

# ASSIOM FOREX<sup>®</sup>

ASSOCIAZIONE OPERATORI DEI MERCATI FINANZIARI

OTTOBRE 2024 - Numero 6

## **CAPITAL MARKETS UNION: DOVE SI GIOCA L'INDIPENDENZA FINANZIARIA DELL'UE**

Pubblicazione redatta in collaborazione con

**Be** SHAPING  
THE FUTURE  

---

ENGINEERING GROUP

Supplemento alla Rivista LETTERA ASSIOM FOREX

QUADERNO

ASSIOM FOREX

ASSOCIAZIONE OPERATORI DEI MERCATI FINANZIARI

**ASSIOM FOREX<sup>®</sup>**

ASSOCIAZIONE OPERATORI DEI MERCATI FINANZIARI

**Be** SHAPING  
THE FUTURE  

---

ENGINEERING GROUP

# QUADERNO ASSIOM FOREX

**ASSIOM FOREX®**

ASSOCIAZIONE OPERATORI DEI MERCATI FINANZIARI



# INDICE

<b>1</b>	<b>Premessa</b> .....	4
<b>2</b>	<b>L'andamento dei mercati finanziari globali nel triennio 2021 - 2023</b> .....	7
2.1	Comparto azionario.....	8
2.2	Listing.....	25
2.3	Comparto derivati quotati.....	27
<b>3</b>	<b>Analisi dei ricavi delle principali Borse dal 2018 al 2023</b> .....	33
3.1	Introduzione.....	33
3.2	Metodologia di analisi: campione di Borse e clusterizzazione dei servizi.....	33
3.3	Trend e distribuzione dei ricavi.....	34
<b>4</b>	<b>Azionariato delle Borse in campione</b> .....	44
4.1	Introduzione.....	44
4.2	Analisi dei principali shareholders.....	44
<b>5</b>	<b>Capital Markets Union: dove si giocano sfide, rischi e opportunità dei prossimi anni</b> .....	49
5.1	Capital Markets Union: focus Post Trading.....	49
5.2	Capital Markets Union: focus Data.....	54
5.3	Capital Markets Union: focus Digital Assets.....	56
<b>6</b>	<b>Autori</b> .....	63

## 1. PREMESSA

La storia delle Borse degli ultimi decenni ha visto una radicale trasformazione: i principali Gruppi Borsistici internazionali sono passati da un assetto societario statale ad uno prevalentemente pubblico (anche se sussiste ancora qualche eccezione nelle geografie orientali) e molti di questi si sono addirittura quotati sul proprio mercato.

Abbiamo vissuto una stagione di grandi operazioni societarie: alcune sono state di successo (ed il processo di consolidamento sembra tutt'altro che terminato), altre si sono interrotte, altre ancora hanno subito uno stop da parte dell'*Anti-Trust* nella consapevolezza che i mercati hanno assunto una dimensione non solo sovra-nazionale, ma addirittura con impatti a livello di stabilità finanziaria globale.

Gli interventi regolatori (si pensi alla MiFID I con l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi - dove era in vigore - e poi alla MiFID II che ha introdotto una stretta regolamentare anche frutto delle lobby dei mercati regolamentati contro il dirompente successo dei cosiddetti mercati "alternativi") hanno messo in discussione uno status quo in cui le Borse (in particolare, in Europa) vivevano una dimensione domestica e sostanzialmente immune alla concorrenza tipica delle realtà private.

Tutti questi processi, uniti ad un'evoluzione tecnologica sempre più veloce ed inarrestabile, hanno portato a un profondo ripensamento del business. I Gruppi Borsistici hanno dovuto focalizzare ricerca ed investimenti verso nuove fonti di reddito complementari, se non addirittura alternative rispetto al business tradizionale (*trading e listing*), che ha manifestato segnali di sofferenza crescenti nel corso degli anni: un segnale negativo tra tutti è che il capitale raccolto mediante processi di quotazione a livello mondiale abbia subito una contrazione significativa. Come risultato, i ricavi in crescita delle principali Borse mondiali sono trainati ad oggi da dati, indici, *post-trading*, come anche da nuovi prodotti quali mutui, servizi regolamentari accessori alle negoziazioni fino alle tecnologie proprietarie offerte ai propri clienti.

Anche gli operatori di mercato non sono stati a guardare: i cosiddetti Internalizzatori Sistemati (cioè, gli operatori che negoziano in C/Proprio gli ordini ricevuti dai propri clienti) rappresentano una forma di concorrenza messa in atto dagli intermediari finanziari con lo scopo di drenare liquidità alle Borse, facendo ricavi sui propri ordini e risparmiando in costi di *pre e post trading*. Gli obblighi di *Best Execution* e più in generale quelli associati ai soggetti negozianti (segnalazioni regolamentari, trasparenza, *algo ed high-frequency trading*...) richiedono però grandi investimenti economici, tecnologie sofisticate e risorse specialistiche: negoziare sulle Borse è diventato un business per pochi, con margini non sempre soddisfacenti, se non sono sostenuti da grandi volumi, e soprat-

tutto da una capacità incessante di innovazione e adeguamento ai rapidi cambiamenti del mercato in un contesto geopolitico tra l'altro difficilissimo.

La *Capital Markets Union* si trova dunque in una fase delicata, ma anche piena di grandi opportunità. Nello studio che segue abbiamo provato ad individuare alcune tra le possibili strade di successo che si prospettano per le nostre Borse: la razionalizzazione e l'efficiamento delle infrastrutture di *post-trading*, l'oro dei dati, i *digital assets* e l'euro digitale *Wholesale* per il regolamento. Questi sono solo alcuni esempi che speriamo possano ridare nuova linfa vitale a quello che gli inglesi chiamano prosaicamente "*plumbing business*", ma che, come si vedrà, è invece un mestiere raffinato e affascinante.



## 2. L'andamento dei mercati finanziari globali nel triennio 2021 – 2023

Il triennio 2021 - 2023 è stato caratterizzato da eventi macroeconomici e geopolitici tra i più significativi degli ultimi decenni: i conflitti bellici in Ucraina e in Medio Oriente, le crescenti tensioni politiche tra Stati, l'innalzamento dell'inflazione e le conseguenti politiche monetarie restrittive adottate dalle Banche Centrali, sono solo alcuni esempi degli eventi più rilevanti.

Il 2021 è stato un anno di robusta ripresa dei mercati finanziari dopo le severe turbolenze causate dalla pandemia COVID-19 nel 2020, anche grazie alle misure di stimolo all'economia adottate dai governi nazionali.

Il 2022 ha portato con sé una nuova ondata di volatilità e incertezza: la guerra tra Russia e Ucraina ha provocato un'impennata dei prezzi delle materie prime, soprattutto petrolio e gas naturale, e alimentato le pressioni inflazionistiche già in atto.

In risposta all'aumento dell'inflazione, le principali Banche Centrali, come la *Federal Reserve* negli Stati Uniti e la Banca Centrale Europea, hanno adottato una politica monetaria più restrittiva innalzando i tassi di interesse e contribuendo così ad alimentare le turbolenze sui mercati finanziari.

Una crescente preoccupazione per la possibilità di una recessione globale ha spinto gli indici azionari in territorio negativo per gran parte dell'anno e, al contrario, ha alimentato l'interesse verso il comparto dei derivati quotati per ricercare soluzioni di copertura dai rischi derivanti da un contesto altamente volatile.

Il 2023 è stato un anno di adattamento e stabilizzazione: l'inflazione ha iniziato a mostrare segnali di rallentamento, consentendo alle Banche Centrali di adottare una politica monetaria meno aggressiva.

Questo cambiamento è stato favorito anche dai segnali positivi provenienti dall'economia reale, con una ripresa graduale della crescita del PIL in diverse regioni del mondo.

Segnali di ripresa sembrano confermarsi anche nel primo semestre 2024, anche se, come si vedrà nel seguito, con importanti differenze nelle varie aree geografiche e un trend che dovrà essere indubbiamente verificato nel corso dell'anno vista la crescente complessità del contesto geopolitico mondiale (guerre, elezioni e andamento dell'economia).

## 2.1 Comparto azionario

### 2.1.1 Introduzione

L'analisi si focalizza sui seguenti dati:

1. Capitalizzazione del mercato azionario globale (numero totale di azioni emesse dalle società nazionali moltiplicato per i rispettivi prezzi).
2. Volumi di negoziazione (numero totale di azioni scambiate moltiplicato per i rispettivi prezzi). Il volume di negoziazione è stato inoltre scomposto e analizzato in due categorie principali:
  - Electronic Order Book (EOB), ossia operazioni effettuate attraverso il book elettronico degli ordini ed abbinate automaticamente in base a regole precise stabilite dal gestore della Borsa (generalmente priorità di prezzo/tempo);
  - Negotiated Deals (nel seguito del documento anche “modalità alternative”), ossia operazioni non concluse attraverso l’EOB, ma confermate attraverso un sistema gestito dal gestore della Borsa in cui venditore e acquirente si accordano sui dettagli della transazione (prezzo e quantità).
3. Volumi di negoziazione in Europa distinguendo tra operazioni eseguite:
  - su sedi di negoziazione c.d. “MiFID II”, ossia, Mercati Regolamentati, Multilateral Trading Facility<sup>1</sup> (MTF) e Organised Trading Facility<sup>2</sup>(OTF) (cosiddetta operatività on-Exchange);
  - mediante un Internalizzatore Sistemático<sup>3</sup>;
  - Over the Counter (ossia al di fuori di una sede di negoziazione o di un Internalizzatore Sistemático).

---

<sup>1</sup> MTF ossia un sistema multilaterale, gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato, che riunisce interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in strumenti finanziari secondo regole non discrezionali e caratterizzato da regole di accesso e quotazione più flessibili rispetto ad un mercato regolamentato.

<sup>2</sup> OTF ossia un sistema multilaterale che non è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione e nel quale interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione o strumenti derivati sono in grado di interagire nel sistema in modo da dare luogo a contratti.

<sup>3</sup> Internalizzatore Sistemático: impresa di investimento che, su base organizzata, frequentemente sistematica e sostanziale, negozia per conto proprio gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale.

## 2.1.2 Capitalizzazione del mercato azionario globale

*Euronext si conferma tra le prime tre Borse a livello mondiale per capitalizzazione di mercato. Ciononostante, l'Europa continua ad essere più “debole” rispetto alle altre aree geografiche: solo il 13% della capitalizzazione globale, infatti, è attribuibile alle Borse del Vecchio Continente.*

Le Borse europee, al pari di quanto registrato nelle altre aree geografiche, hanno mostrato segnali di debolezza con una decrescita del valore della capitalizzazione di mercato nel 2023 pari a circa 5 USD trillion rispetto al 2021.

Hanno pesato, in particolare, le tensioni geopolitiche derivanti dal conflitto in Ucraina e l'impennata dell'inflazione i cui effetti hanno contribuito ad alimentare i timori e la sfiducia tra gli investitori.

Ampliando l'analisi alle altre aree geografiche emerge che la riduzione della capitalizzazione di mercato complessiva nel 2022, pari al 16% rispetto al 2021, è stata motivata da diversi fattori, quali ad esempio, la flessione del settore tecnologico, che aveva beneficiato di valutazioni elevate nel 2021 in America e in Asia, e la crisi del mercato immobiliare cinese.

Il 2023, infine, evidenzia una sostanziale stabilizzazione e un recupero della capitalizzazione di mercato seppur non sufficientemente vigorosa da riportare i valori in linea con quelli registrati nel 2021.

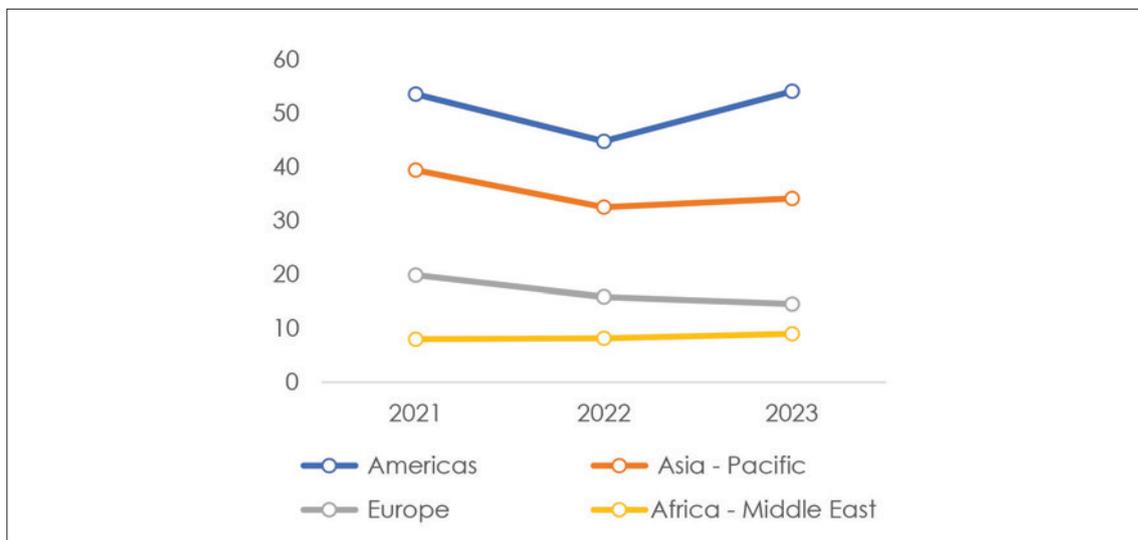


Grafico: Capitalizzazione di mercato totale 2021 – 2023 per Area geografica, dati in USD trillion.

Fonte: World Federation of Exchanges

La capitalizzazione delle aziende quotate sulle Borse del Vecchio Continente si ferma al 13% del totale.

Le Borse dell'area delle Americhe e dell'Asia Pacifico, invece, confermano la loro leadership con il 78% circa della capitalizzazione globale.

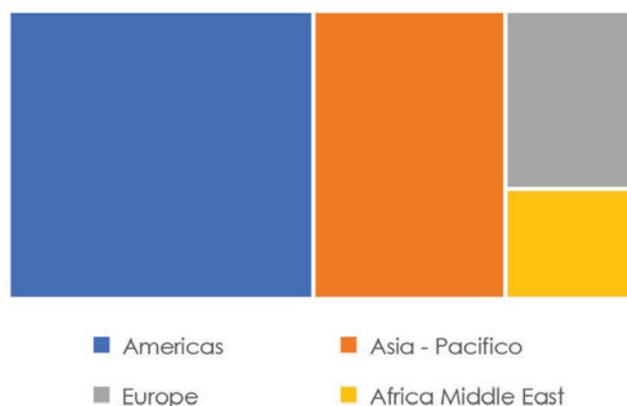


Grafico: Capitalizzazione di mercato 2023 per Area geografica – dati in USD trillion.

Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.2.1 Il posizionamento delle principali Borse mondiali

L'elevata concentrazione del mercato appare, se possibile, ancora più significativa analizzando i dati per singola Borsa.

Più del 75% della capitalizzazione di mercato è, infatti, detenuta dalle prime 10 Borse a livello globale.

Guidano il ranking il New York Stock Exchange e il Nasdaq che congiuntamente rappresentano più del 40% della capitalizzazione mondiale.

Il Vecchio Continente, pur non essendo una delle aree geografiche più rilevanti, vede comunque Euronext in terza posizione confermando la rilevanza di questo mercato non solo in Europa ma anche a livello globale.

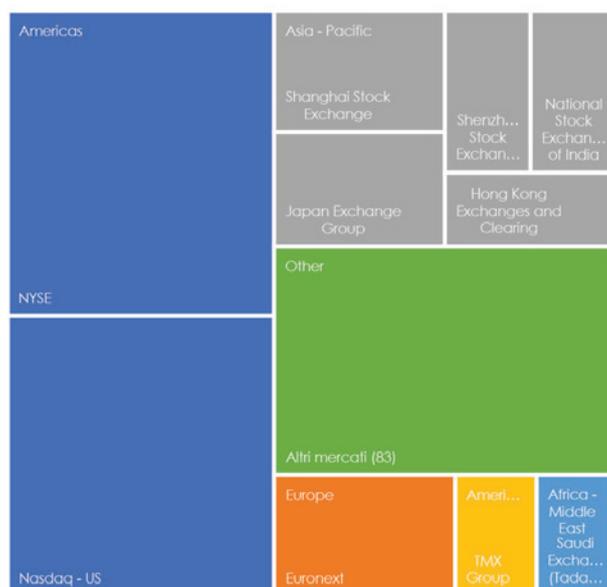


Grafico: Capitalizzazione di mercato 2023 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion  
 Fonte: World Federation of Exchanges

Area geografica	Borsa	2021	2022	2023
Americas	NYSE	24	24	26
Americas	Nasdaq – US	25	16	23
Europe	Euronext	7	6	7
Asia - Pacific	Shanghai Stock Exchange	8	7	7
Asia - Pacific	Japan Exchange Group	7	5	6
Asia - Pacific	Shenzhen Stock Exchange	6	5	4
Asia - Pacific	National Stock Exchange of India	4	3	4
Asia - Pacific	Hong Kong Exchanges and Clearing	5	5	4
Americas	TMX Group	3	3	3
Africa - Middle East	Saudi Exchange	3	3	3
Altro	Altre borse (83)	29	25	25
	<b>Totale complessivo</b>	<b>121</b>	<b>101</b>	<b>112</b>
	<b>% Capitalizzazione di mercato Top10 Borse</b>	<b>76%</b>	<b>76%</b>	<b>78%</b>

Tabella: Capitalizzazione di mercato 2021 – 2023 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion  
 Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.3. I volumi di negoziazione del mercato azionario globale

***Le Borse europee si confermano deboli anche sul fronte dei volumi di negoziazione: il triennio si chiude, infatti, con la seconda peggiore performance a livello globale (solo le Borse dell'area Asia Pacifico hanno fatto peggio).***

Il triennio 2021 - 2023 è stato caratterizzato da un generale decremento dei volumi di negoziazione complessivi (somma delle negoziazioni svolte mediante l'*Electronic Order Book* e mediante modalità alternative i cosiddetti "*Negotiated Deals*"<sup>4</sup>).

