



© iStock - 007

Londra chiama Francoforte risponde

Il nuovo gruppo, nato dalla fusione delle due borse, assumerebbe una dimensione tale da poter resistere alla concorrenza americana e asiatica, con potenziali benefici anche per Piazza Affari

di Roberto Ruozi

Il 16 marzo 2016 i consigli di amministrazione del London Stock Exchange Group PLC (LSEG) e della Deutsche Börse AG (DBAG) hanno annunciato ⁽¹⁾ di aver raggiunto un accordo per fondersi. A capo del nuovo gruppo ci dovrebbe essere una holding

company britannica che dovrebbe acquisire LSEG e anche DBAG, tramite un'offerta di scambio azionario rivolta a tutti gli azionisti della stessa DBAG. L'acquisizione di LSEG dovrebbe essere effettuata secondo il codice della City e l'offerta di DBAG secondo la legge tedesca sulle acquisizioni e sulle fusioni. Al termine della suddetta operazione gli azionisti di LSEG dovrebbero possedere il 45,6 per

cento del capitale della holding e quelli di DBAG il rimanente 54,4 per cento. La holding dovrebbe avere sede nel Regno Unito, essenzialmente per motivi di convenienza fiscale. Le due componenti del nuovo gruppo dovrebbero mantenere la propria indipendenza operativa e i propri quartieri generali nelle due città in cui operano attualmente. Il consiglio di amministrazione della nuova unità dovrebbe

⁽¹⁾ Recommended All-share Merger Between London Stock Exchange Group PLC and Deutsche Börse AG, London, 16.3.2016.

be comprendere sedici persone, di cui sette nominate da ciascuna delle due componenti.

Gli obiettivi dell'operazione

L'operazione, secondo i promotori, dovrebbe perseguire almeno i seguenti obiettivi:

- realizzare una combinazione di forte complementarità fra le direzioni operative e i portafogli prodotti delle due borse, di cui dovrebbe accelerare lo sviluppo e rafforzare qualitativamente e quantitativamente l'offerta alla clientela;

- tramite il rafforzamento della posizione nel mercato globale delle infrastrutture finanziarie, migliorare la capacità di adattamento ai mutamenti dell'ambiente operativo e delle regolamentazioni, rafforzare la competitività creando le premesse per una migliore soddisfazione dei bisogni della clientela;

- assumere una posizione di leadership mondiale in molti settori fra loro interconnessi, come i derivati, le azioni, le obbligazioni, i future e i prodotti energetici, con una migliore assistenza dei clienti sia prima sia durante e dopo la conclusione delle operazioni.

Con particolare riferimento ai rapporti con i clienti e ai mutamenti dell'ambiente operativo nei riguardi delle operazioni effettuate per loro conto, i promotori della fusione hanno inoltre affermato che la fusione dovrebbe consentire di:

- costituire un partner pressoché obbligatorio per molti clienti, che potrebbero essere assistiti nel controllo dei costi e nel rispetto degli obblighi regolamentari in materia di requisiti patrimoniali e di compliance;

- assicurare l'accesso non discriminatorio a tutte le più importanti at-

tività del gruppo nel rispetto delle norme europee;

- posizionarsi in modo da rispondere rapidamente alle mutevoli esigenze di negoziazione nei mercati del reddito fisso rispettando le esigenze di risk management dei *dealers* e dei clienti;

- consentire agli emittenti l'accesso a una maggiore liquidità e a una base di investimenti più ampia, creando un prezioso ecosistema per il finanziamento delle società in tutti gli stadi del loro sviluppo, contribuendo quindi alla realizzazione di un vero mercato europeo dei capitali;



- porre in essere in continuazione soluzioni innovative anche nel campo della fornitura di informazioni, specie utilizzando alcune unità che nel nuovo gruppo verrebbero potenziate;

- consentire un'offerta migliore di servizi globali ai clienti con il rafforzamento di diverse piattaforme europee aventi forte presenza negli Stati Uniti e in Asia, inclusa ovviamente la Cina.

