti possono essere accresciuti grazie ai profitti derivanti dall'arbitraggio sulle differenze fra il costo a termine e il costo reale dell'acquisto di titoli che riflettono il "portafoglio di mercato". Infine le transazioni a termine consentono di utilizzare i maggiori spazi operativi derivanti da margini più bassi e da costi di *turnover* decrescenti, oltre che da più basse

provvigioni e più basse influenze negative sui prezzi nelle transazioni.

Il risultato netto dei tentativi di usare i mercati a termine per eliminare l'effetto delle transazioni per blocchi e programmate sui mercati a pronti è quindi la creazione di un numero più ampio di collegamenti inversi che fanno tornare questo effetto, talvolta anche accrescendolo, dai mercati derivati a quelli primari. Ciò mette in luce un altro aspetto del processo circolare che porta a una maggiore volatilità. La crescita dei risparmi privati destinati a grossi fondi istituzionali induce i gestori finanziari sia a puntare a una maggiore stabilità dei fondi che gestiscono sia a usare blocchi ancora più ampi nelle transazioni di portafoglio programmate che fanno aumentare la volatilità dei prezzi di mercato. Per realizzare una maggiore stabilità in presenza di un'accresciuta volatilità, le transazioni per blocchi vengono sostituite da transazioni sui mercati derivati che, attraverso l'arbitraggio, rimandano nuovamente l'effetto sui mercati a pronti. Per contrastare tale variabilità, vengono introdotte le assicurazioni di portafoglio e altre misure che instaurano semplicemente un ulteriore collegamento fra mercati derivati e mercati a pronti, e rendono necessarie strategie ancor più sofisticate per il mantenimento della stabilità.

Vari analisti, supponendo che la maggiore volatilità sia semplicemente il risultato della manifestazione più rapida e diretta delle variazioni delle aspettative degli investitori sui prezzi di mercato futuri, hanno sostenuto che l'unico effetto delle transazioni a termine e delle opzioni è stato quello di rendere più immediato e diretto l'effetto delle variazioni delle opinioni di mercato sulle variazioni dei parametri fondamentali di base. In questo senso si presume che il mercato sia divenuto un'espressione ancor più efficiente della sottostante situazione economica.¹⁰ Ciò è indubbiamente vero, ma l'effetto sui prezzi di mercato determinato dall'introduzione dei contratti a termine non è certamente né più diretto né meno rapido di quanto sarebbe stato se tutti i grossi blocchi fossero stati scambiati direttamente nel parquet della borsa o attraverso lo specialista.

¹⁰ In presenza di aspettative uniformi, non vi è alcuna ragione per cui un mercato oligopolistico debba essere più volatile di uno concorrenziale. Tuttavia, con aspettative eterogenee sull'impatto dei cambiamenti di informazioni, un numero più grande di operatori assicura una maggiore diversità di opinioni, e quindi una maggiore stabilità dei prezzi.

Il capitalismo dei manager finanziari e lo specialista

Tutto ciò porta alla conclusione che una delle principali cause dell'aumento di volatilità verificatosi nel mercato (cfr. Brady, Study II) è il fatto che, sebbene la proprietà azionaria sia divenuta più concorrenziale (nel senso che essa è distribuita in modo ancor più diffuso), ciò ha paradossalmente portato a una drastica riduzione del numero di operatori effettivi, con la conseguenza di un drastico aumento di concentrazione della proprietà azionaria e una riduzione della concorrenza di mercato.

Questa maggiore volatilità, causata dalla riduzione del numero di operatori rispetto al numero di proprietari di azioni e dal conseguente aumento delle dimensioni delle grosse transazioni, è stata confusa con un deterioramento del funzionamento del sistema basato sugli specialisti. In presenza di scambi effettuati al di fuori del parquet e di un ampio ricorso alle transazioni a termine per effettuare aggiustamenti di portafoglio a breve termine e per realizzare guadagni speculativi, lo specialista non è più in possesso di informazioni attendibili su quando probabilmente aumenterà la pressione sul titolo che tratta; infatti tale pressione non dipende più da ordini al prezzo corrente o da ordini con limite di prezzo registrati nel suo "libro", ma si manifesta indirettamente mediante i mercati derivati, filtrata attraverso l'arbitraggio e i programmi assicurativi usati dagli operatori istituzionali.