Non fa eccezione rispetto a questa tendenza ribassista post pandemica l'Europa, che nel triennio è stata protagonista di eventi geopolitici ed economici tra i più dirompenti dell'ultimo decennio con una riduzione dei volumi di negoziazione, in termini di *Compound Annual Growth Rate (CAGR)*, pari a circa l'8%.

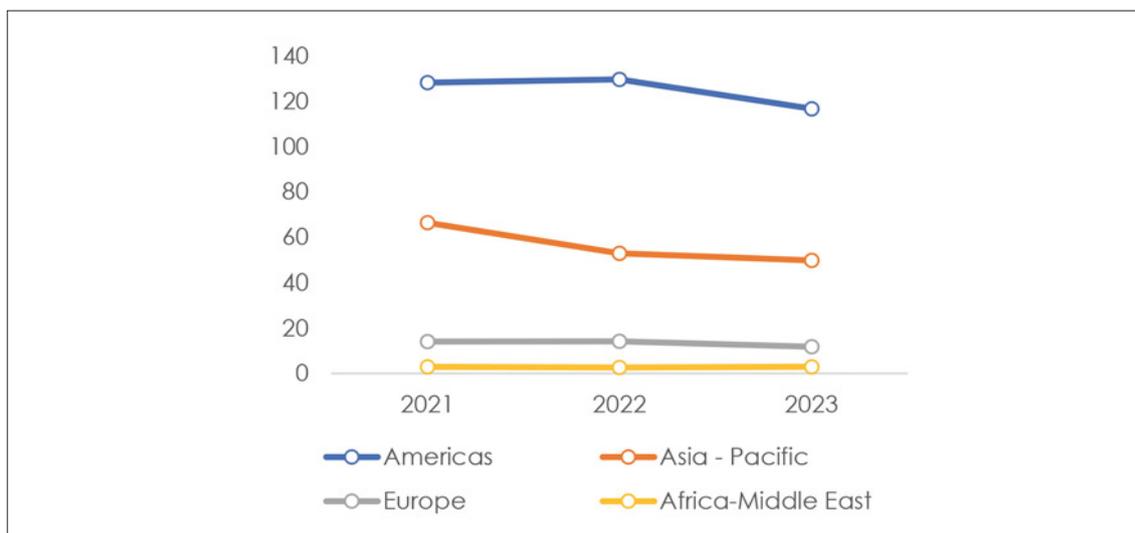


Grafico: Volumi di negoziazione totali 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD trillion

Fonte: World Federation of Exchanges

Le Borse dell'area Asia Pacifico, invece, hanno subito una contrazione rilevante nel periodo 2021 – 2023 facendo registrare un CAGR pari al 13% a causa delle pressioni regolamentari in Cina e delle politiche restrittive legate al diffondersi della pandemia da COVID-19: le autorità cinesi hanno infatti intensificato le loro misure di controllo su vari settori economici

<sup>4</sup> Si tratta di transazioni non concluse attraverso l'Electronic Order Book ma confermate attraverso un sistema gestito (direttamente o indirettamente) dalla borsa, in cui venditore e acquirente concordano i termini della transazione (prezzo e quantità)

(ad es. tecnologico e immobiliare) causando un drastico calo delle valutazioni e una riduzione dell'attività di *trading*. Inoltre, la politica “zero COVID” ha portato a frequenti *lock-down*, che hanno interrotto l'attività economica e aumentato l'incertezza tra gli investitori.

Nell'area Americas i volumi di negoziazione, dopo una fase di stabilizzazione nel 2022, hanno subito nel 2023 un decremento, in termini di CAGR, pari al 5% rispetto al 2021 a causa di condizioni di liquidità meno favorevoli e di una generale maggior cautela degli investitori.

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	128	130	117	1%	-10%	-5%
Asia – Pacific	66	53	50	-20%	-6%	-13%
Europe	14	14	12	0%	-17%	-8%
Africa-Middle East	2,4	2,4	2,7	0%	12%	5%
<b>Totale complessivo</b>	<b>212</b>	<b>199</b>	<b>181</b>	<b>-6%</b>	<b>-9%</b>	<b>-7%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione totali 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD trillion  
Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.3.1. Il posizionamento delle principali Borse globali

I volumi di negoziazione del Vecchio Continente si fermano al 7% rispetto al volume negoziato a livello globale, ampiamente superati dalle Borse dell'area Americas e Asia-Pacifico. Nello specifico, sono le Borse americane a conservare la leadership con il 64% del controvalore totale, seguite da quelle dell'area Asia-Pacifico (27%).

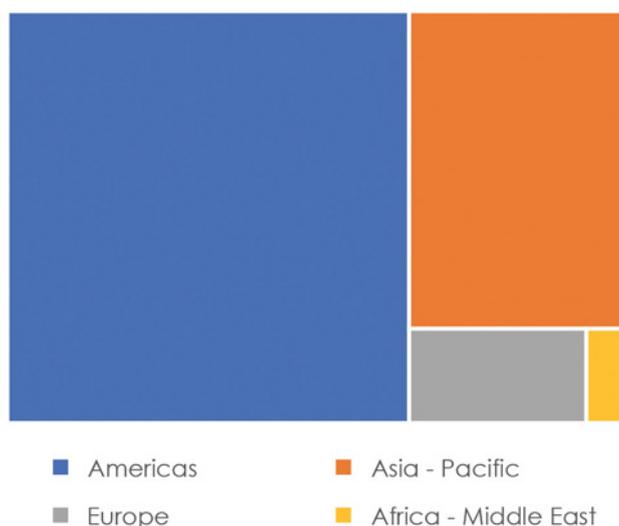


Grafico: Volumi di negoziazione totali 2023 per Area geografica – dati in USD trillion  
Fonte: World Federation of Exchanges

La Borsa che contribuisce in modo più significativo alla *leadership* dell'area Americas è il Nasdaq con il 60% dei volumi scambiati in quest'area.

Il Nasdaq, anche grazie alla capacità delle aziende tecnologiche di adattarsi rapidamente all'evoluzione del contesto macroeconomico, ha dimostrato maggiore resilienza con una decrescita inferiore rispetto alle Borse della stessa area geografica.

Area geografica	Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	Nasdaq - US	73,3	75,2	70,4	3%	-6%	-2%
Americas	NYSE	29,3	30,3	26,5	3%	-12%	-5%
Americas	CBOE Markets Global	21,0	19,0	15,0	-9%	-21%	-15%
Americas	Altre Borse	4,7	5,1	4,9	9%	-7%	1%
Asia Pacific	- Shenzhen Exchange Stock	22,1	19,1	17,3	-14%	-9%	-11%
Asia Pacific	- Shanghai Exchange Stock	17,5	14,3	12,6	-18%	-12%	-15%
Asia Pacific	- Japan Exchange	7,5	6,7	7,1	-11%	7%	-2%
Asia Pacific	- Altre Borse	19,2	12,7	12,6	-34%	-1%	-19%
Europe	CBOE Europe	4,1	5,3	5,0	29%	-5%	11%
Europe	Euronext	2,9	2,9	2,6	-1%	-12%	-6%
Europe	LSE	2,2	2,0	1,1	-10%	-43%	-28%
Europe	Altre Borse	5,1	4,2	3,4	-19%	-18%	-18%
Africa - Middle East	Borsa Istanbul	0,8	1,0	1,3	23%	35%	29%
Africa - Middle East	Saudi Exchange	0,6	0,5	0,4	-23%	-22%	-23%
Africa - Middle East	- Tehran Exchange Stock	0,3	0,2	0,3	-24%	65%	12%
Africa - Middle East	Altre Borse	0,8	0,8	0,7	0%	-9%	-4%

Tabella: Volumi di negoziazione totali 2021 - 2023 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion

Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.3.2. Focus volumi negoziati mediante Order Book Elettronici

*L'Europa condivide con l'Asia Pacifico la peggiore performance del triennio con una decrescita dei volumi negoziati mediante EOB pari a circa il 10% bilanciata, solo parzialmente, da un leggero incremento del volume negoziato mediante "modalità alternative"*

L'analisi dei volumi negoziati mediante l'*Electronic Order Book* delle Borse conferma la contrazione a livello globale, seppur con qualche piccola eccezione.

Le Borse europee hanno registrato la seconda peggiore performance, in termini di CAGR, con una riduzione dei volumi di negoziazione pari al 10% circa; solo le Borse dell'area Asia Pacifico (-14%) hanno fatto peggio.

Le Borse dell'area Americas, pur con una contrazione del 14% nel 2023 rispetto al 2022, sono riuscite a contenere la decrescita (-8% di CAGR rispetto ai volumi del 2021).

L'unica area geografica in controtendenza è l'Africa - Middle East che mostra segnali positivi attestandosi nel 2023 ad un +6%.

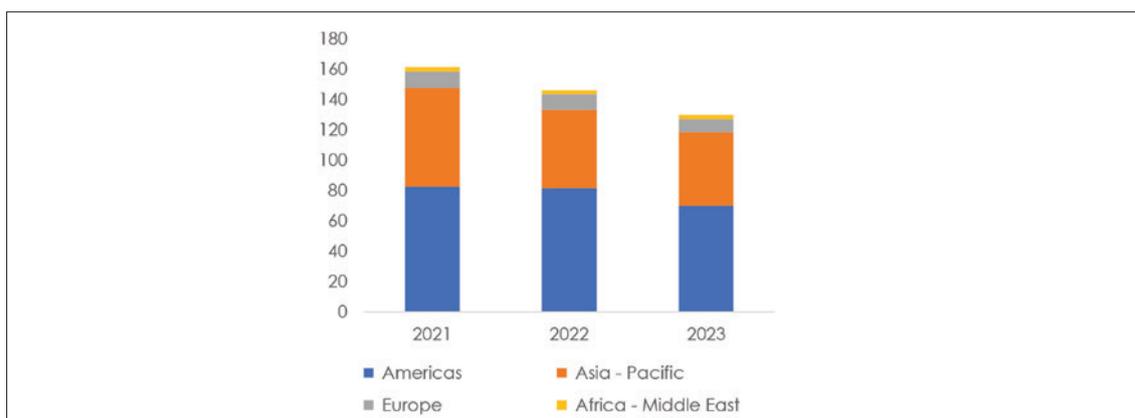


Grafico: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 – 2023 per Area geografica – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	83	81	70	-1%	-14%	-8%
Asia - Pacific	65	52	49	-21%	-6%	-14%
Europe	11	10,5	9	-5%	-15%	-10%
Africa - Middle East	2,4	2,3	2,6	-9%	14%	6%
<b>Totale complessivo</b>	<b>161</b>	<b>146</b>	<b>130</b>	<b>-9%</b>	<b>-11%</b>	<b>-10%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

La decrescita registrata in termini regionali presenta, tuttavia, qualche eccezione se si analizzano i dati per singola Borsa.

Il caso più significativo è sicuramente quello del CBOE Europe che, a differenza delle altre Borse europee, ha visto nel triennio 2021 - 2023 un incremento del 9% riconfermandosi come una delle Borse più competitive.

Area geografica	Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	NYSE	29,1	30,0	26,4	3%	-12%	-5%
Americas	Nasdaq - US	27,8	27,2	23,7	-2%	-13%	-8%
Americas	CBOE Global Markets	21,0	19,0	15,0	-9%	-21%	-15%
Americas	Altre Borse	4,7	5,1	5	10%	-4%	3%
Asia Pacific	- Shenzhen Stock Exchange	22,0	19,0	17,3	-14%	-9%	-11%
Asia Pacific	- Shanghai Stock Exchange	17,4	14,3	12,6	-18%	-12%	-15%
Asia Pacific	- Japan Exchange Group	6,6	5,9	6,3	-11%	8%	-2%
Asia Pacific	- Altre Borse	19,0	12,5	12,3	-34%	-1%	-19%
Europe	Euronext	2,9	2,9	2,5	0%	-12%	-6%
Europe	CBOE Europe	1,8	2,4	2,2	32%	-9%	9%
Europe	Deutsche Börse AG	2,0	1,5	1,1	-22%	-27%	-24%
Europe	Altre Borse	4,4	3,7	3,1	-16%	-17%	-17%
Africa Middle East	- Borsa Istanbul	0,8	1,0	1,3	22%	35%	29%
Africa Middle East	- Saudi Exchange	0,6	0,4	0,3	-25%	-22%	-23%
Africa Middle East	- Tehran Stock Exchange	0,2	0,2	0,3	-33%	97%	15%
Africa Middle East	- Altre Borse	0,78	0,78	0,72	0%	-8%	-4%

Tabella: Principali mercati per volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.3.3. Focus volumi negoziati mediante modalità “alternative” (cosiddette “Negotiated Deals”)

Come anticipato, gli scambi “alternativi” (ossia, i cosiddetti “*Negotiated Deals*”) hanno registrato un leggero incremento (+1% nel triennio 2021 - 2023) grazie al crescente apprezzamento mostrato da parte degli investitori istituzionali (es. *hedge funds*) rispetto alla negoziazione EOB.

I vantaggi derivano dalla possibilità di minimizzare il c.d. *market impact* che si verificerebbe con l’immissione di grandi ordini secondo modalità tradizionali.

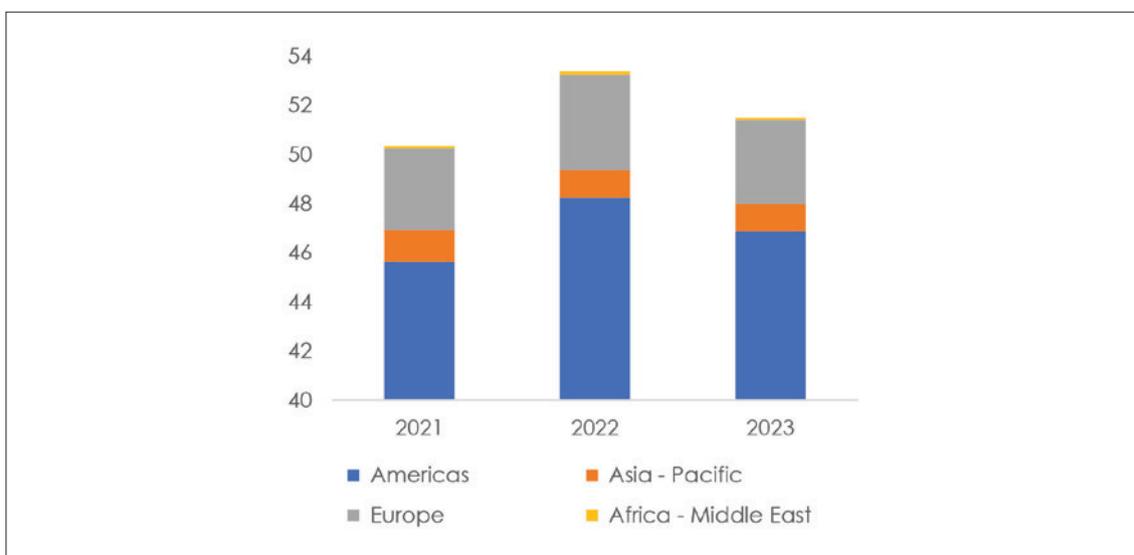


Grafico: Volumi di negoziazione conclusi mediante modalità alternative 2021 - 2023 per Area geografica– dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	45,6	48,2	46,9	6%	-3%	1%
Asia – Pacific	1,2	1,1	1,1	-13%	0%	-7%
Europe	3,3	3,9	3,5	17%	-9%	3%
Africa - Middle East	0,08	0,1	0,07	37%	-35%	-6%
<b>Totale complessivo</b>	<b>50,3</b>	<b>53,4</b>	<b>51,6</b>	<b>6%</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione conclusi mediante modalità alternative 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

Questa modalità operativa è fondamentale per il NASDAQ che, da solo, detiene oltre il 90% dei volumi scambiati a livello globale e il 100% dei volumi dell'area Americas.

Si tratta di una leadership condivisa, seppur con dimensioni assolute estremamente più ridotte, con il CBOE Europe.

Area geografica	Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	Nasdaq - US	45,45	48,00	46,72	6%	-3%	1%
Europe	CBOE Europe	2,25	2,87	2,82	28%	-2%	12%
Altro	Altre Borse	3,15	2,11	1,60	-33%	-24%	-29%

Tabella: Volumi di negoziazione conclusi mediante modalità alternative 2021 - 2023 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

È per questa ragione che l'offerta di questi servizi si è ora diffusa anche ad altri operatori europei (es. Euronext) nella speranza di catturare quote di mercato.