Alcuni auspicati vantaggi dell'operazione

Sempre secondo i promotori, l'operazione dovrebbe dare importanti vantaggi ai centri finanziari di Londra e di Francoforte sia sul piano interno sia su quello internazionale. In particolare:

- metterebbe insieme Londra, centro finanziario globale di primissima importanza, con Francoforte, sede della BCE e punto di accesso dell'Europa allargata;

- dovrebbe rafforzare i legami fra

l'economia reale e quella finanziaria, producendo benefici per i clienti e contribuendo alla stabilità finanziaria del mercato europeo;

- la combinazione fra Londra, Francoforte e Milano (dove ha sede Borsa Italiana SpA, che appartiene a LSEG) dovrebbe dar vita a una piattaforma per il finanziamento e la promozione dello sviluppo economico delle società europee e potrebbe attrarre anche società americane e asiatiche che sono alla ricerca di opportunità di investimento;

- il ponte di liquidità che si stabilirebbe fra i mercati secondari delle tre città consentirebbe l'accesso della clientela a una più ampia gamma di titoli, servizi e offerte anche a livello di pre-IPO;

- il nuovo gruppo diventerebbe leader mondiale nel mercato dei titoli a reddito fisso e potrebbe an-

che offrire alle banche importanti supporti per le loro operazioni di repo, specie per il *clearing* e il *settlement*.

Risultati economici dell'operazione

Le argomentazioni addotte da LSEG e DBAG appaiono sensate e sono state ampiamente dettagliate nel prospetto con il quale LSEG ha lanciato l'offerta (2). Ciononostante vi è chi ne ha chiesto un ulteriore approfondimento, che peraltro finora non c'è stato. Tale richiesta è stata fatta soprattutto da diverse autorità pubbliche interessate in un'operazione che potrebbe avere un forte impatto su una struttura di pubblico interesse come la borsa e anche dai regolatori, ai quali spetterebbero decisioni importanti per l'autorizzazione dell'operazione e per la definizione delle sue caratteristi-

(2) P. Jenkins, «City Grandees Split over LSE Merger», *The Financial Times*, 28.3.2016.



La fusione potrebbe dar vita a un colosso finanziario leader non solo europeo, ma anche mondiale

che giuridiche, economiche e finanziarie (3).

Per entrare un po' più addentro nella questione, i promotori hanno fornito alcuni dati importanti e hanno affermato che:

- il nuovo gruppo dovrebbe essere in grado di creare valore mettendo la clientela al centro della sua attenzione, massimizzando le efficienze, semplificando e armonizzando le strutture;

- le due unità oggetto dell'operazione hanno del resto una lunga e consolidata esperienza in materia di fusioni, che hanno in effetti finora dato risultati estremamente positivi;

- i risparmi di costi consentiti dalle sinergie dovrebbero assestarsi sui 450 milioni di euro l'anno, pari a circa il 20 per cento del totale dei costi operativi del nuovo gruppo. A essi dovrebbero aggiungersi rispar-

mi *una tantum*, quindi non ricorrenti, per circa 600 milioni di euro;

- tali risparmi, che si dovrebbero aggiungere a quelli che autonomamente sono attesi dalle due unità di base, sarebbero dovuti essenzialmente all'efficientamento delle strutture informatiche e all'eliminazione di una serie di duplicazioni sia nelle unità centrali sia in quelle produttive;

- significative opportunità dovrebbero infine essere create dall'allargamento della gamma dei prodotti e dei servizi offerti alla clientela e da una nuova spinta all'innovazione fornita da un migliore e maggiore utilizzo di alcune unità specializzate già presenti nelle due borse.

Come è facilmente comprensibile, gran parte dei suddetti risparmi di costi sarebbe ottenuta con la ridu-

zione delle risorse umane impiegate (4). In proposito si è parlato di una possibile dismissione di 1250 persone in cinque anni su un totale occupati pari a circa 9000 unità, di cui circa il 60 per cento in DBAG e il 40 per cento in LSEG (5).

Il posizionamento della nuova holding

Onde comprendere adeguatamente l'importanza della progettata fusione fra LSEG e DBAG si presentano alcuni prospetti (tutti di fonte LSEG), il primo dei quali (Figura 1) descrive la complessità dei due gruppi, la presenza in essi di numerose e diversificate unità la cui unione potrebbe dar vita a un colosso finanziario di primissimo ordine, leader non solo europeo ma anche mondiale, come dimostrano anche i prospetti riguardanti la sua posizione in materia di ricavi tota-

(3) Application for Admission to the Premium Listing Segment of the Official List of the UK Listing Authority and to Trading on the London Stock Exchange's Main Market for listed Securities and to a Prime Standard Listing and Trading on the Regulated Market of the Frankfurt Stock Exchange of up

to 344.919, 586 Hold Co. Shares, London, 1.6.2016.