L'assicurazione di portafoglio rappresenta un buon esempio di questo tipo di processo. Essa è stata descritta come un sintetico ordine *debordant* o come un'opzione di vendita relativa a un intero portafoglio; perciò, analogamente a un ordine *debordant* o a un ordine con limite di prezzo, essa dovrebbe normalmente apparire nel "libro" dello specialista che, quindi, ne sarebbe a conoscenza in anticipo. Tuttavia, quando l'assicurazione viene incorporata nel programma del computer del manager finanziario, lo specialista non ha alcuna idea né di quando essa sarà presentata né delle sue dimensioni e, pertanto, non ha le informazioni che gli sono necessarie per assicurare un'adeguata continuità e profondità del mercato.

Così l'idea che, nella formazione dei prezzi, i "mercati a termine guidano quelli a pronti" può essere corretta; e tuttavia in pratica ciò non significa che i mercati a termine siano più efficienti di quelli a pronti, ma semplicemente che questi ultimi non sono più suffi-

cientemente liquidi da poter trattare le transazioni per blocchi e quelle programmate senza disturbare la continuità dei prezzi. È proprio questo che ha fatto mutare il comportamento dello specialista e ha fatto aumentare la volatilità dei prezzi: lo specialista ora deve "leggere i fondi di caffè" — che sono il premio o lo sconto nei mercati a termine o l'indice di cui il titolo da lui trattato fa parte — per poi formulare ipotesi su quali programmi di scambio saranno seguiti dai detentori di grossi blocchi del suo titolo. Oltre ad interpretare l'andamento del mercato e lo "stato delle notizie", lo specialista deve anche seguire i mercati a termine, sapere come la proprietà del suo titolo si distribuisce fra gli operatori istituzionali e quali tipi di arbitraggio e di transazioni "assicurative" essi effettuano. Il "libro" non dà più allo specialista il monopolio delle informazioni necessarie per produrre una sembianza di continuità e, di conseguenza, egli è assai meno sicuro sulle azioni da intraprendere e certamente assai meno disposto a usare capitale di rischio per assumere posizioni al fine di assicurare la profondità del mercato.

Le implicazioni in termini di cambiamenti organizzativi

Il primo effetto della mutata struttura di mercato è che i regolamenti del NYSE che hanno permesso di trasferire al di fuori del parquet le transazioni per blocchi sembrano essere stati controproducenti. Poiché la formazione del prezzo è stata trasferita dal parquet ai mercati derivati, si è innescato un processo a causa del quale per lo specialista è diventato sempre più difficile operare. Dai mercati derivati il prezzo viene trasmesso in una forma che non è acquisita dal solo specialista e che è difficile da interpretare al fine di formulare aspettative. I prezzi che lo specialista quota non sono più prezzi di mercato rappresentativi.

Se rammentiamo che lo specialista incorporava l'attività speculativa degli intermediari per garantire liquidità al mercato e continuità dei prezzi, diviene chiaro che tale ruolo è stato assunto dagli operatori del "piano di sopra" e dai mercati a termine. Quando gli operatori del "piano di sopra" cessano di assumere posizioni e quando i mercati a termine non sono accessibili, gli operatori istituzionali non sono più in grado di aggiustare i portafogli e la pressione

delle transazioni per blocchi si scarica direttamente sullo specialista. Perciò la crisi del mercato, in larga misura, non rappresenta una crisi del sistema degli specialisti, ma una crisi del sistema di salvaguardie create per proteggere lo specialista dalle transazioni per blocchi.

Vi sono quindi due possibili soluzioni. La prima consiste in un rafforzamento del sistema di salvaguardie, che comporterebbe il passaggio a una forma di mercato più privata, all'aumento delle transazioni effettuate "al piano di sopra", a un uso più sofisticato delle transazioni programmate e dei mercati derivati. Tutto ciò porterebbe a un ulteriore impoverimento delle informazioni a disposizione dello specialista e a una maggiore volatilità.