#### 2.1.4. Volumi di negoziazione in Europa

*CBOE Europe conferma la sua leadership nel mercato europeo (anche grazie alla contrazione dei volumi di negoziazione conclusi su Deutsche Börse e LSE): infatti, se Euronext è leader nei volumi tradizionali su Electronic Order Book, CBOE Europe catalizza su di sé la quasi totalità dei volumi negoziati in Europa mediante modalità alternative.*

*Interessante, infine, notare come, nonostante i vincoli normativi imposti dalla MiFID, la pressione competitiva esercitata dagli Internalizzatori Sistemati e più in generale gli scambi Over The Counter continuino a rappresentare a tutt'oggi un fenomeno tutt'altro che trascurabile e che, salvo sorprese, continuerà a manifestare i propri effetti nel prossimo futuro.*

CBOE Europe ha registrato nel triennio 2021 – 2023 un tasso di crescita del 11% circa. Le altre Borse, invece, evidenziano un trend decrescente: in particolare, Deutsche Börse e LSEG hanno mostrato performance negative con una contrazione dei volumi di negoziazione rispettivamente del 25% e del 19%.

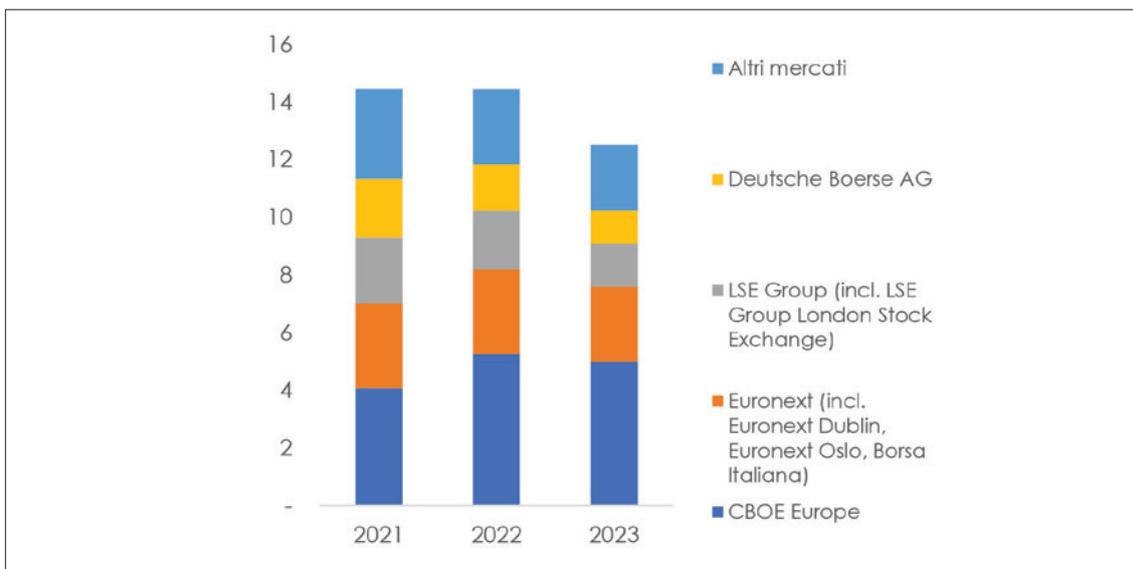


Grafico: Volumi di negoziazione totali 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD trillion

Fonte: World Federation of Exchanges

Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
CBOE Europe	4,1	5,3	5,0	29%	-5%	11%
Euronext	2,9	2,9	2,6	-1%	-12%	-6%
LSE Group	2,3	2,0	1,5	-10%	-27%	-19%
Deutsche Boerse AG	2,0	1,6	1,2	-22%	-27%	-25%
Altre Borse	3,1	2,6	2,3	-16%	-13%	-15%
<b>Totale complessivo</b>	<b>14,5</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>0%</b>	<b>-13%</b>	<b>-7%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione totali 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD trillion

Fonte: World Federation of Exchanges

#### 2.1.4.1. Focus volumi negoziati mediante Order Book Elettronici

Isolando l'analisi solo all'operatività svolta mediante l'Electronic Order Book delle singole Borse, emerge la leadership di Euronext che, pur avendo attraversato un triennio di contrazione dei volumi, è riuscito a conservare il proprio primato nonostante la crescita dei 32% dei volumi di CBOE Europe nel 2022.

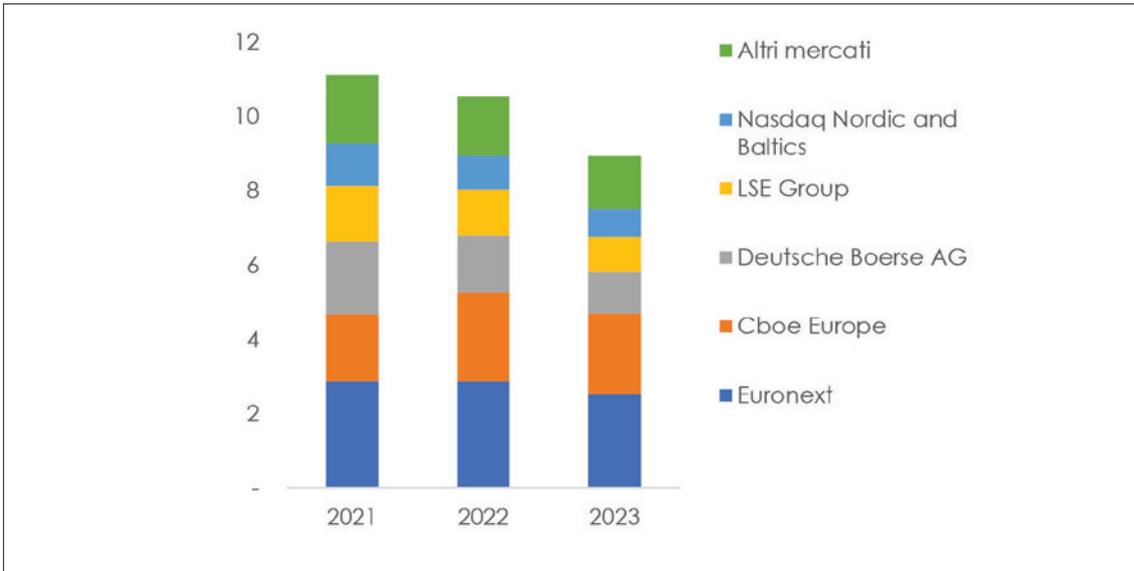


Grafico: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

Borse	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Euronext	2,86	2,86	2,52	0%	-12%	-6%
CBOE Europe	1,82	2,40	2,17	32%	-9%	9%
Deutsche Boerse AG	1,95	1,53	1,11	-22%	-27%	-24%
LSE Group	1,50	1,25	0,95	-17%	-24%	-21%
Nasdaq Nordic and Baltics	1,13	0,91	0,74	-20%	-18%	-19%
Altre Borse	1,85	1,60	1,43	-14%	-10%	-12%
<b>Totale complessivo</b>	<b>11</b>	<b>10,5</b>	<b>9</b>	<b>-5%</b>	<b>-15%</b>	<b>-10%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD  
Fonte: World Federation of Exchanges

#### 2.1.4.2. Focus volumi negoziati mediante modalità “alternative” (cosiddette “Negotiated Deals”)

Il CBOE in Europa è leader indiscusso in Europa per volumi negoziati mediante modalità “alternativa”.

Utile a questo proposito ripercorrere gli eventi storici che hanno portato alla sua nascita:

1. 2007 data di creazione di Chi-X Europe (il più importante MTF in Europa all'epoca) da parte di Instinet;
2. 2008 data di creazione di BATS Europe (il secondo MTF più importante in Europa all'epoca) da parte del market operator statunitense BATS Global Markets;

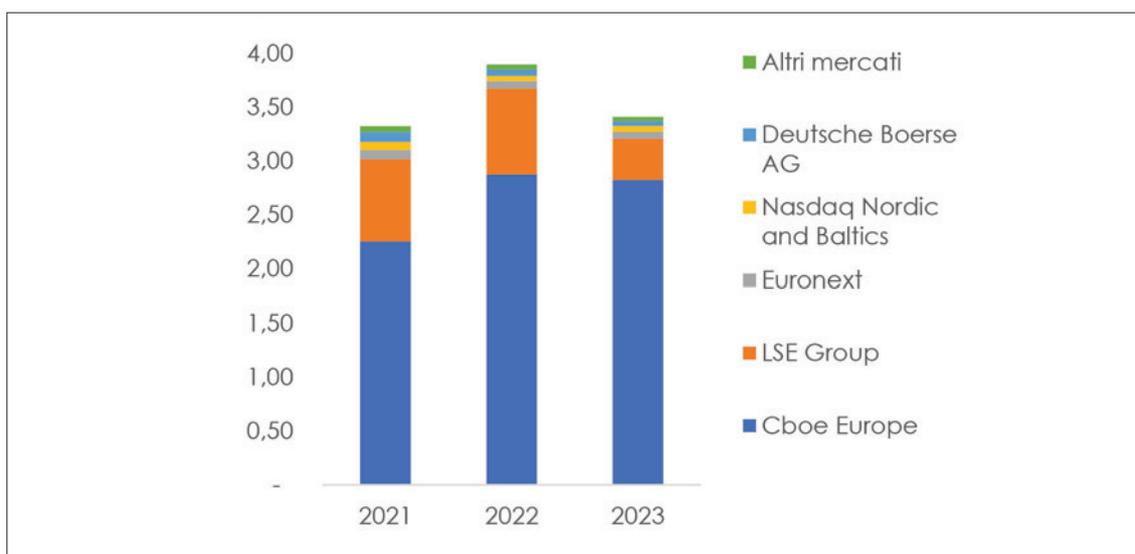


Grafico: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

3. 2011 data dell'acquisizione di Chi-X Europe da parte di BATS Global Markets per un importo di circa 300 mln USD. Questa acquisizione ha comportato la costituzione di BATS Chi-X Europe (anche detto BATS Europe);
4. 2017 data di acquisizione da parte di CBOE Global Markets di BATS Global Markets e creazione, inter alia, del segmento europeo oggi denominato come CBOE Europe Equities.

In sintesi, il CBOE Europe ha sfruttato la crescita degli MTF in Europa, cavalcando, in prima istanza, la rimozione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sancito da MiFID I.

Inoltre, ha adottato meccanismi di pricing competitivi (ad es. rebate a fronte della liquidità portata al mercato), tecnologie all'avanguardia e ha sfruttato, soprattutto nei primi anni, i vantaggi derivanti da una certa deregulation rispetto alle Borse tradizionali.

Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
CBOE Europe	2,25	2,87	2,82	28%	-2%	12%
LSE Group	0,76	0,80	0,5	5%	-37%	-19%
Euronext	0,09	0,07	0,06	-21%	-3%	-13%
Nasdaq Nordic and Baltics	0,07	0,05	0,05	-35%	8%	-16%
Deutsche Börse AG	0,09	0,06	0,05	-36%	-21%	-29%
Altre Borse	0,06	0,05	0,04	-19%	-15%	-17%
<b>Totale complessivo</b>	<b>3,32</b>	<b>3,90</b>	<b>3,53</b>	<b>17%</b>	<b>-9%</b>	<b>3%</b>

Tabella: Volumi di negoziazione conclusi mediante EOB 2021 - 2023 per Borse europee – dati in USD  
Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.1.4.3. Volumi negoziati on Exchange vs OTC in Europa

Ampliando l'analisi anche all'operatività OTC, appare evidente la rilevanza mantenuta in questi anni dalla quota di operatività conclusa al di fuori di una sede di negoziazione sul comparto azionario.

Affiancato alla classica operatività Over The Counter, è particolarmente significativo in questo senso il ruolo degli Internalizzatori Sistemati (di seguito anche "IS"), ovvero intermediari finanziari che operano "come dei mercati", ossia, eseguono sistematicamente in C/Proprio ordini della clientela.



Grafico: Volumi di negoziazione conclusi on Exchange e off Exchange 2023 in Europa  
Fonte: ESMA TRV Structural Market Indicators

Se le negoziazioni OTC non si sono mai realmente ridotte negli anni (nonostante i maggiori vincoli imposti dalla cosiddetta Trading Obligation MiFID), soprattutto l'avvento della MiFID II con regole più stringenti e puntuali ha portato ad un incremento del numero degli intermediari che si sono dovuti (o hanno scelto volontariamente) di qualificarsi

come IS soggiacendo alle regole di trasparenza previste per queste Borse “interne”.

Come si vede dal grafico sottostante, si tratta di un *trend* di crescita che ha subito una flessione solo nel 2020 per effetto della Brexit, ovvero con l’uscita dal *framework* MiFID UE dei grandi operatori finanziari UK.

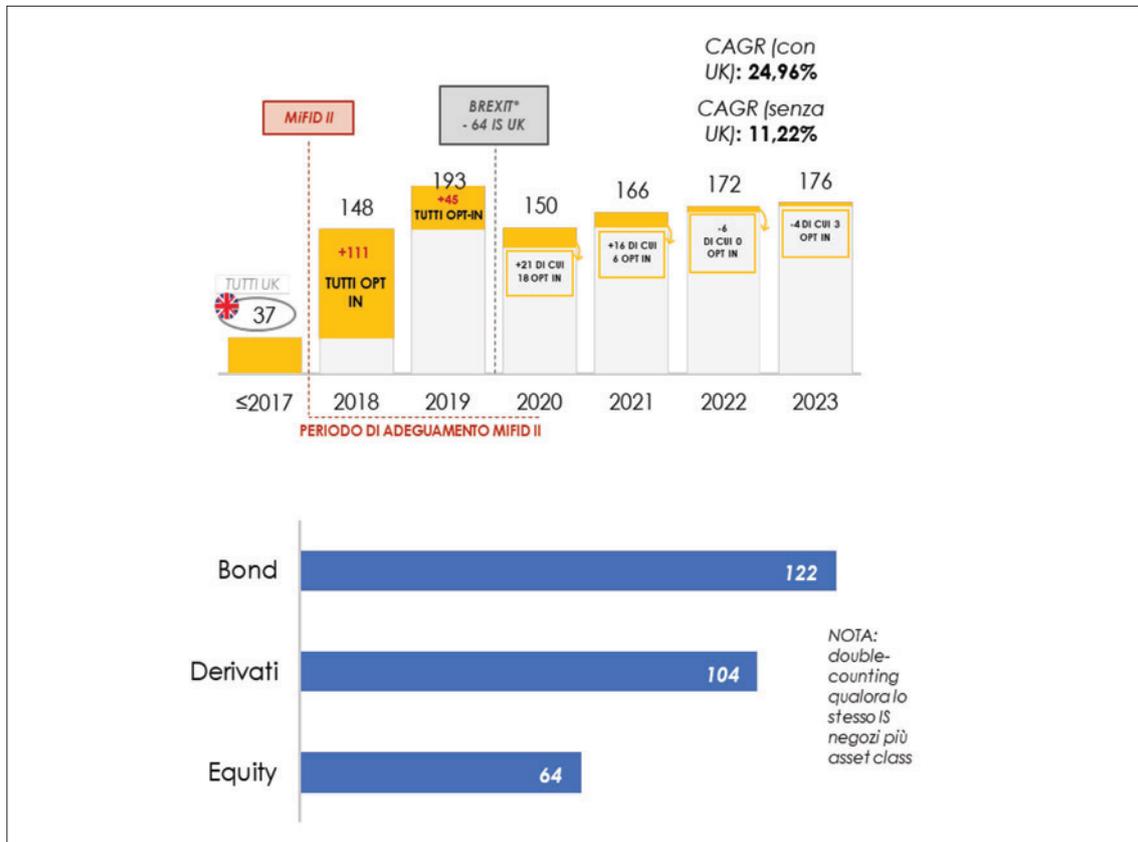


Grafico: Dati sul numero di IS - Fonte: ESMA

Pertanto, la diffusione degli IS non si è limitata alle azioni, ma ha riguardato tutte le *Asset Class* (in particolar modo le obbligazioni).

Tuttavia, i requisiti normativi relativi all’internalizzazione sistematica stanno nuovamente modificandosi: gli intermediari non saranno più obbligati a qualificarsi come IS in base a criteri rigidamente definiti, ma sarà comunque lasciata la facoltà di aderire volontariamente a tale regime.

Alla luce dei dati esposti, se si attende quasi certamente un’ulteriore riduzione del numero di IS, non vi sono segnali che facciano presagire una diminuzione dei volumi *off-Exchange* almeno nell’immediato futuro.

### 2.1.5. Il trend dei volumi di negoziazione globali dei primi mesi del 2024

I primi dati del 2024 sembrano prospettare una traiettoria di ripresa; tuttavia, le Borse europee mostrano ancora qualche incertezza rispetto al trend globale.

Dall'analisi dei volumi azionari nei primi 5 mesi del 2024 emerge un'inversione di tendenza rispetto al 2023 (+23%).