(4) P. Stafford, «D Börse and LSE Close in on Blue-chip Merger», *The Financial Times*, 17.3.2016.

(5) L. Maisano, «LSE- Deutsche Börse farà 1.250 tagli», *Il Sole 24 Ore*, 2.6.2016 e A. Maussauoi e

J. Shotter, «LSE-D Börse to Lay Off 1.250 in Pursuit of € 450m Savings», *The Financial Times*, 2.6.2016. In quest'ultimo articolo si accenna peraltro anche al fatto che nel corso degli anni il nuovo gruppo dovrebbe assumere circa 500 persone per gestire al meglio le nuove opportunità produttive e distributive.

figura 1 | struttura del nuovo gruppo risultante dalla fusione LSEG-DBAG

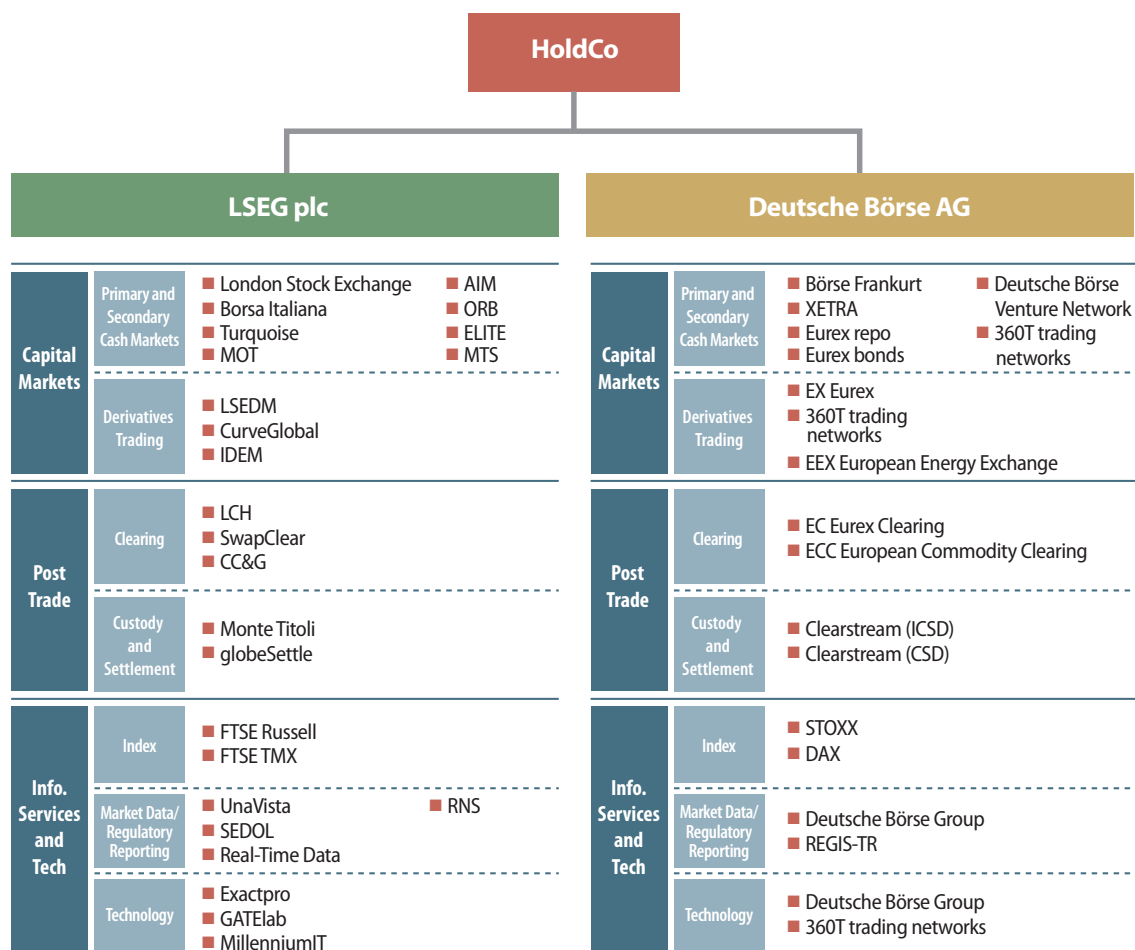


figura 2 | ricavi totali nel 2015 (miliardi di euro)