L'alternativa potrebbe consistere in un tentativo di tornare a una forma di mercato più pubblica, riportando le transazioni per blocchi in seno al parquet. Ciò potrebbe essere fatto in vari modi. Il primo consiste nel formalizzare il ruolo degli operatori del "piano di sopra" e di coloro che assumono posizioni per blocchi (*block positioners*), assimilandoli a specialisti "all'ingrosso" che, analogamente a quelli "al dettaglio", hanno l'obbligo di assicurare la profondità e la continuità per quanto concerne le transazioni per blocchi. In tal modo, seguendo le orme di quanto è stato iniziato con il *Big Bang*, verrebbe istituzionalizzato un mercato duplice, uno "al dettaglio" e uno "all'ingrosso", con le relative differenze di prezzo. In tal caso sarebbe necessario instaurare un collegamento fra il mercato degli "specialisti al dettaglio" e quello degli "specialisti all'ingrosso": un collegamento simile a quello fra i prezzi delle spezzature e quelli dei lotti.

La seconda possibilità potrebbe consistere nel ritorno a un sistema di contrattazione alle grida giornaliera (o due volte al giorno), con un banditore che fissa i prezzi date le offerte di acquisto e vendita relative a grossi blocchi di singoli titoli. La cosa più semplice sarebbe probabilmente quella di introdurre una procedura simile al sistema semiautomatico OARS, attualmente usato dagli specialisti per determinare i prezzi all'apertura del mercato,¹¹ lasciando che le

¹¹ È interessante notare che per diminuire la volatilità causata dalla triplice *witching hour* ("ora delle streghe"), il giorno in cui giungono contemporaneamente a scadenza i contratti a termine relativi a indici, le opzioni sugli indici e le opzioni sui titoli, il NYSE ha spostato la fissazione dei prezzi dal momento della chiusura degli scambi a quello dell'apertura, quando, per determinare il prezzo di mercato di apertura, lo specialista può trattare tutti gli ordini in modo visibile con l'aiuto dell'OARS.

transazioni di minore portata siano effettuate automaticamente a questi prezzi attraverso l'IRS via DOT. In tal modo si risolverebbe anche il problema delle transazioni fuori mercato di specifici portafogli, poiché i singoli titoli che li compongono potrebbero essere inviati automaticamente alla contrattazione alle grida.

In assenza di cambiamenti, la reazione più probabile alla crisi del mercato sarà una maggiore integrazione verticale dei grossi "intermediari al dettaglio". Le grosse imprese finanziarie quali la Merrill Lynch e la Shearson/American Express hanno trovato questo tipo di integrazione vantaggiosa (sia in termini di servizi sia in quanto le entrate da commissioni si sostituiscono alle provvigioni, che tendono a diminuire, derivanti dalle transazioni "al dettaglio") per le loro sottoscrizioni e per le loro attività come banche d'affari; esattamente per le stesse ragioni diviene molto più facile assumere posizioni nelle transazioni per blocchi e in attività delle banche d'affari se i titoli acquisiti possono essere scaricati su fondi gestiti all'interno dell'azienda o sulla clientela "al dettaglio" attraverso un'ampia rete di "consulenti finanziari". Queste imprese possono effettivamente garantire mercati interni privati per i blocchi che costituiscono i panieri di portafoglio se non possono intermediare e non vogliono assumere posizioni attive. Il risultato è un allontanamento ancora maggiore dai mercati "pubblici" verso mercati "privati", in cui sia le transazioni che le informazioni sui prezzi sono sempre meno facilmente trasmesse al pubblico, e in cui le quotazioni di mercato hanno sempre meno significato in quanto indicatori del prezzo di equilibrio.