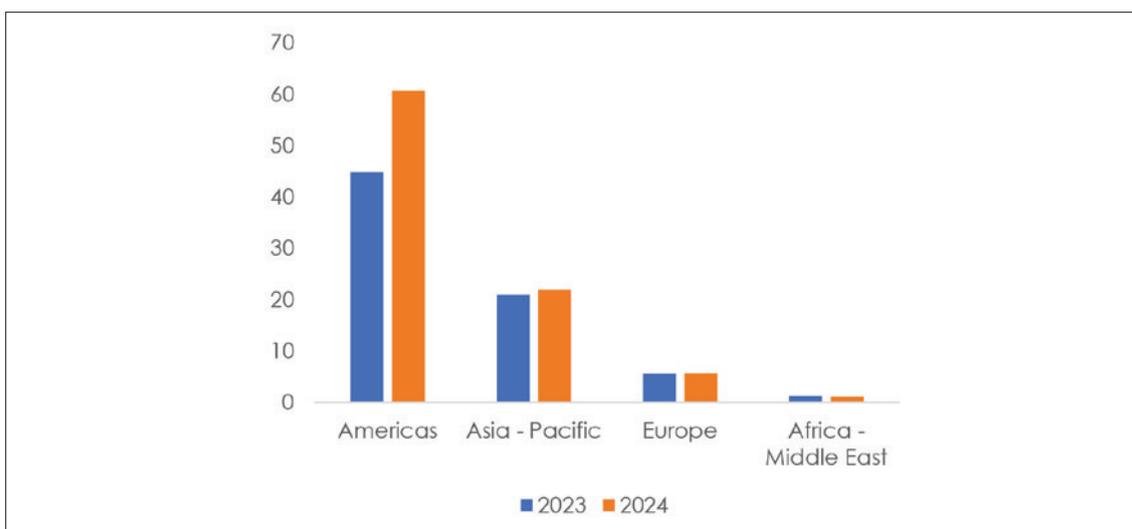


Grafico: Volumi di negoziazione totali primi 5 mesi del 2024 per Area geografica – dati in USD trillion

Fonte: World Federation of Exchanges

L'Europa resta pressoché stabile.

Protagonisti di questa crescita sono, invece, le Borse dell'area Americas (+35% rispetto allo stesso periodo del 2023); mentre le Borse dell'Asia Pacifico registrano un incremento più modesto (circa + 5%).

Tra le Borse più rilevanti a livello globale, appare significativa la performance di alcune di esse che, più di altre, hanno fatto registrare tassi di crescita record nel 2024 rispetto allo stesso periodo del 2023:

Area geografica	Borsa	2023	2024	Crescita percentuale
Americas	Nasdaq	25,9	38,6	49%
Asia - Pacifico	Japan Exchange Group	2,6	3,7	38%
Americas	NYSE	10,7	12,7	19%
Americas	CBOE Global Markets	6,1	7,1	16%

Tabella: Volumi di negoziazione totali primi 5 mesi del 2024 per Area geografica / Borsa – dati in USD trillion - Fonte: World Federation of Exchanges

## 2.2. Listing

### 2.2.1. Introduzione

Per completare il quadro relativo all'andamento dei mercati azionari sono stati esaminati i seguenti dati con riferimento al numero di aziende che hanno deciso di quotarsi su un mercato regolamentato (c.d. listing):

1. Numero di nuove aziende quotate su mercati regolamentati e relativa evoluzione nel triennio 2021 - 2023;
2. Capitale raccolto mediante processi di Initial Public Offering (IPO) o mediante altre modalità differenti dall'IPO ed evoluzione nel triennio 2021 - 2023.

### 2.2.2. Evoluzione del numero di nuove aziende quotate

*Se il 2021-2023 è stato il triennio nero del listing a livello mondiale, l'Europa è fanalino di coda nella classifica del numero di nuove aziende quotate (-55% rispetto al 2021). Nel triennio si è inoltre registrato un crollo del capitale raccolto mediante processi di quotazione: a livello mondiale si è assistito a una riduzione del 50%.*

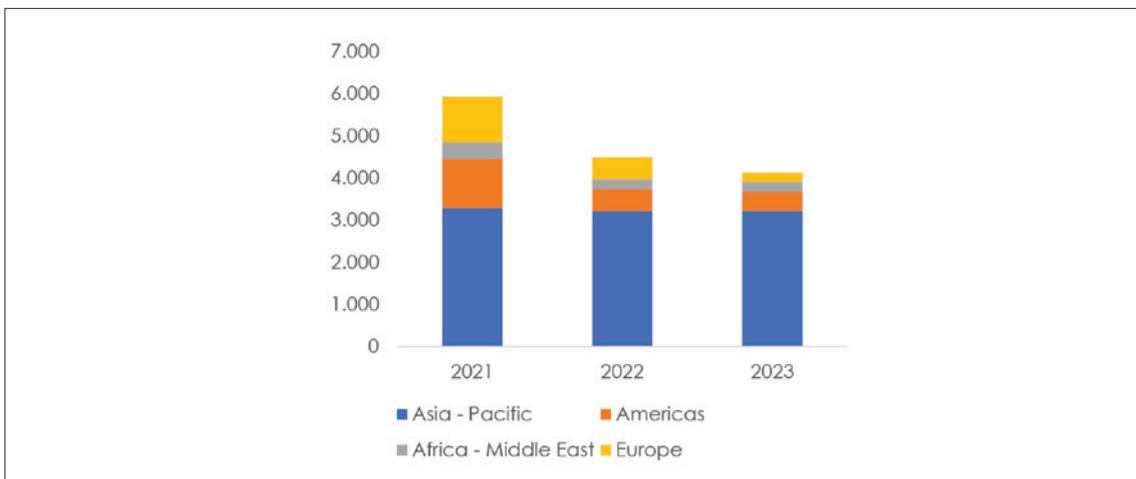


Grafico: Numero di nuove aziende quotate nel 2021 - 2023 per Area geografica

Fonte: World Federation of Exchanges

Il numero di nuove aziende quotate a livello globale si è ridotto drasticamente con un minimo assoluto nel 2023.

Il decremento dei volumi di listing in Europa (-55%) si è accompagnato a quello di altre aree geografiche seppure con qualche distinguo: l'Asia Pacifico, ad esempio, è riuscita a contenere la decrescita (-1%). Le Borse dell'area Americas, invece, hanno sperimentato una decrescita decisamente più significativa (-37%).

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Asia Pacific	3.288	3.208	3.213	-2%	0%	-1%
Americas	1.160	517	462	-55%	-11%	-37%
Africa Middle East	389	243	231	-38%	-5%	-23%
Europe	1.090	520	224	-52%	-57%	-55%
<b>Totale complessivo</b>	<b>5.927</b>	<b>4.488</b>	<b>4.130</b>	<b>-24%</b>	<b>-8%</b>	<b>-17%</b>

Tabella: Numero di nuove aziende quotate nel 2021 - 2023 per Area geografica

Fonte: World Federation of Exchanges

Alcune Borse hanno sofferto più di altre nell'attrarre a sé nuove aziende: Euronext e LSE Group in Europa e NYSE in Americas hanno avuto tassi di decrescita pari o superiori al 50%.

Area geografica / Borsa	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
<b>Asia Pacific</b>	<b>3.288</b>	<b>3.208</b>	<b>3.213</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>
Shanghai Stock Exchange	2.015	1.970	1.956	-2%	-1%	-1%
National Equities Exchange and Quotations	91	270	326	197%	21%	89%
National Stock Exchange of India	155	145	227	-6%	57%	21%
Altre Borse	1.027	823	704	-20%	-14%	-17%
<b>Americas</b>	<b>1.160</b>	<b>517</b>	<b>462</b>	<b>-55%</b>	<b>-11%</b>	<b>-37%</b>
Nasdaq - US	533	271	276	-49%	2%	-28%
NYSE	433	119	108	-73%	-9%	-50%
Canadian Securities Exchange	161	107	73	-34%	-32%	-33%
Altre Borse	33	20	5	-39%	-75%	-61%
<b>Africa Middle East</b>	<b>389</b>	<b>243</b>	<b>231</b>	<b>-38%</b>	<b>-5%</b>	<b>-23%</b>
Borsa Istanbul	53	41	54	-23%	32%	1%
TMX Group	157	81	47	-48%	-42%	-45%
Saudi Exchange (Tadawul)	20	49	43	145%	-12%	47%
Altre Borse	159	72	87	-55%	21%	-26%
<b>Europe</b>	<b>1.090</b>	<b>520</b>	<b>224</b>	<b>-52%</b>	<b>-57%</b>	<b>-55%</b>
Euronext	341	84	71	-75%	-15%	-54%
BME Spanish Exchanges	25	34	31	36%	-9%	11%
LSE Group	166	52	31	-69%	-40%	-57%
Altre Borse	558	350	91	-37%	-74%	-60%

Tabella: Numero di nuove aziende quotate nel 2021 - 2023 per Area geografica / Borsa

Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.2.3. Evoluzione del capitale raccolto mediante processi di listing (IPO e non IPO)

La contrazione descritta in precedenza è ancora peggiore se si considera quella della dimensione di tali quotazioni.

Nel triennio i capitali raccolti mediante processi di quotazione di nuove aziende hanno subito una riduzione pari a circa il 50% e questo fenomeno ha coinvolto indistintamente tutte le aree geografiche.

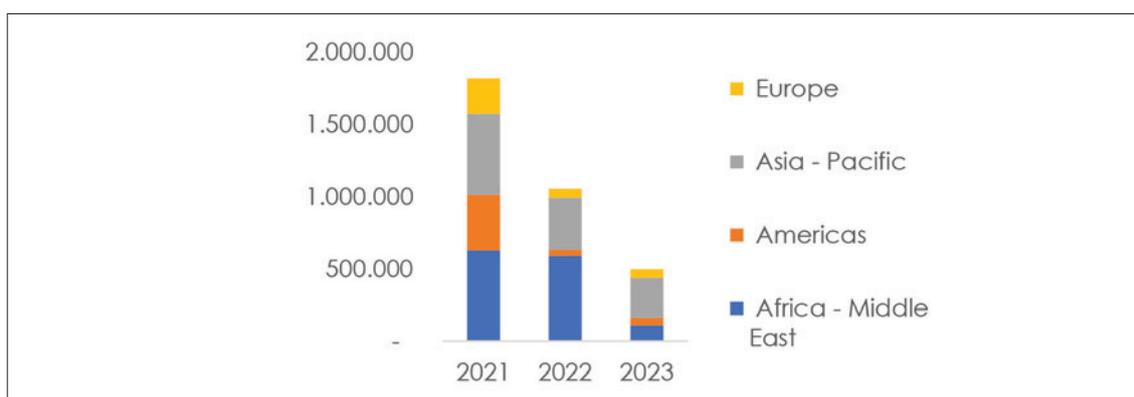


Grafico: Capitale raccolto mediante IPO nel 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD billion

Fonte: World Federation of Exchanges

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Africa - Middle East	631.647	593.074	111.074	-6%	-81%	-58%
Americas	382.808	41.501	53.814	-89%	30%	-63%
Asia - Pacific	558.126	357.195	273.415	-36%	-23%	-30%
Europe	245.930	65.237	60.117	-73%	-8%	-51%
<b>Totale complessivo</b>	<b>1.818.512</b>	<b>1.057.007</b>	<b>498.419</b>	<b>-42%</b>	<b>-53%</b>	<b>-48%</b>

Tabella: Capitale raccolto mediante IPO nel 2021 - 2023 per Area geografica – dati in USD billion

Fonte: World Federation of Exchanges

## 2.3 Comparto derivati quotati

### 2.3.1. Introduzione

L'analisi delle Borse mondiali si focalizza sul numero dei contratti in derivati quali futures e opzioni quotate con sottostante:

1. Azioni;
2. Indici azionari;
3. Tassi di interesse;
4. Valute;
5. Materie prime;
6. ETF.

### 2.3.2. Overview principali Borse a livello globale

*Al contrario di quanto visto per il comparto azionario, il mercato dei derivati ha registrato livelli record rispondendo al crescente bisogno degli investitori di coprire i rischi derivanti dallo scenario macroeconomico e geopolitico.*

*Spiccano, in particolare, le performance record delle Borse indiane (+ 50% nel triennio); l'Europa, al contrario, si posiziona su tassi di crescita più modesti.*

Molto più dell'Europa le Borse dell'Area Asia Pacifico hanno avuto tassi di crescita *record* (finanche superiori all'80%) con un grande distacco anche dai secondi classificati, ovvero Brasile e America.

La crescita è stata certamente favorita dalla strategia di prodotto (crescita dei listini), ma anche da un contesto fortemente espansivo dell'economia locale e da una stretta regolamentare rispetto agli scambi *OTC*.

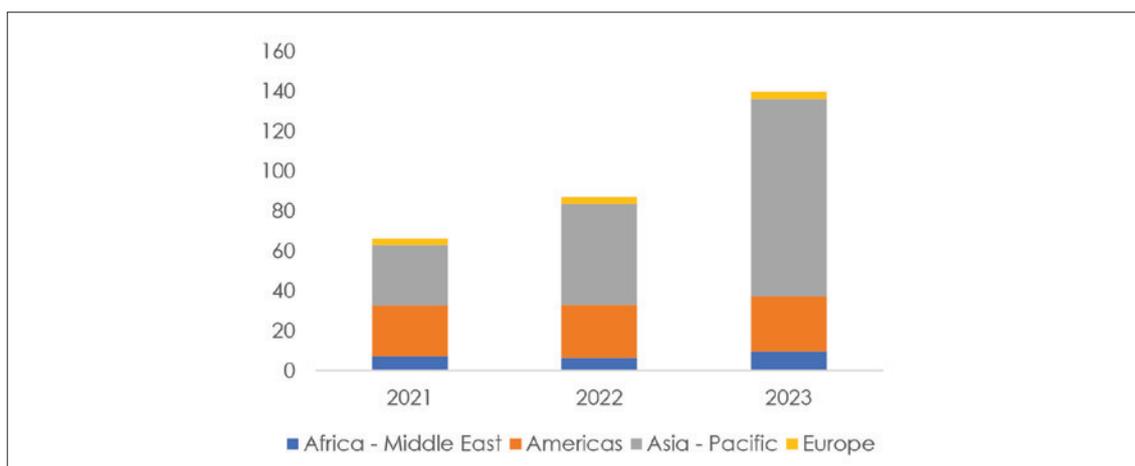


Grafico: Numero di contratti derivati conclusi nel 2021 - 2023 per Area geografica – dati in billions

Fonte: World Federation of Exchanges

Area geografica	2021	2022	2023	CAGR 22-21	CAGR 23-22	CAGR 23-21
Americas	25,61	26,75	27,75	4%	4%	4%
Asia - Pacific	30,10	50,36	98,79	67%	96%	81%
Africa - Middle East	5,06	5,06	7,50	0%	48%	22%
Europe	5,35	4,70	5,47	-12%	17%	1%
<b>Totale complessivo</b>	<b>66,11</b>	<b>86,87</b>	<b>139,52</b>	<b>31%</b>	<b>61%</b>	<b>45%</b>

Tabella: Numero di contratti derivati conclusi nel 2021 - 2023 per Area geografica – dati in billions  
Fonte: World Federation of Exchanges

La progressione di crescita del numero di operazioni concluse ha fatto sì che nel 2023 il numero di operazioni concluse sulle Borse dell'Asia Pacifico abbiano raggiunto circa il 70% del valore mondiale relegando l'Europa in fondo alla classifica con poco più del 4%.

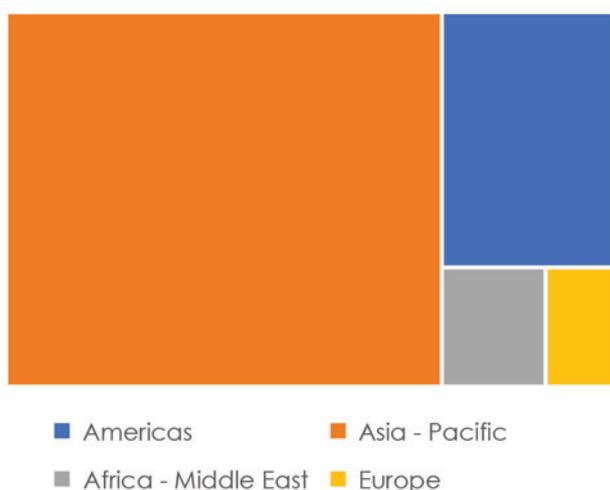


Grafico: Numero di contratti derivati conclusi nel 2023 per Area geografica – dati in billions  
Fonte: World Federation of Exchanges

Più nel dettaglio, le Borse dell'Area Asia Pacifico dominano su Asset Class quali Azioni, Valute e Materie prime.

Tale dinamica è spiegata dalla maggiore focalizzazione di questa area geografica sul commercio internazionale e dal recente sviluppo di mercati azionari sempre più rilevanti che contribuiscono ad alimentare le esigenze di copertura e speculative.

Le Borse americane conservano, invece, la leadership sui derivati su tassi di interesse ed *ETF*.

Anche in questo caso, tale dinamica trova riscontro nelle caratteristiche intrinseche dell'economia di questa regione.

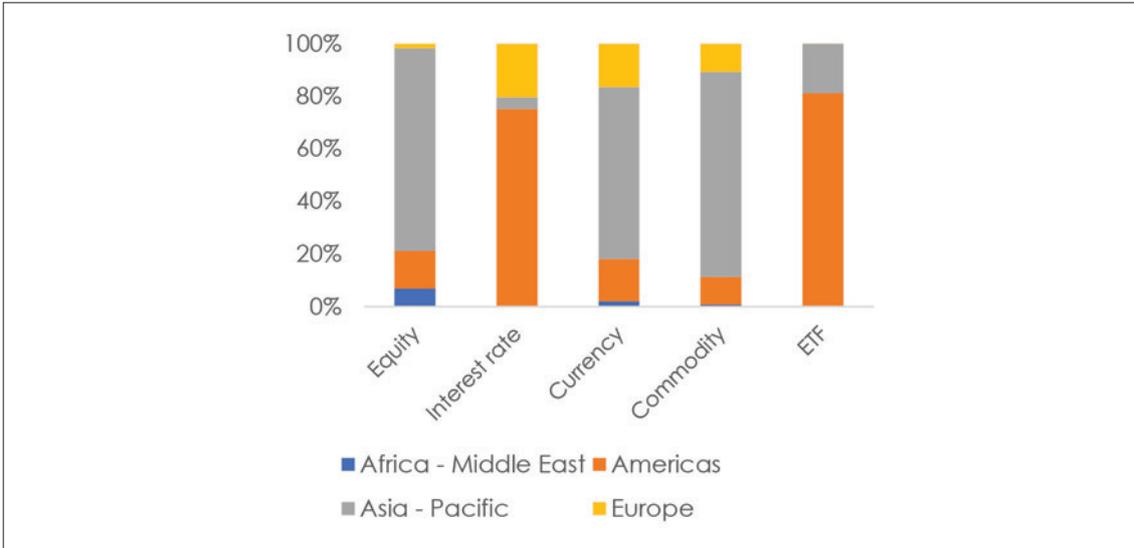


Grafico: Numero di contratti derivati conclusi nel 2023 per Area geografica e Asset Class – dati in billions  
Fonte: World Federation of Exchanges

Infatti, gli investitori istituzionali americani tendono a utilizzare massicciamente gli *ETF* per ottenere esposizione ai mercati azionari, obbligazionari e settoriali. Questo ha portato a una proliferazione di derivati su *ETF*, utilizzati per *hedging*, arbitraggio e speculazione. Inoltre, la forte presenza di tassi d’interesse a lungo termine e mercati del debito strutturati ha reso i derivati sui tassi d’interesse uno strumento chiave per gestire il rischio finanziario.