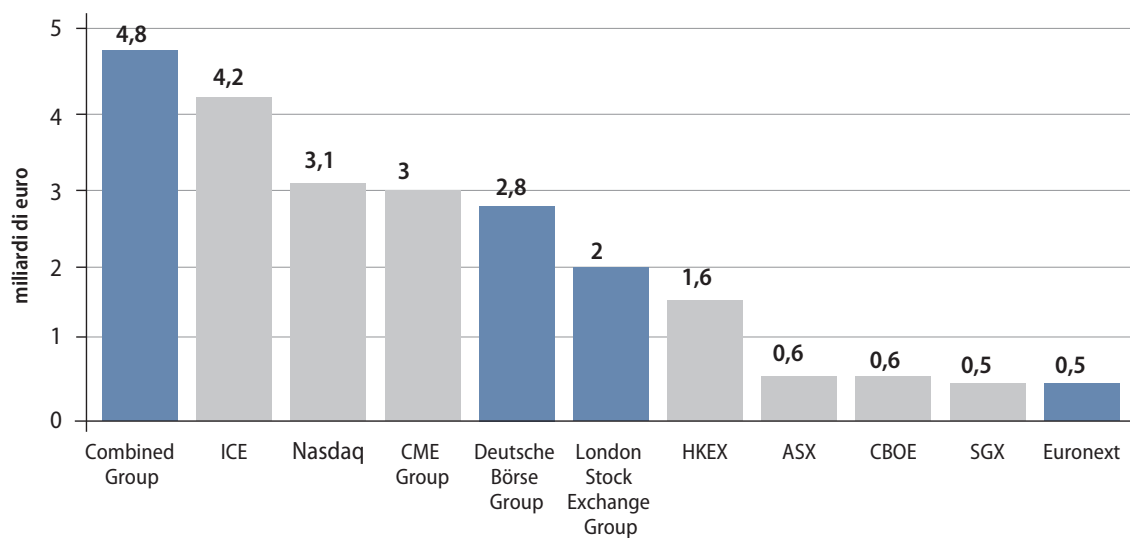
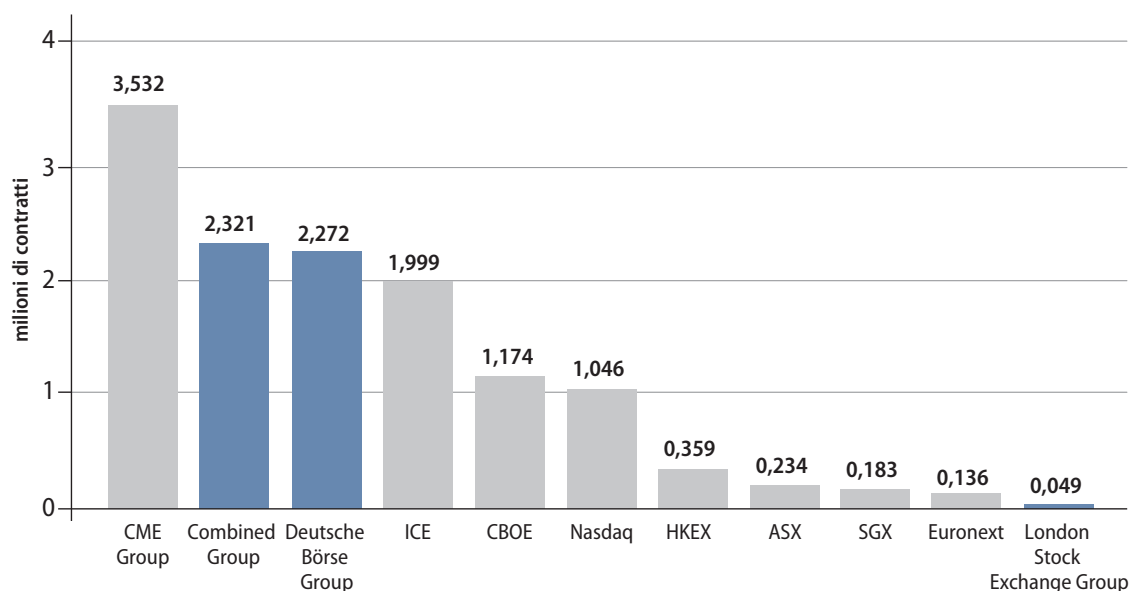