L'unica possibilità che si interrompa questa tendenza verso una maggiore concentrazione è l'internazionalizzazione delle transazioni di titoli. In effetti, gli stessi grossi intermediari "al dettaglio" e le compagnie "all'ingrosso" che si sono mossi verso l'integrazione verticale hanno promosso altrettanto attivamente la loro internazionalizzazione. Ciò, per ora, ha comportato un aumento delle operazioni su titoli esteri attraverso l'American depository receipts (ADR). L'International depository receipts (IDR) (polizza di deposito internazionale), che è attualmente ai suoi albori, potrebbe offrire l'opportunità di creare un mercato "al dettaglio" internazionale che fornisca una sufficiente profondità per i grossi blocchi.

Sembra che un mercato basato su operatori che si avvalgono di schermi di computer possa funzionare solo se le transazioni in titoli a elevata capitalizzazione che entrano negli indici di borsa diventano

realmente internazionali, in modo che il numero di operatori nel mercato sia sufficientemente grande da consentire alle istituzioni di vendere grossi blocchi simultaneamente a più operatori senza produrre un effetto negativo sui prezzi ai quali avvengono le transazioni.

Vi sono tuttavia altri due fattori che rendono improbabile tale aumento di concorrenza internazionale. Il primo è la già menzionata internazionalizzazione delle grandi imprese di Wall Street verticalmente integrate. Il secondo è che, anche se la concorrenza internazionale dovesse diventare realtà e queste imprese non riuscissero a dominare il mercato internazionale, alcune stime professionali prevedono che il mercato internazionale sarebbe dominato da non più di 15-25 grandissimi intermediari internazionali d'investimento (che potrebbero facilmente essere banche commerciali internazionali, ma questa è un'altra questione). Pertanto, anche se il mercato dei titoli si internazionalizzasse, sarebbe improbabile che esso assomigli all'ideale mercato perfetto ipotizzato da coloro che sostengono che le difficoltà del sistema degli specialisti si possono risolvere mediante la semplice introduzione del sistema del mercato internazionale di Londra basato su *market makers* che si avvalgono di schermi di computer. La sfida che ci si trova di fronte è il tentativo di creare nuove istituzioni e regolamenti che rendano quanto più possibile pubblico un mercato strutturalmente concentrato.

J. A. KREGEL

BIBLIOGRAFIA

- F. BRAUDEL, (1979) *Civilisation matérielle, économie, capitalisme, XVe-XVIIIe siècle*, Parigi: Armand Colin.
- Fact Book, (1988) New York Stock Exchange.
- M.D. GOLDBERG and S. SCHULMEISTER, (1988) "Technical Analysis and Stock Market Efficiency", dattiloscritto, Vienna: WIFO.
- The Economist*, (1988) "London: The Economist Newspaper", 3 settembre.
- J.R. HICKS, (1982) *Collected Essays in Economic Theory*, vol. II, Oxford, Blackwell.
- H. KAUFMAN, (1986) *Interest Rates, the Markets, and the New Financial World*, New York: Times Books.
- J.A. KREGEL, (1985) "Market Design and Competition as Constraint to Self-Interested Behaviour", in *Economic Policy of the Welfare State and the Market Process: Success or Failure?*, a cura di K. Groeneweld, J. Maks e J. Muyskens, di prossima pubblicazione, Amsterdam: North Holland, 1989.
- G.L. LEFFLER, (1951) *The Stock Market*, New York: Ronald Press.
- A. MARSHALL, (1920) *Principles of Economics*, Londra: Macmillan.

- H.P. MINSKY, (1988) "Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of '87 - What Does it Mean?", di prossima pubblicazione in *Capitalist Development and Credit Theory: Accumulation, Regulation and Spatial Restructuring*, a cura di M. Gottdiener e N. Komninos.
- Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Rapporto Brady), Washington, D. C.: Government Printing Office, 8 gennaio 1988.
- J.M. SCHIFF, (1955) "The Investment Banker - A Bulbous Prince of Privilege?", in *Wall Street 20th Century*, una ristampa dello *Yale Daily News Wall Street* del 1955, New York: The Investment Association, 1960.
- S. E. C., (1988) *The October 1987 Market Break, A Report by the Division of Market Regulation U. S. Securities and Exchange Commission*, Washington, D. C.: Government Printing Office, febbraio.