### 2.3.3. Il posizionamento delle principali Borse globali

L’elevata concentrazione del mercato da un punto di vista regionale è confermata anche dall’analisi delle singole Borse.

Il National Stock Exchange of India rappresenta da solo il 60% del numero di contratti negoziati a livello globale.

Tale leadership è stata favorita, in particolare, dal lancio di nuovi prodotti (ad es. futures e opzioni su nuovi indici settoriali) e da politiche di pricing particolarmente aggressive.

Indubbiamente, la debolezza delle Borse europee deriva anche da una minore capacità di offerta di derivati su materie prime e valute che hanno rappresentato al contrario un punto di forza per le altre geografie soprattutto nel triennio appena trascorso.

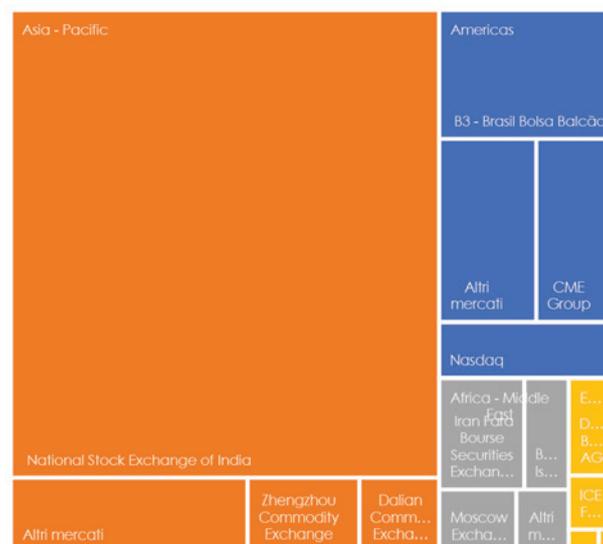


Grafico: Numero di contratti derivati conclusi nel 2023 per Area Geografica / Borsa – dati in billions  
 Fonte: World Federation of Exchanges

Area Geografica / Borsa	2023
<b>Asia – Pacific</b>	<b>98,79</b>
National Stock Exchange of India	84,78
Zhengzhou Commodity Exchange	3,53
Dalian Commodity Exchange	2,51
Altre Borse	7,97
<b>Americas</b>	<b>27,75</b>
B3 - Brasil Bolsa Balcão	9,60
CME Group	6,10
Nasdaq	4,16
Altre Borse	7,89
<b>Europe</b>	<b>5,47</b>
Moscow Exchange	2,06
Deutsche Boerse AG	1,92
ICE Futures Europe	1,06
Altre Borse	0,44
<b>Africa Middle East</b>	<b>7,50</b>
Iran Fara Bourse Securities Exchange	4,02
Borsa Istanbul	2,09
Tehran Stock Exchange	1,22
Altre Borse	0,17
<b>Totale complessivo</b>	<b>139,52</b>

Tabella: Numero di contratti derivati conclusi nel 2023 per Area geografica / Borsa – dati in billions  
 Fonte: World Federation of Exchanges

### 2.3.4. Il trend dei primi mesi del 2024

*Il trend di crescita dei mercati derivati non sembra fermarsi; solo in Europa la tendenza è negativa.*

Il Vecchio Continente fa registrare un *trend* negativo con una decrescita, rispetto allo stesso periodo del 2023, del 25%.

Le Borse dell'area Asia Pacifico e Americas continuano ad essere protagoniste di performance eccezionali con tassi di crescita record pari, rispettivamente, al +73% e al +50%, con una quota complessiva di mercato ormai salita ad oltre il 95%.

Si riconferma una predominanza netta delle Borse dell'area Asia Pacifico che, da sole, rappresentano oltre il 70% del numero di derivati quotati conclusi a livello globale.

Si registra tuttavia una rincorsa dell'area Americas che, pur attestandosi ad una quota di mercato del 23%, ha visto nei primi 5 mesi del 2024 un tasso di crescita record (+50%).

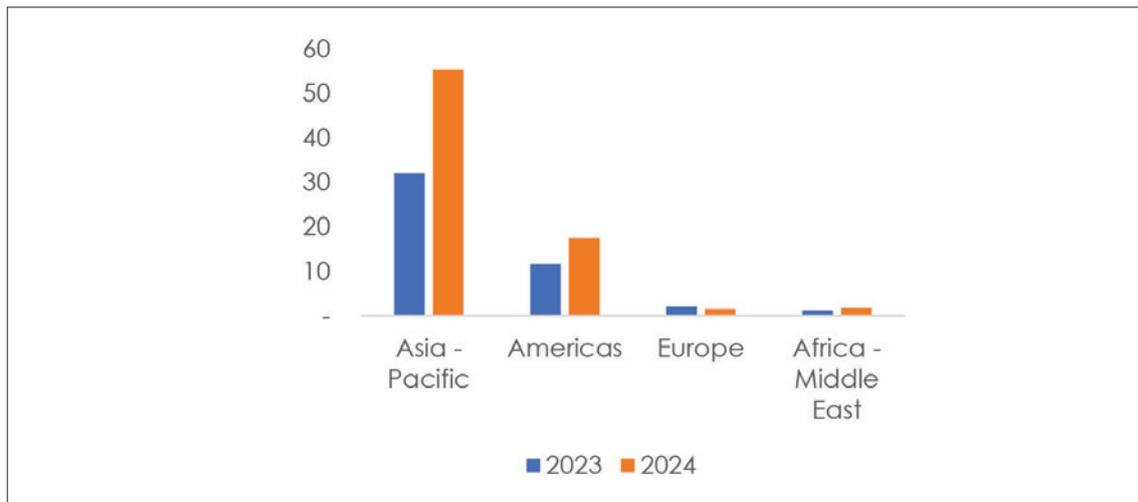


Tabella: Numero di contratti derivati conclusi nel periodo Gennaio - Maggio 2023 e 2024 per Area Geografica – dati in billions - Fonte: World Federation of Exchanges

### 3. Analisi dei ricavi delle principali Borse dal 2018 al 2023

#### 3.1. Introduzione

**In un contesto caratterizzato, come abbiamo visto, da pesanti contrazioni degli scambi azionari le Borse sono riuscite ad ottenere risultati positivi in termini di ricavi. Il fenomeno di rilievo è che a trainare la crescita siano stati (anche) business complementari e/o alternativi rispetto a quelli tradizionali di *Trading* e *Listing*, quali ad esempio il *Tech* e l'ambito *Data*.**

Non si tratta certo di una novità, ma di un trend che ha assunto proporzioni sempre crescenti nel corso degli ultimi anni. Inoltre, se è possibile identificare driver comuni di crescita negli investimenti da parte dei diversi Gruppi Borsistici, **una fotografia accurata mostra come le scelte strategiche si siano differenziate anche in modo significativo non soltanto nelle diverse geografie mondiali, ma anche all'interno dei medesimi continenti.**

#### 3.2. Metodologia di analisi: campione di Borse e clusterizzazione dei servizi

L'analisi ha preso in considerazione:

1. il trend dei ricavi nel periodo 2018 – 2023 per un set di Borse ritenuto rappresentativo del mercato globale;
2. la distribuzione dei ricavi rispetto ai servizi offerti con un focus per le diverse geografie.

##### *Il campione di analisi*

Per le diverse geografie sono stati selezionati i seguenti Gruppi Borsistici:

1. area Europa: **Deutsche Börse AG (DB)** e **Euronext (ENX)**;
2. area UK: **London Stock Exchange (LSEG)**;
3. area US: **Nasdaq**, **Chicago Board of exchange (CBOE)** e **Intercontinental Exchange (ICE)**;

4. area Asia-Pacifico: **Hong Kong Stock Exchange (HKEX)**.

### *I cluster di servizi*

I servizi offerti e i relativi ricavi da bilancio sono stati raggruppati nei seguenti cluster tematici:

1. *business “tradizionali”*: Trading, Listing e Corporate services (es. Governance, Compliance, Communication, Investor Relations);
2. *business complementari/accessori*, per semplicità classificabili come “alternativi”:
  - *Post Trading*: servizi di Clearing, Net Treasury/ Investment Income, Settlement e Custody;
  - *Data*: offerta di Market Data, Indici e Benchmark, servizi di Data Analytics (inclusa AI);
  - *Tech*: offerta di piattaforme, infrastrutture tecnologiche, connettività, licenze software, soluzioni in ambito regulatory;
  - *Other*: altri servizi non riconducibili ai cluster precedenti.

È stata individuata l'incidenza di ciascun cluster sui ricavi complessivi ed esaminato il trend di tale distribuzione alla luce delle scelte di investimento effettuate.

## **3.3 Trend e distribuzione dei ricavi**

### **3.3.1 Trend dei ricavi**

*I ricavi risultano in crescita per tutto il campione analizzato. La migliore performance è di LSEG, pioniere nel processo di diversificazione del business tramite gli investimenti nel comparto Data. Anche le Borse europee, seppur con tassi di crescita più contenuti, hanno cavalcato l'onda positiva della diversificazione soprattutto nel triennio '21-'23.*

L'analisi dei ricavi sul periodo 2018 – 2023 evidenzia una crescita a livello generale per tutti i Gruppi Borsistici analizzati, seppur con risultati più modesti per le aree US e Asia-Pacifico (ovviamente in termini relativi se si considera l'America).



Grafico: Ricavi totali 2018 – 2023 per Area – dati in Eur Billion  
 Fonte: Bilanci pubblicati dalle Borse del campione nel periodo di osservazione

Area	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18 - 23
EU	3.395	3.567	4.098	4.808	5.756	6.551	6%	11%	12%
UK	2.483	2.669	7.813	7.858	8.573	9.253	47%	6%	24%
US	9.275	9.238	11.073	12.693	13.390	14.134	6%	4%	7%
Asia – Pacifico	1.817	1.868	2.175	2.374	2.114	2.350	6%	-0,3%	4%
<b>Totale complessivo</b>	<b>16.970</b>	<b>17.342</b>	<b>25.159</b>	<b>27.733</b>	<b>29.833</b>	<b>32.288</b>	<b>14%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>

Tabella: Ricavi totali 2018 – 2023 per Area – dati in Eur Billion  
 Fonte: Bilanci pubblicati dalle Borse del campione nel periodo di osservazione

Come conseguenza di un certo ritardo nel processo di diversificazione da parte dell'area Europea, l'analisi comparativa evidenzia che:

1. nel mercato extra-europeo le performance migliori si osservano nel triennio '18 - '20 (+6% in US ed Asia-Pacifico e +47% in UK);
2. in Europa, invece, nel triennio '21 - '23 (+11%).

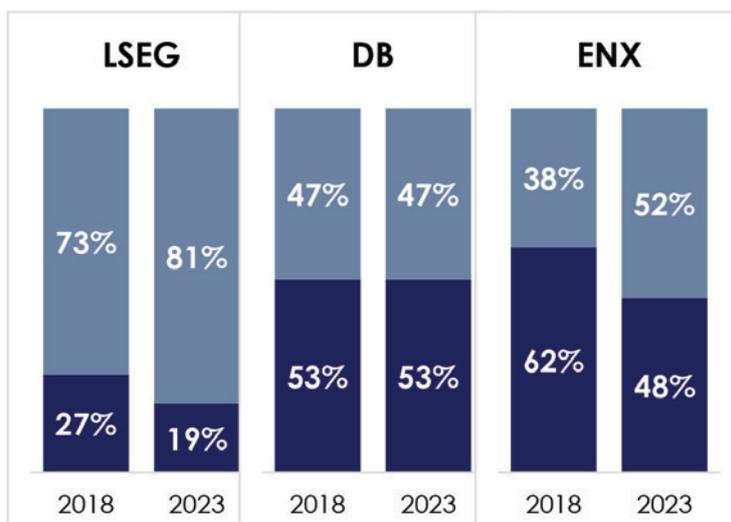
Negli ultimi tre anni Deutsche Borse ed Euronext hanno orientato i propri investimenti verso strategie di crescita nei settori Data e Post Trading alla stregua di quanto già intrapreso precedentemente da LSEG, che già dal 2018 perseguiva efficacemente questa strategia: segnali importanti sono stati l'acquisizione di Refinitiv e la vendita di Piazza Affari.

Come LSEG le Borse extra-europee hanno avviato anch'esse da tempo (2018 - 2020) un processo di diversificazione del proprio business, focalizzando però i propri investimenti rispettivamente nel settore Tech (US) e del Post Trading (Asia-Pacifico).

### 3.3.2. Distribuzione ricavi per cluster di servizi: focus sui business alternativi

*Se la diversificazione del business rappresenta un elemento comune della strategia di crescita dei Gruppi selezionati, le scelte effettuate dai singoli operatori mostrano una significativa differenziazione anche a parità di geografia di appartenenza. Per tutti i Gruppi il settore Data rappresenta un investimento strategico, ma le Borse americane continuano ad essere fortemente orientate allo sviluppo del settore Tech; Euronext ed HKEX, invece, puntano fortemente sul Post Trading.*

*Si distingue nel campione il Gruppo CBOE che fonda ancora i propri ricavi prevalentemente sul business tradizionale con percentuali quasi perfettamente inverse a quelle di LSEG, fortemente orientato invece all'alternativo.*



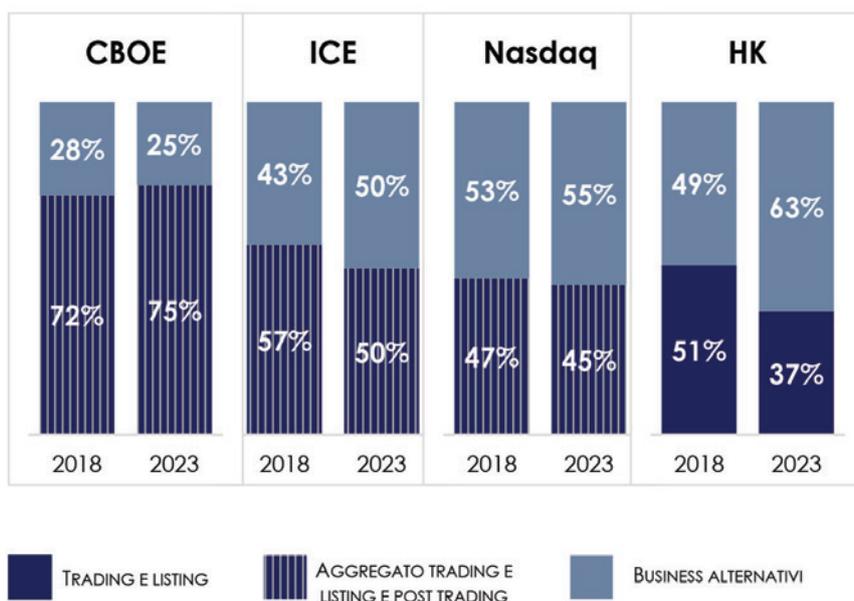


Grafico: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 delle Borse nel campione rispetto ai cluster di servizi - Fonte: Elaborazione Be Consulting sulla base dei Bilanci pubblici delle aziende Trading e listing

### 3.3.2.1. Area UE

*Nel mercato europeo la re-distribuzione dei ricavi sui singoli cluster conferma il recente processo di diversificazione con la valorizzazione di nuovi segmenti strategici quali Data e Post Trading.*



**Crescita del cluster Data, seppur molto più contenuta (+5%) rispetto ad altre aree geografiche. con una lieve flessione dell'incidenza dei ricavi derivanti dal Trading (-3%)**

Grafico: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 delle Borse EU rispetto ai cluster di servizi  
Fonte: Elaborazione Be Consulting sulla base dei Bilanci pubblici delle aziende

Analizzando le singole Borse, emerge chiaramente come ciascuna abbia implementato strategie di crescita distintive, scegliendo su quali specifici settori fondare la propria strategia di diversificazione.

Ad esempio, Deutsche Börse ha indirizzato i suoi sforzi principalmente verso l'ampliamento e l'innovazione nel settore Data attraverso investimenti in infrastrutture digitali, volti a migliorare la raccolta, elaborazione ed analisi dei dati finanziari, come anche l'offerta dati ESG: si vedano, tra gli altri, la creazione del nuovo segmento di business "Investment Management Solutions", l'acquisizione di SimCorp e quella di Axioma per potenziare l'offerta di soluzioni di costruzione ed analisi di portafoglio. In ottica prospettica, è sicuramente rilevante anche la partnership strategica con Google Cloud finalizzata invece a trasformare completamente l'assetto tecnologico ponendo tra l'altro le basi per un'offerta forte in ambito *digital assets*.