figura 3 | contratti derivati negoziati nel 2015 (milioni)



li (Figura 2), di presenza nel mercato dei derivati (Figura 3) e dei titoli azionari europei (Figura 4), di attività nel settore della compensazione (*clearing*) e della custodia dei titoli (*custody*) (Figura 5). Quanto vale a questo proposito vale, più o meno, anche per le altre numerose e diversificate attività del nuovo gruppo. Come si può notare, la presenza delle unità italiane è tutt'altro che marginale e non stupirebbe che esse – come vedremo successivamente – potessero essere potenziate nella nuova realtà basata appunto essenzialmente su Londra, Francoforte e Milano.

Le prime reazioni

Le prime reazioni all'annuncio dell'operazione sono state abbastanza buone. In particolare, alcuni importanti consulenti specializzati negli investimenti azionari han-

no diffuso dei memorandum informativi positivi ipotizzando che essa avrebbe prodotto un discreto rialzo del prezzo delle azioni del LSEG (6).

I dubbi maggiori hanno riguardato problemi puramente tecnici specie a proposito delle transazioni sui derivati e sugli swap, e dell'eventuale fusione delle *clearing houses* dei due gruppi, ma essi sono stati dissolti dalle affermazioni del numero uno di LSEG, il quale ha affermato che tali *clearing houses* rimarrebbero separate e quindi i loro rischi non cambierebbero, così come non cambierebbero quelli connessi con le modalità di utilizzo dei collateral e dei margini richiesti ai clienti a garanzia degli scambi da essi promossi (7).

L'utilità della fusione è stata peraltro sottolineata più volte dai vertici delle due borse. Il numero uno di DBAG ha addirittura dichiarato

che essa è un obbligo per l'Europa, indispensabile per trasformarla in una vera e propria protagonista del mercato finanziario globale (8).

L'operazione non è stata molto discussa nel nostro paese, quasi che non ci riguardasse. Essa invece ci interessa da vicino visto che il gruppo Borsa Italiana SpA, comprendente Montetitol SpA, Cassa di Compensazione e Garanzia SpA, MTS SpA, EuroTLX Sim SpA e altre unità importanti, appartiene a LSEG e quindi ne seguirà le sorti.

La sola voce italiana di rilievo che si è espressa sugli effetti che la fusione potrebbe produrre anche nel nostro paese è stata quella dell'amministratore delegato di Borsa Italiana SpA, in un'intervista rilasciata al *Sole 24 Ore* del 29 marzo 2016 (9). In quell'occasione Raffaele Jerusalmi ha preso atto

(6) Si vedano i memorandum di Citi Research e di Keefe Bruyette & Woods diffusi rispettivamente il 17 e il 16 marzo 2016.

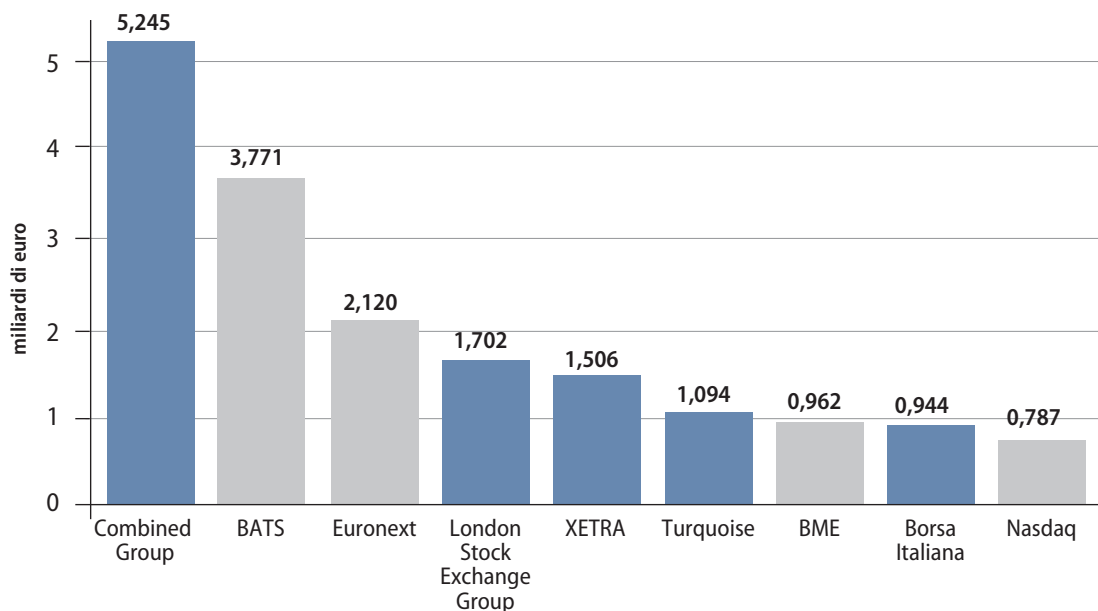
(7) P. Stafford, «LSE Combination Spawns Derivatives Doubts», *The Financial Times*, 6.4.2016; D. Wighton, «LSE Chief: Merger

Won't Raise Risk», *The Wall Street Journal*, 7.4.2016; R. Murgida, «Rolet: la fusione LSE-Deutsche Börse non crea rischi», *Milano Finanza*, 7.4.2016; P. Stafford, «Deutsche Börse and LSE Plan to Unite Clearing», *The Financial Times*, 20.4.2016.

(8) P. Stafford, «Deutsche Börse Says LSE Deal is Good for Sector», *The Financial Times*, 8.6.2016.

(9) A. Olivieri, «Deutsche Börse-LSE, vince il modello federale», *Il Sole 24 Ore*, 29.3.2016.

figura 4 | azioni europee, volumi scambiati nel 2015 (miliardi di euro)



che l'entrata di Borsa Italiana SpA nel gruppo LSEG cinque anni fa ha già prodotto importanti risultati positivi, come l'aumento dei ricavi e del margine lordo del gruppo, che sono saliti del 20 per cento, consentendo anche l'aumento degli addetti, cresciuti di 50 unità nel periodo. Altro risultato positivo è stato l'incremento dei clienti internazionali. Egli ha anche affermato che Borsa Italiana SpA è stata parte attiva nelle negoziazioni fra Londra e Francoforte e che le prospettive dell'integrazione per il nostro mercato sono estremamente interessanti, per esempio nel settore dei derivati. In sostanza, Jerusalmi conclude che:

«Il ponte di liquidità fra Londra-Francoforte-Milano che deriverebbe dall'integrazione delle tre società si prospetta molto interessante. Come pure la piattaforma per il reddito fisso che potrebbe aiutare a sviluppare ul-

teriormente l'MTS e il nostro mercato dei bond. Senza dimenticare il progetto Elite, per avvicinare le piccole e medie imprese al mercato dei capitali, che potrebbe ampliare il suo raggio d'azione».

Molte delle considerazioni di Jerusalmi si basano del resto sulla constatazione che l'autonomia, di cui Borsa Italiana SpA ha potuto godere dopo l'ingresso nel gruppo LSEG, sarebbe mantenuta anche dopo la fusione con DBAG. La nuova unità sarebbe infatti gestita nell'ambito di un modello federale mirante a combinare al meglio le sinergie all'interno del gruppo con le peculiarità delle sue singole componenti. Il problema è certamente importante per la piazza di Milano, dove Borsa Italiana SpA è una struttura finanziaria chiave.