Euronext, invece, ha scelto di concentrare le proprie risorse sullo sviluppo di soluzioni tecnologiche per rafforzare l'offerta di *Trading e Post Trading* con una maggiore efficienza operativa e trasparenza/sicurezza delle transazioni: gli esempi più recenti sono la migrazione del Core Data Centre da UK all'Aruba Global Cloud Data Centre di Bergamo (con l'internalizzazione dei servizi di co-location) e, per quanto concerne il *Post Trading*, la migrazione delle attività di *Clearing* da LCH S.A. a Euronext Clearing (ex CC&G) per i Mercati *Cash* e Derivati del Gruppo.

Deutsche Börse AG	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18 - 23
Trading e Listing*	1.475	1.468	2.139	2.192	2.563	2.703	+13%	+7%	+11%
Post Trading	1.008	1.095	827	835	1.123	1.511	-6%	+22%	+7%
Data	297	330	248	483	652	863	-6%	+21%	+19%
<b>Totale complessivo</b>	<b>2.780</b>	<b>2.893</b>	<b>3.214</b>	<b>3.510</b>	<b>4.338</b>	<b>5.077</b>	<b>+5%</b>	<b>+13%</b>	<b>+11%</b>

\* I ricavi del settore Tech sono ricompresi nel cluster Trading & Listing

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

EURONEXT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18-23
Trading e Listing	383	402	511	655	732	711	+10%	+3%	+11%
Post Trading	77	105	177	321	365	370	+32%	+5%	+30%
Tech	36	38	50	86	100	110	+11%	+9%	+20%
Data	118	129	139	184	212	225	+6%	+7%	+11%
Other	-	-	8	54	10	58	-	+2%	-
<b>Totale complessivo</b>	<b>615</b>	<b>674</b>	<b>884</b>	<b>1298</b>	<b>1419</b>	<b>1474</b>	<b>+13%</b>	<b>+4%</b>	<b>+16%</b>

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

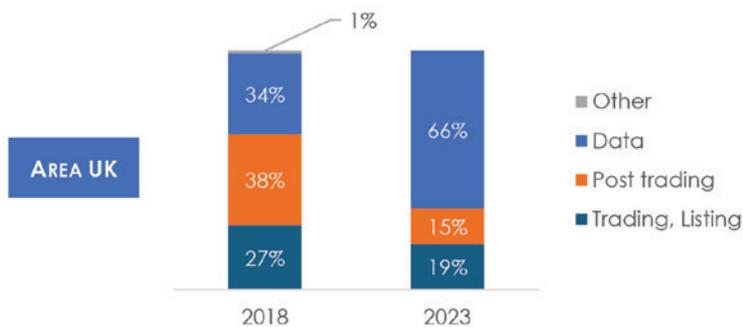
Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

### 3.3.2.2. Area Extra EU

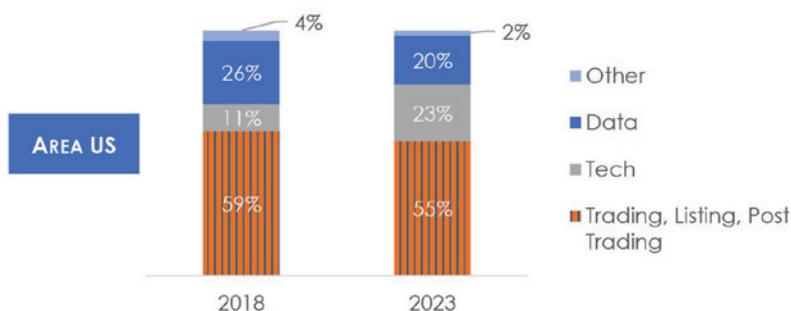
*Le strategie di crescita adottate dalle singole Borse extra-europee variano in base all'area geografica: mentre LSEG consolida il primato sul settore Data, le Borse US puntano al Tech (con l'eccezione di CBOE), mentre HK si è focalizzata sul Post Trading.*

Dal 2018 al 2023 si osserva:

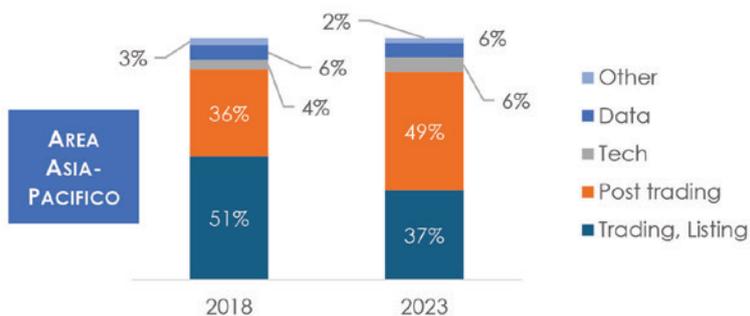
1. una riduzione trasversale dell'incidenza dei ricavi da Trading e Listing, particolarmente significativa nell'area Asia-Pacífico (-13%) e UK (- 8%) e più ridotta sul mercato US (-4%);
2. una crescita dell'incidenza dei business alternativi, in particolare del segmento:
  - *Data per l'area UK (+32%);*
  - *Tech per l'area US (+12%);*
  - *Post Trading per l'area Asia – Pacífico (+ 13%).*



**Boom del segmento Data** (nel 2023 incidenza del +32% rispetto al 2018) a discapito di una **riduzione significativa del Post Trading (-23%)**



**Aumento dei ricavi per il segmento Tech (+12%), con una lieve riduzione del comparto Data (-6%)**



**Crescita significativa dell'incidenza dei servizi di Post Trading (+13%) e riduzione del cluster Trading e Listing (-14%)**

Grafico: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 delle Borse Extra EU rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Elaborazione Be Consulting sulla base dei Bilanci pubblici delle aziende

Di seguito sono illustrate le principali strategie adottate dalle singole Borse del campione per incrementare i ricavi dei business alternativi.

### Area UK

Con l'acquisizione di Refinitiv, finalizzata nel gennaio 2021, LSEG ha definitivamente intrapreso un percorso di crescita incentrato sull'offerta Data (già molto forte grazie ai

servizi FTSE Russel). Va in questa direzione anche la recente partnership avviata con Microsoft, volta ad accelerare il processo di trasformazione digitale del Gruppo tramite migrazione delle piattaforme e dei servizi di LSEG in cloud e lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi con l'integrazione dell'intelligenza artificiale (AI) e del machine learning (ML).

LSEG	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18 - 23
Trading e Listing*	701	745	1.357	1.455	1.692	1.793	+25%	+7%	+17%
Post Trading	938	1.056	1.061	1.059	1.149	1.353	+4%	+9%	+6%
Data	843	867	5.395	5.344	5.733	6.107	+85%	+5%	+39%
<b>Totale complessivo</b>	<b>2.483</b>	<b>2.669</b>	<b>7.813</b>	<b>7.858</b>	<b>8.573</b>	<b>9.253</b>	<b>+47%</b>	<b>+6%</b>	<b>25%</b>

\* I ricavi del settore "Tech" sono ricompresi nel cluster "Trading & Listing"

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

## Area US

Se il settore Tech si conferma come l'asset distintivo dell'area, negli ultimi anni ICE ha realizzato operazioni di *M&A* per diversificare ulteriormente la propria gamma di servizi, addirittura in ambiti non squisitamente legati ai prodotti finanziari:

1. Ellie Mae, società di software per l'elaborazione e la gestione di richieste di mutuo;
2. RisQ e Level11 Analytics, società per le analisi del rischio climatico e valutazioni *ESG*;
3. Black Night Inc., società specializzata in data analytics in ambito real estate data e servizi di *mortgage lending*

ICE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18-23
Trading e Listing	2.585	2.700	2.833	2.945	3.250	3.603	3%	7%	6%
Tech	363	383	964	1.958	1.728	1.890	38%	-1% <sup>5</sup>	32%
Data	1.546	1.613	1.562	1.548	1.605	1.718	0%	4%	2%
Other	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Totale complessivo</b>	<b>4.495</b>	<b>4.696</b>	<b>5.359</b>	<b>6.451</b>	<b>6.583</b>	<b>7.211</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>8%</b>

\* I ricavi del settore Post Trading sono ricompresi nel cluster Trading & Listing

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

<sup>5</sup> Dopo il 2020, i ricavi sul tech hanno subito una leggera flessione, dovuta in particolare alla riduzione dei volumi di origination dei mutui nel 2022.

Anche Nasdaq sembra aver puntato su operazioni di ulteriore diversificazione del business: si pensi ad esempio all'acquisizione di Adenza, società leader nelle soluzioni *tech* di *trading, treasury, risk & regulatory* e di Verafin, come soluzione di *anti-financial crime management*. Non manca infine il lancio di una piattaforma di *AI* in ambito *ESG*, chiamata *Sustainable Len*.

Nasdaq	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18-23
Trading e Listing	1.078	1.008	1.331	1.519	1.548	1.567	7%	1%	6%
Tech	507	568	575	697	780	992	4%	12%	12%
Data	645	703	644	802	862	922	0%	5%	6%
Other	51	9	71	70	43	35	12%	-20%	-6%
<b>Totale complessivo</b>	<b>2.280</b>	<b>2.288</b>	<b>2.621</b>	<b>3.087</b>	<b>3.234</b>	<b>3.516</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>

\* I ricavi del settore Post Trading sono ricompresi nel cluster Trading & Listing

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

Eccezione al quadro generale descritto è rappresentata da CBOE, che è rimasta fedele al business tradizionale Trading e Listing.

CBOE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 18-20	CAGR 21-23	CAGR 18-23
Trading e Listing	1.794	1.549	2.183	2.431	2.653	2.556	7%	2%	6%
Tech	190	200	214	253	293	314	4%	7%	9%
Data	184	193	209	228	255	265	4%	5%	6%
Other	331	311	488	243	373	272	14%	4%	-3%
<b>Totale complessivo</b>	<b>2.500</b>	<b>2.253</b>	<b>3.094</b>	<b>3.155</b>	<b>3.573</b>	<b>3.406</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>

\* I ricavi del settore Post Trading sono ricompresi nel cluster Trading & Listing

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi

Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

### Area Asia-Pacifico

HKEX ha scelto, come Euronext, di investire sul *Post Trading*, con il lancio di Swap Connect, un programma che consente agli investitori internazionali di accedere ai mercati cinesi dei derivati su tassi d'interesse tramite Hong Kong: con un *mix* di tecnologia e servizi finanziari molto evoluti, questa piattaforma centralizzata riduce il rischio di controparte e migliora l'efficienza delle operazioni favorendo l'interoperabilità.

<b>HKEX</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>CAGR 18-20</b>	<b>CAGR 21-23</b>	<b>CAGR 18 - 23</b>
<i>Trading e Listing</i>	923	827	960	1.105	1.002	871	+1%	-8%	-1%
<i>Post Trading</i>	646	654	866	906	821	1.154	+10%	+8%	+10%
<i>Tech</i>	78	91	103	119	131	141	+10%	+6%	+10%
<i>Data</i>	103	105	108	117	124	126	+2%	+2%	+3%
<i>Other</i>	68	190	138	127	35	58	+27%	-23%	-3%
<b>Totale complessivo</b>	<b>1.817</b>	<b>1.868</b>	<b>2.175</b>	<b>2.374</b>	<b>2.114</b>	<b>2.350</b>	+6%	-0,3%	+4%

Tabella: Distribuzione ricavi totali 2018 – 2023 della Borsa rispetto ai cluster di servizi  
Fonte: Bilancio pubblicato dalla Borsa nel periodo di osservazione, rielaborazione Be Consulting

## 4. Azionariato delle Borse in campione

### 4.1. Introduzione

A completamento delle analisi riportate nel precedente capitolo e partendo dai dati pubblici di mercato disponibili a luglio 2024, sono state mappate le partecipazioni dei Gruppi presenti nel cluster e condotta un'analisi finalizzata a tracciare:

1. le caratteristiche degli shareholders, in termini di tipologia di società, natura (pubblica / privata), nazionalità;
2. i principali shareholders presenti a livello di singole Borse e/o con partecipazioni su più Gruppi Borsistici;
3. gli eventi rilevanti sulla compagine azionaria, laddove presenti.

### 4.2. Analisi dei principali shareholders

*L'azionariato europeo è sostanzialmente domestico con quote di capitale rilevanti detenute da Public Company, in particolare per Euronext. A livello extra-europeo si evidenzia la presenza di fondi sovrani del Medio Oriente per LSEG e Nasdaq, mentre la quota di rilevanza per HKEX ad oggi è detenuta dal governo di Hong Kong (in controtendenza rispetto a quanto è accaduto per le Borse occidentali).*

A livello generale:

1. la composizione dell'azionariato è prevalentemente locale: fanno eccezione le partecipazioni di maggioranza detenute da fondi del Medio Oriente per LSEG e Nasdaq;
2. i principali shareholders sono rappresentati da *Asset / Investment management companies*, tranne per Euronext e HKEX per le quali le partecipazioni di maggioranza sono detenute da fondi e companies pubblici / governativi;
3. non vi sono top holders presenti trasversalmente su tutti i Gruppi: in tal senso, si ravvisa una dinamica di concentrazione solo all'interno dell'area US dove alcune compagini societarie detengono quote rilevanti delle Borse americane in perimetro.

Tuttavia, Gruppi presenti nell'azionariato delle Borse americane sono presenti anche su LSEG (The Vanguard Group, BlackRock), seppure con quote molto limitate.

#### 4.2.1. Focus area EU

Per le Borse del campione si evidenzia:

1. una composizione dell'azionariato fortemente locale, con una presenza significativa di *Public Company* soprattutto per Euronext;
2. una presenza molto limitata di società non europee, riconducibili ad *Asset e Investment Management Company* principalmente inglesi.

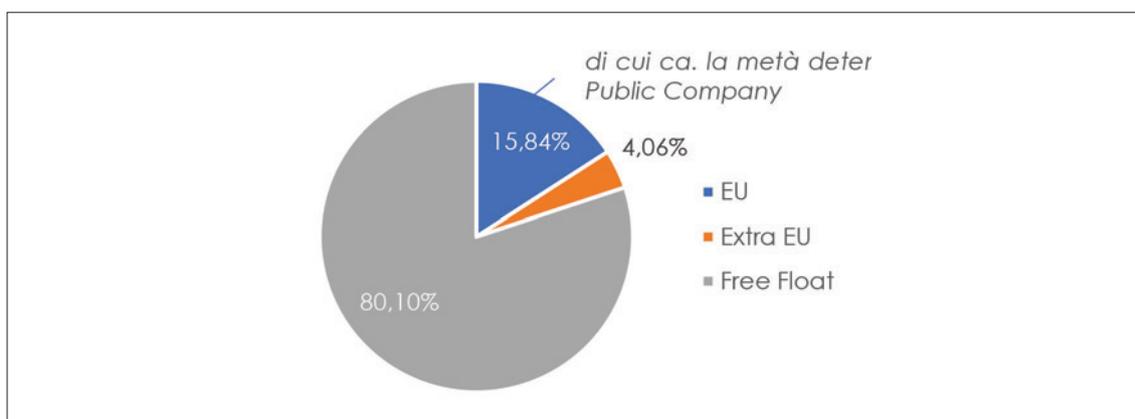


Grafico: Quote di partecipazione dei Top Shareholders, Luglio '24  
Fonte: <https://it.marketscreener.com/>, rielaborazione Be Consulting

Per Euronext e Deutsche Börse la presenza di medesimi top holders è un fenomeno limitato (MFS International (UK) Ltd e Amundi Asset Management SA (*Investment Management*)).

L'azionariato di Euronext ha visto l'entrata di CDP Equity SpA e Intesa Sanpaolo S.P.A. nell'ambito dell'operazione di acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext nel 2021.

Rispetto agli anni precedenti, Deutsche Börse ha visto l'uscita dall'azionariato di rilevanza di compagnie americane, in particolare BlackRock (principale azionista nel 2020 con una quota di ca. il 6,6%) e The Vanguard Group (con una quota di ca. il 2,7% nel maggio 2023).

#### 4.2.2. Focus area UK

La quota di top holders di LSEG si attesta intorno al 32,5% ed è detenuta principalmente da società non inglesi:

1. il principale azionista risulta Qatar Investment Authority (*Investment Company*), fondo sovrano del Qatar, con una quota di partecipazione pari a ca. il 5,9%;
2. Microsoft, a fronte della *partnership* strategica stretta nel 2023, ha acquisito una partecipazione significativa pari a ca. il 4,1%;
3. la Banca Centrale norvegese (Norges Bank Investment Management) detiene ca. il 2,35%;
4. il restante 20% è detenuto da *Asset / Investment Management company* americane (ca. 13%) e inglesi (ca. 7%).

#### 4.2.3. Focus area US

Per le Borse del campione (NASDAQ, ICE, CBOE) si evidenzia:

1. una composizione dell'azionariato principalmente locale riconducibile ad *Asset e Investment Management companies*;
2. la presenza di azionisti di Dubai (principale azionista di Nasdaq) tra i *top holders* non US.

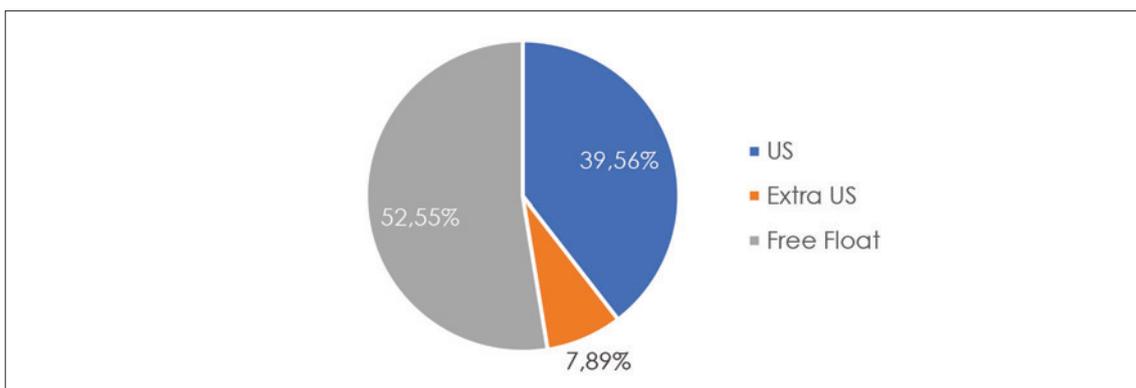


Grafico: Quote di partecipazione dei Top Shareholders, Luglio '24  
Fonte: <https://it.marketscreener.com/>, rielaborazione Be Consulting

A differenza dell'area EU emerge la presenza trasversale dei medesimi azionisti:

<b>Top Holders</b>	<b>Nasdaq</b>	<b>CBOE</b>	<b>ICE</b>
Vanguard Fiduciary Trust Co.	8,37%	12,00% (principale azionista)	8,85% (principale azionista)
Gruppo BlackRock	4,39%	9,15%	5,55%
State Street Corporation	2,73%	4,50%	4,07%
Geode Capital Management LLC	1,65%	2,55%	1,95%
T. Rowe Price Investment Management, Inc.	-	2,59%	2,29%
Eaton Vance Management	-	3,09%	4,07%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	1,38%	-	1,59%

Tabella: Quote di partecipazione dei Top Shareholders, Luglio '24

Fonte: <https://it.marketscreener.com/>

Non si registrano particolari modifiche all'azionariato di maggioranza nell'ultimo periodo.

#### **4.2.4. Focus area Asia-Pacifico**

I top holders di HKEX detengono ca. il 19,5% delle azioni: il principale azionista è il Governo di Hong Kong con una quota di ca. il 16% di azioni.

Il restante azionariato di rilevanza detiene quote molto più ridotte così articolate:

1. 2,3%: Gruppo JP Morgan con le *entities* JPMorgan Investment Management, Inc., JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Ltd. e JPMorgan Asset Management (UK) Ltd.;

2. la restante parte di azioni: ripartita tra *Asset / Investment Management companies* principalmente cinesi, con singole quote inferiori allo 0,5%.

La compagine azionaria attuale, rispetto a quanto osservato nell'ultimo periodo, risulta fortemente più concentrata sulla quota governativa. Si segnala inoltre l'uscita dall'azionariato di rilevanza di Gruppi americani, quali The Vanguard Group, Inc. (quota di ca. il 2,5% nel maggio 2023), Thornburg Investment Management, Inc. (quota di ca. il 2,9% nel maggio 2023), Horizon Kinetics Asset Management LLC (quota di ca. il 2,7% nel maggio 2023).

## 5. Capital Markets Union: *dove si giocano sfide, rischi e opportunità dei prossimi anni*

Nel contesto fin qui descritto, tra gli altri evidenziamo tre elementi a nostro avviso centrali dove si potranno giocare le sfide, i rischi e le opportunità per le Borse della *Capital Markets Union*:

1. il ***Post Trading***, area nella quale il superamento della frammentazione delle infrastrutture di Clearing e Settlement che caratterizza il mercato europeo risulta vitale per offrire più efficienza e competitività;
2. l'offerta ***Data***, ambito già estremamente redditizio, ma con ulteriori potenzialità grazie all'AI e alla crescita dei dati ESG;
3. i ***Digital Assets***, con opportunità di mercato sostanzialmente ancora inesplorate dall'Europa e dove il recente sviluppo del framework regolamentare (primo nel mondo a consolidarsi) potrebbe dare il via per iniziare a colmare il gap.

### 5.1. Capital Markets Union: focus Post Trading

*L'integrazione delle infrastrutture di Clearing e Settlement in Europa rappresenta una sfida decisiva per la competitività dei mercati finanziari del Continente, soprattutto se confrontata all'esperienza americana. La velocità del processo di razionalizzazione del Post Trading deciderà della capacità del Vecchio Continente di catturare nuovi capitali a supporto dello sviluppo economico.*

Questo fenomeno in Europa si manifesta attraverso la presenza di numerosi Sistemi Nazionali di Regolamento e Compensazione che operano in modo indipendente e con standard operativi spesso disomogenei.

Tale frammentazione comporta inefficienze operative, costi elevati e barriere all'entrata per gli operatori transfrontalieri, ostacolando la creazione di un Mercato Unico dei Capitali efficiente e competitivo. Nonostante gli sforzi dell'Unione Europea per armonizzare e centralizzare queste infrastrutture attraverso iniziative come Target2-Securities (T2S), permangono significative differenze tra i vari sistemi e gravi inefficienze in ambito di interoperabilità di Post Trading tra le Borse.

L'armonizzazione e la standardizzazione dei processi di *Settlement* e *Clearing* sono cruciali per migliorare l'operatività, ridurre i costi di transazione e facilitare l'accesso ai mercati finanziari europei.

L'analisi che segue si focalizza sul confronto tra EU/UK e USA con riferimento a:

1. *Settlement*: numero di Central Securities Depository (CSD) presenti in EU e UK rispetto a USA e confronto tra il valore totale delle transazioni regolate su T2S rispetto alle transazioni regolate sul circuito USA (la Depository Trust and Clearing Corporation -- DTCC);
2. *Clearing*: numero di Clearing House presenti in EU e UK rispetto a USA e numero dei contratti compensati su futures e opzioni.

### 5.1.1. Analisi CSD / CCP europee, UK vs Extra Europee

*L'Europa presenta 37 CSD nazionali, a differenza degli USA in cui opera un'unica istituzione. In Europa (inclusendo UK) sono presenti 18 Clearing House a fronte di 5 CCP in USA.*

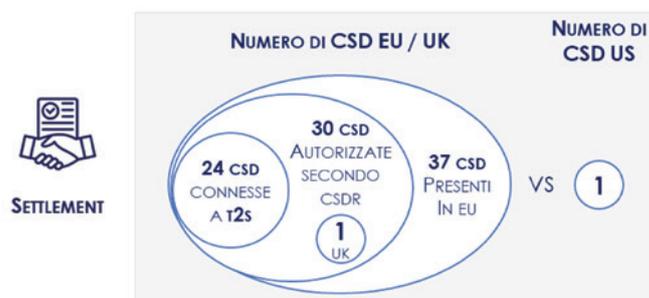


Fig. 1 - Numero CSD EU/UK vs US



Fig. 2 - Numero CCP EU/UK vs US

In Europa vi sono numerosi *CSD* nazionali (37) e, nonostante il numero crescente di *CSD* connesse a T2S (24), emerge una forte differenza rispetto agli USA in cui è presente un'unica istituzione (la Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC), che centralizza tutte le operazioni di Settlement dei diversi mercati americani garantendo una totale interoperabilità tra i mercati.

In ambito *Clearing* si presenta uno scenario simile: in Europa (UK inclusa) sono presenti 18 Clearing House, che spesso operano solo a livello locale; invece, in USA il mercato è caratterizzato da una forte centralizzazione: solo 5 CCP di dimensioni maggiori.

Le differenze tra le due aree geografiche sono il risultato di un modello storico verticale/domestic - based in Europa, in cui sia le *Clearing House*, sia i *CSD* sono posseduti dalle Borse di riferimento secondo una logica ormai anacronistica di auto-sufficienza a livello nazionale.

### 5.1.2. Analisi volumi europei, UK vs Extra Europe

*La frammentazione nelle infrastrutture di Post Trading si riflette soprattutto sui volumi di Clearing osservati in Europa, che risultano molto più contenuti rispetto al mercato americano.*



Fig. 3 – volumi transazioni regolate<sup>6</sup>

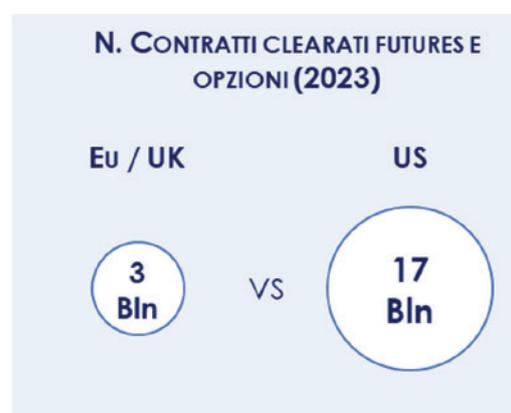


Fig. 4 – contratti compensati su futures e opzioni

Il confronto del valore delle transazioni regolate tra Target2-Securities (T2S) in Europa e la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) negli Stati Uniti evidenzia impor-

<sup>6</sup> Fonte: Target2-Securities Annual Report 2023 and DTCC Annual Report 2023 per Transazioni regolate; [www.fia.org](http://www.fia.org) per contratti etd clearati

tanti differenze dovute alla centralizzazione e all'ampiezza dei mercati serviti da queste due infrastrutture.

L'operatività US beneficia di un sistema altamente centralizzato che copre quasi tutte le transazioni in titoli negli Stati Uniti. Al contrario, T2S, sebbene centralizzi il Settlement per molti CSD europei, non copre tutte le transazioni né tutti i CSD presenti in Europa.

In ambito Clearing emerge lo stesso scenario con rilevanti differenze in termini di numerosità di contratti compensati.

### 5.1.3. Possibili vie di sviluppo per il Post Trading

***Driver regolamentari, industriali e operativi hanno già tracciato una linea di sviluppo concreta per favorire la razionalizzazione dell'infrastruttura europea.***

Al fine di superare la frammentazione di infrastrutture e processi di *Post Trading* in Europa e facilitare il percorso verso la *Capital Markets Union*, è necessario seguire e rinforzare le linee di sviluppo già delineatesi in ambito regolamentare, industriale e operativo.

#### Driver regolamentari

1. Armonizzazione di regole e market practice superando le resistenze locali al processo di consolidamento, con particolare focus sull'abbattimento delle barriere in ambito di emissione di strumenti finanziari, gestione degli eventi societari e delle procedure di insolvenza, oltre all'iter di autorizzazione per l'interoperabilità dei mercati.
2. *Re-shoring* in EU dell'operatività extra EU; in questo ambito sono da segnalare due novità regolamentari:
  - EMIR 3.0 (applicazione prevista a partire da Q2/Q3 2025). Tra gli altri requisiti, la normativa introduce l'obbligo di mantenere almeno un livello minimo<sup>7</sup> di attività di compensazione con *Clearing House* EU (cd. *Active Account Requirement - AAR*) al fine di ridurre la rilevanza sistemica delle *Clearing House* non-EU e stimolare la compensazione all'interno dell'Unione Europea. L'ambito di applicazione

---

<sup>7</sup> L'operatività con le *Clearing House* EU per le tipologie di strumenti indicate dovrà essere al di sopra di alcune soglie minime, in termini di numero di operazioni, che l'ESMA dovrà declinare. È prevista una esenzione per le Banche che compensano almeno l'85% dei contratti derivati in scope presso una *Clearing House* EU.

dell'AAR copre le categorie di derivati OTC soggetti a compensazione di importanza sistemica:

- derivati su tassi di interesse OTC denominati in Euro e Zloty polacchi;
  - derivati su tassi di interesse a breve termine (STIR) denominati in Euro.
- scadenza clausola equivalenza per UK: Il 30/06/25 scadrà l'attuale clausola di equivalenza per le CCP situate in UK e, se non verrà concessa un'ulteriore estensione, le Istituzioni Finanziarie Europee potrebbero essere soggette a penalizzazioni in termini di assorbimento di capitale dai trade compensati con CCP UK.

### Driver industriali

1. Sviluppo di un'offerta orizzontale tra CSD (merge tra le diverse CSD) e di un'integrazione verticale della catena del valore (merge tra CSD e Borse), con l'obiettivo di diminuire i costi di trasferimento cross-border di liquidità e securities tra le diverse CSD, e facilitare il regolamento tra i diversi mercati, dando così un rinnovato impulso alla competizione e alla liquidità come era negli intenti del regolatore europeo.
2. Efficientamento della catena del valore (*Trading, Clearing e Settlement*) tramite l'innovazione e la semplificazione di sistemi e servizi offerti alla clientela.

Segnali positivi in tal senso, ancorché ancora infra-gruppo, appaiono le azioni in corso di implementazione da parte del gruppo Euronext, quali:

1. l'Individuazione di Euronext Clearing (ex Cassa Compensazione e Garanzia) come «CCP of choice» per i mercati cash e derivati del Gruppo (post termine del contratto con LCH S.A.);
2. la centralizzazione in Euronext Securities della supervisione delle attività dei CSD locali.

### Driver operativi

1. Innovazione tecnologica, in particolare la valutazione di applicazioni dell'AI (principalmente per ottimizzare i processi di *Clearing* e *Settlement*, riducendo tempi e costi operativi) e *Digital Ledger Technology - DLT* (tenendo in considerazione l'evoluzione normativa – *DLT Pilot regime* - e la piena entrata in vigore del regolamento *MiCAR*).

2. A questo proposito, il gruppo Deutsche Börse ha avviato l'adozione di una piattaforma di *Post Trade* (D7) per la gestione end to end degli asset digitali.
3. Riduzione del ciclo di *Settlement* (da T+2 a T+1/T+0), al fine di diminuire il rischio di *Settlement fail*, di controparte e le inefficienze operative. A partire da maggio 2024 sui mercati USA, Canadese e Messicano, sono state riviste le tempistiche di regolamento per i mercati mobiliari abbreviando il ciclo di regolamento standard a un giorno lavorativo dopo la data di negoziazione (T+1).
4. Ora l'ESMA ha lanciato una "*Call for evidence*" al fine di valutare un possibile passaggio a cicli di regolamento ridotti (T+1/T+0), i cui risultati saranno pubblicati in un report atteso per il Q4 2024.

### 5.2. Capital Markets Union: focus Data

***Il 70% del mercato degli Index Provider, in costante ascesa, è nelle mani di 3 players (2 di questi non appartengono a Gruppi Borsistici) e vale da solo 5,8 \$mld. L'offerta Data nel suo complesso è destinata a crescere ancora portando con sé ulteriori fonti di ricavo per le Borse che sapranno sviluppare al meglio le opportunità legate ai dati ESG e all'AI.***

Il mercato degli *Index Provider* negli ultimi anni ha fatto registrare tassi di crescita dei ricavi elevatissimi arrivando nel 2023 al livello *record* di 5,8 \$mld (in crescita del 9% rispetto al 2022).

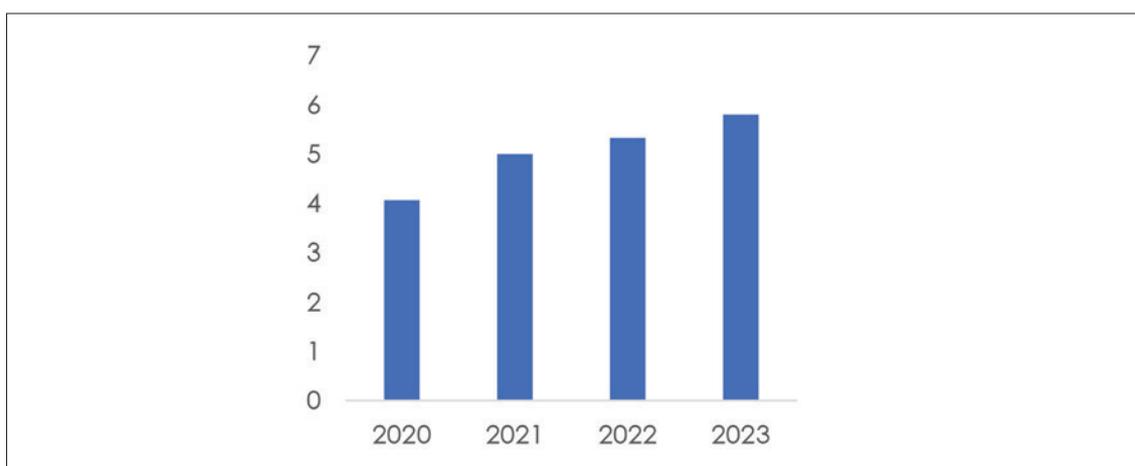


Grafico: Evoluzione ricavi da attività di index providing nel 2021 – 2023 – dati in USD billions

Fonte: Burton Taylor

Ampliando l'analisi al periodo 2020-2023 la crescita dei ricavi degli *Index Providers* appare ancora più marcata.

Infatti, dai circa 4 \$mld del 2020 si è passati ai 5,8mld del 2023 con un CAGR pari al 12%.

Questo florido mercato è dominato da un numero esiguo di soggetti.

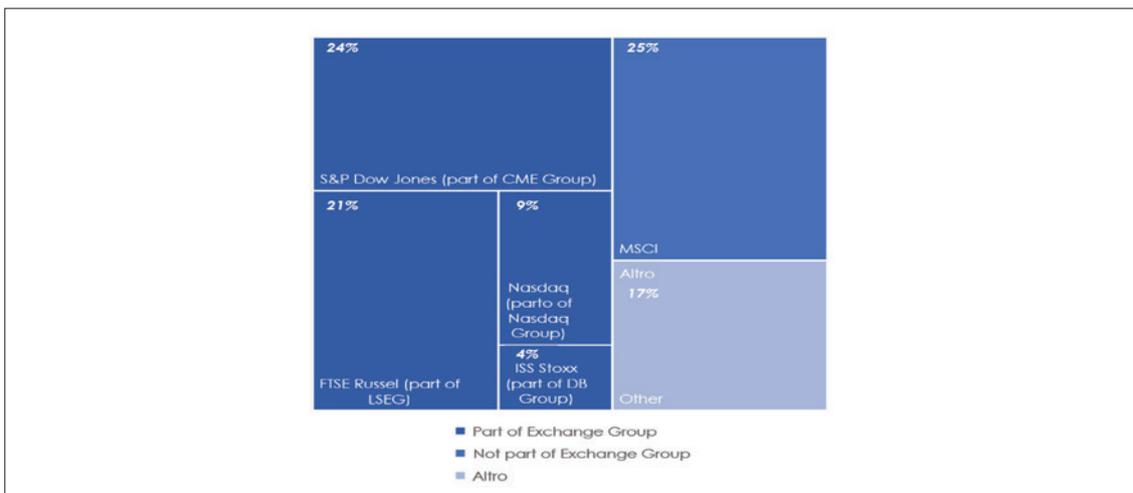


Tabella: Ripartizione dei ricavi da attività di index providing nel 2023 – dati in USD billions

Fonte: Burton Taylor

La *leadership* dei cosiddetti “*Big Three*”: S&P Dow Jones, FTSE Russel (Gruppo LSEG) e MSCI (insieme fanno circa il 70% dei ricavi a livello globale) deriva dall’ammontare di asset che utilizzano questi indici come *benchmark* o come indice di riferimento.

Secondo i dati Morningstar, infatti, tra i primi 20 indici (utilizzati come benchmark o indice di riferimento per un ammontare di asset pari a circa 20 USD trillion) del mercato azionario e obbligazionario più referenziati nell’industria dei fondi statunitensi solo 2 sfuggono all’oligopolio industriale MSCI / FTSE Russell / S&PDJI.

Molti degli *Index Provider* appartengono direttamente o indirettamente a Gruppi Borsistici: uno dei casi più rilevanti è sicuramente il già citato FTSE Russel, fiore all’occhiello del Gruppo LSEG.

Nonostante i tassi di crescita enormi è atteso un ulteriore incremento di questo mercato.

Basti pensare, ad esempio, all’impulso che porteranno al comparto i dati ESG e la nuova frontiera *analytics* legata all’AI.



Tabella: evoluzione ricavi da attività di index providing nel 2018 – 2022 – dati in EUR

Fonte: Elaborazione Be Consulting

A tal proposito, è suggestiva la crescita dei ricavi relativi ai dati ESG osservata nell'ultimo quinquennio: si sono raggiunti i 414€ mln nel 2022 con un tasso di crescita pari al 36% rispetto al 2018. Il trend è destinato a non fermarsi visto che la richiesta del mercato da una parte e i requisiti regolamentari *ESG* dall'altra determineranno una sempre maggiore quantità, ma anche tipologia di dati (cfr. *data-point*, *rating*, ecc.).

### 5.3. Capital Markets Union: focus Digital Assets

Negli ultimi dieci anni, gli asset digitali si sono sviluppati in modo significativo e hanno attirato notevole interesse da parte degli investitori. In questo ambito, il ruolo dell'Europa è ad oggi fortemente marginale, sebbene le spinte di business e il nuovo *framework* regolamentare possono rappresentare delle basi concrete per una crescita nel prossimo futuro.

#### 5.3.1. La capitalizzazione e i volumi di negoziazione del mercato degli asset digitali

*Il mercato dei digital asset è particolarmente concentrato: 10 asset rappresentano, rispettivamente, l'86% della capitalizzazione di mercato e il 64% del volume negoziato.*

Come si evince dai dati elaborati da ESMA, circa l'86% della capitalizzazione di mercato è concentrata in 10 *digital asset* su un totale di circa 3.700 presenti nel Q4 2023.

	Market capitalisation		Trading volume	
	bn USD	% market share	bn USD	% market share
Bitcoin	850	51%	1,432	19%
Ether	269	17%	565	7%
Tether	93	6%	2,216	29%
Binance Coin	48	3%	41	1%
Solana	43	3%	101	1%
Ripple	31	2%	127	2%
USD Coin	25	2%	259	3%
Cardano	20	1%	29	< 1%
Dogecoin	12	1%	47	1%
Toncoin	8	< 1%	2	< 1%
	<b>1,660</b>	<b>86%</b>	<b>4,820</b>	<b>64%</b>

Tabella: Capitalizzazione di mercato e trading volume per digital asset - Fonte: ESMA

Dalla stessa analisi emerge, inoltre, la predominanza di due digital asset: **Bitcoin** **Ether** che, insieme, rappresentano circa il 68% della capitalizzazione complessiva.

È interessante sottolineare, d'altra parte, la crescita delle *stablecoin* (ossia *asset* digitali che si propongono di mantenere un valore stabile ancorandolo, ad esempio, ad una valuta avente corso legale). Ad esempio, Tether rappresenta il 29% dei volumi di negoziazione totali, superiore al volume scambiato, ad esempio, su Bitcoin.

Tale dinamica è motivata dal fatto che i volumi di negoziazione relativi alle operazioni di scambio di digital asset con *stablecoin* si attestano tra il 50% e l'80% del controvalore complessivo negoziato.

Di contro, lo scambio di *digital asset* con valuta fiat (ossia valuta avente corso legale) rappresenta una quota minoritaria.

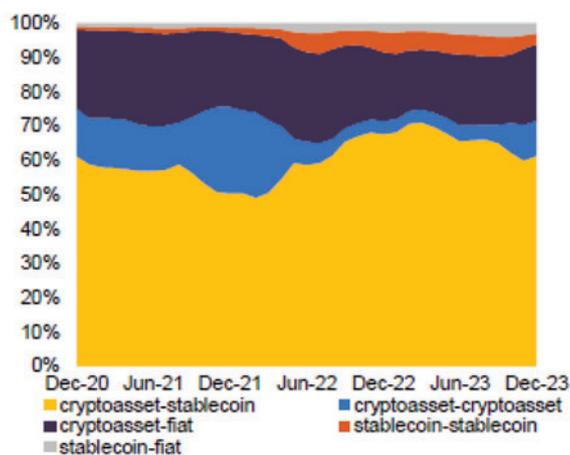


Grafico: Evoluzione della capitalizzazione mercato per digital asset - Fonte: ESMA

Le valute maggiormente scambiate con *asset* digitali sono il dollaro statunitense e il Won sudcoreano.

Se il dato sul dollaro statunitense non sorprende, considerando il ruolo centrale ricoperto da questa moneta sui mercati finanziari “tradizionali”, l’uso del won sudcoreano è trainato dai volumi di scambio nelle Borse sudcoreane, in particolare Upbit.

Inoltre, una spinta alla crescita dei volumi è data dalla crescente popolarità dei *digital asset* tra i sudcoreani e dall’atteggiamento non ostile del governo sudcoreano verso questo mercato.

L’euro, invece, gioca solo un ruolo minore, con una quota relativamente stabile intorno al 10%.

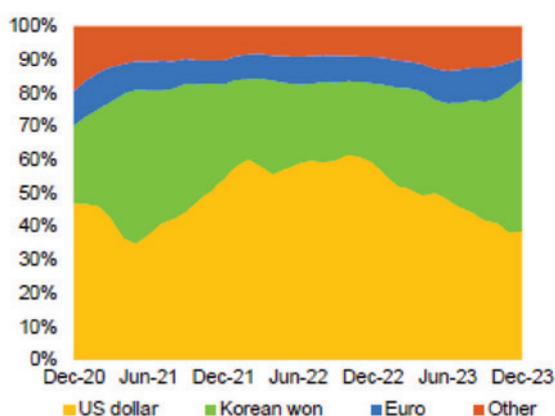


Grafico: Evoluzione dell’utilizzo di moneta fiat in transizioni relative a digital asset - Fonte: ESMA

### 5.3.2. I principali *crypto-exchange*

*Il mercato dei crypto-exchange vede l’Europa ancora come fanalino di coda; i principali operatori, infatti, sono residenti in paradisi fiscali o in Asia / America.*

**Il mercato dei *crypto-exchanges*, così come quello degli *digital asset*, è contraddistinto da un’elevata concentrazione.**

In particolare, i primi 10 *exchanges* di digital asset catalizzano su di sé circa l’88% del controvalore complessivo.

In questa classifica appare evidente il ruolo ricoperto da Binance che, da solo, rappresenta il 49% della quota di mercato totale.

Exchange	Trading Volume (bn USD)	YoY (%)	Market Share (%)	YoY (pp)
Binance	3,711	- 32%	49%	+ 10pp
UPbit	523	- 26%	7%	+ 2pp
OKX	475	- 48%	6%	± 0pp
Coinbase	462	- 44%	6%	± 0pp
Bybit	336	+ 378%	4%	+ 4pp
Huobi	276	- 29%	4%	+ 1pp
Uniswap	251	- 48%	3%	± 0pp
Kraken	220	- 45%	3%	± 0pp
KuCoin	197	- 59%	3%	- 1pp
MEXC	191	NA	3%	NA
	<b>6,643</b>		<b>88%</b>	

Tabella: Evoluzione del trading volume per Crypto Exchange - Fonte: ESMA

Il ruolo di Binance, quale mercato di riferimento sul comparto dei *digital asset*, è confermato anche dall'analisi dell'ultimo triennio.

In tale periodo, infatti, questa Borsa ha acquisito quote di mercato crescenti fino a raggiungere il picco al termine del 2022 con circa il 70% del volume negoziato.

Gli altri mercati, invece, appaiono molto distanti con quote inferiori al 10%.

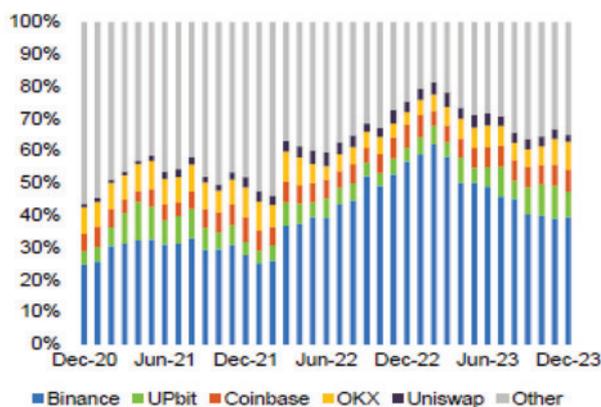


Tabella: Evoluzione del trading volume per Crypto Exchange  
Fonte: ESMA

Dal punto di vista geografico (ossia attribuendo i volumi ai mercati ai Paesi / Aree geografiche presso cui i *crypto-exchange* hanno il proprio *headquarter*) appare evidente che circa il 50% dei volumi complessivi è attribuibile a quelli che hanno il proprio *headquarter* nei paradisi fiscali.

I mercati dell'Asia Pacifico con il 30% e il Nord – Centro America con una quota vicina al 20% completano il quadro relegando l'Europa ad una quota pari a circa l'1% del valore totale.

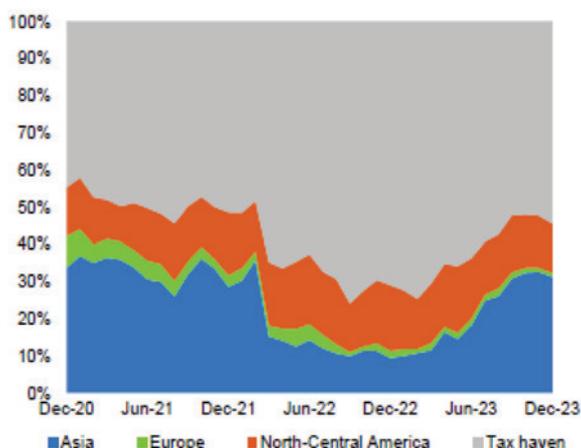


Tabella: Evoluzione del trading volume sulla base del luogo geografico presso cui i Crypto Exchange hanno i propri headquarte - Fonte: ESMA

### 5.3.3. I trend di mercato e il driver regolamentare quale possibile leva di sviluppo in Europa

*L'avvento di una regolamentazione dedicata e soprattutto il crescente interesse da parte degli operatori finanziari verso gli asset digitali, potrebbero dare ora linfa al mercato europeo rendendolo finalmente competitivo.*

Rappresentano un esempio concreto di un'inversione di tendenza già in atto:

1. L'Ingresso dei mercati «tradizionali» nel business dei digital asset mediante la creazione di segmenti dedicati (Deutsche Börse Digital Exchange (Dbdx), Borsa di Stoccarda Digital (BSD));
2. La formalizzazione di specifiche richieste di autorizzazione ad operare come DLT MTF sulla base dei requisiti prescritti dal DLT Pilot regime;
3. L'Europa quale *frontrunner* nella regolamentazione dei digital asset: l'entrata in vigore del DLT Pilot Regime, la prossima entrata in vigore del Regolamento Mi-

CAR e il decreto Fintech approvato in Italia rappresentano tre pietre angolari che differenziano l'Europa rispetto ad altre geografie ancora caratterizzate da una certa confusione nel disciplinare la materia ed in particolare le regole di sorveglianza (si veda ad esempio l'America);

4. Le importanti sperimentazioni già ben avviate in materia di regolamento/post-trading mediante Euro digitale *Wholesale*. L'Eurosistema sta, infatti, valutando l'introduzione di un Euro digitale wholesale nei processi di regolamento per creare un ecosistema interamente basato su tecnologia DLT improntato all'efficienza degli scambi;
5. L'ormai ampia la diffusione di strumenti finanziari tradizionali con sottostante asset digitali anche sui mercati Europei (ad es. *futures* e opzioni su Bitcoin).



## 6. AUTORI

### **Be Shaping The Future (parte del Gruppo Engineering)**

**Anna Kunkl**

*Senior Partner*

Email: a.kunkl@be-tse.it

Mobile: +39 349 4728198

Office: Milano | Piazza Affari, 2

**Alessandro Ferrante**

*Partner*

Email: a.ferrante@be-tse.it

Mobile: +39 3474081936

Office: Roma | Viale dell'Esperanto, 71

**Nicoletta Paolucci**

*Senior Manager*

Email: n.paolucci@be-tse.it

Mobile: +39 3485750438

Office: Roma | Viale dell'Esperanto, 71

**Amedeo Altamura**

*Senior Manager*

Email: a.altamura@be-tse.it

Mobile: +39 3472559080

Office: Milano | Piazza Affari, 2

**Michele Tritto**

*Manager*

Email: m.tritto@be-tse.it

Mobile: +39 3425203485

Office: Milano | Piazza Affari, 2



**RIVISTA PERIODICA  
DELL'ASSIOM FOREX**

*Direttore Responsabile:*  
*Claudia Segre*

*Direttore:*  
*Antonio Zavettieri*

*Comitato di Redazione:*  
*Antonio Attanasio*  
*Aris Baraviera*  
*Filippo Capaccioli*  
*Edoardo Montalbano*  
*Michele Paciello*  
*Clelia Pizzalli*

*Editrice:*  
*Assiom Forex*  
*Via Monte Rosa, 17 - 20149 Milano*  
*Anno Costituzione: 2009*

*Progetto Grafico/Stampa:*  
*TATAK S.r.l.s.*  
*20089 Rozzano (MI)*

*Pubblicazione redatta  
in collaborazione con  
Be | Shaping the Future Engineering Group*

*Registrazione:*  
*Tribunale di Milano*  
*N.D.*



# ASSIOM FOREX®

ASSOCIAZIONE OPERATORI DEI MERCATI FINANZIARI

## I CORSI ASSIOM FOREX



ISO 9001  
BUREAU VERITAS  
Certification



### AREE TEMATICHE

Abusi di Mercato  
Advanced Fixed Income  
ALM  
Analisi Tecnica  
Blockchain Bitcoin  
Certificati  
Commodity Risk Management  
Derivati  
Equity Portfolio  
FX Market Base  
Gestione Dinamica dei Portafogli di Tesoreria  
Post Trading Obbligazionario e Azionario  
Regolamento DORA  
Trading Azionario  
Trading Obbligazionario

I corsi ASSIOM FOREX sono tenuti da manager, professionisti e operatori appartenenti ai principali gruppi bancari e società di consulenza, con solide basi teoriche ma che portano in aula anche l'esperienza diretta sui mercati.

ASSIOM FOREX Servizi S.r.l. è certificata ISO 9001:2015 per la progettazione ed erogazione di corsi di formazione. Tutti gli istituti creditizi e assicurativi potranno quindi richiedere i finanziamenti erogati dal Fondo Banche e Assicurazioni (FBA) a copertura dei costi, per coloro che partecipano ai nostri corsi. Per maggiori informazioni consultare il sito <http://www.fondobancheassicurazioni.it/>

# Your Partner for Pioneering Financial Solutions

In the dynamic world of finance, **Be | Shaping the Future** stands as a premier partner, offering the expertise of over 2000 specialized professionals in six competence centers.

Trading,  
Risk Management,  
Regulatory

Commercial  
Banking

Payments,  
Issuing & Acquiring

Digital Engagement  
& Entertainment

Data Governance  
& Analytics

Architecture,  
Cyber & Tech