Anche a livello generale non ci sono stati particolari commenti negativi, anzi la fusione è stata considerata talmente interes-

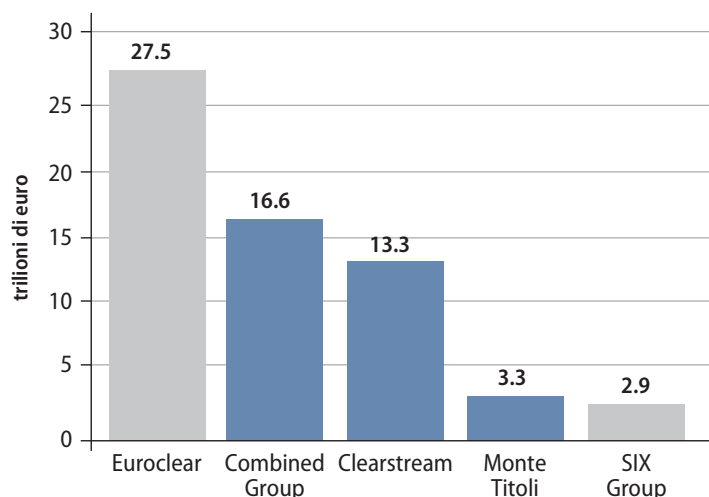
sante da far sì che si diffondesse la notizia che un'altra grande borsa, l'americana Intercontinental Exchange Inc. (ICE), leader mondiale nel settore dei futures e dei mercati azionari operante anche tramite il New York Stock Exchange, avrebbe potuto avanzare un'offerta alternativa per acquisire LSEG. In verità già il primo marzo 2016 ICE aveva diffuso un comunicato stampa in cui aveva scritto che stava considerando di avanzare questa offerta, per la qual cosa aveva bisogno di una serie di informazioni che all'epoca non erano disponibili e che non riuscì comunque a procurarsi, al punto da indurla a cancellare l'ipotesi (10). A questo proposito accusò il gruppo londinese di mancata collaborazione (11). In effetti LSEG non aveva visto con favore la potenziale offerta di ICE, anche se quest'ultima era sembrata ben accetta dal

(10) Intercontinental Exchange Statement Regarding No Intention to Make an Offer for London Stock Exchange Group PLC ("LSEG"), 4.5.2016,

commentato da E. Henning, G. Turner, L. Beilfuss, «ICE Won't Make Offer for U.K. Exchange», *The Wall Street Journal*, 5.5.2016.

(11) P. Stafford, «ICE Attacks London Stock Exchange Over Shelved Bid», *The Financial Times*, 7/8.5.2016.

figura 5 | valori in custodia nel 2015 (€/trl)



mercato, al punto da penalizzare le relative azioni allorché fu pubblicato l'annuncio della sua cancellazione (12).

Gli strascichi della vicenda ICE e l'avvicinarsi del referendum sull'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea previsto per il 23 giugno sono stati invece pesanti. Un altro importante consulente internazionale, per esempio, diffuse un memorandum informativo in cui pose seri dubbi sulle possibilità di realizzazione sia della fusione di LSEG con DBAG sia sull'acquisizione della prima da parte di ICE. Nel memorandum venivano peraltro riaffermati i rischi nelle due operazioni e si era dipinta una borsa londinese destinata a rimanere *stand-alone* ancora a lungo. Ciononostante il memorandum aveva previsto un sostanziale aumento del corso di borsa delle azioni del LSEG (13).

Il fantasma della Brexit

Preso atto che l'offerta di LSEG è stata lanciata il primo giugno 2016, l'assemblea degli azionisti della stessa LSEG, che avrebbe dovuto decidere la fusione con DBAG, era stata convocata per il 4 luglio 2016, quindi una decina di giorni dopo il referendum, le cui sorti avrebbero sicuramente avuto influssi sulla fusione.

Era infatti evidente che, nel caso in cui fosse prevalsa la tesi dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea, qualche difficoltà sarebbe inevitabilmente sorta, come in effetti è puntualmente accaduto.

Allorché sono stati resi noti i risultati del referendum, infatti, sono iniziate le critiche, soprattutto da parte tedesca. In Germania alcune voci autorevoli hanno affermato di ritenere inaccettabile che la holding abbia sede in un paese estraneo all'Unione. Con l'occasione è stato

anche dichiarato che la Brexit avrebbe fatalmente provocato il declino della piazza finanziaria londinese, il che sarebbe stato incompatibile con il raggiungimento degli sviluppi auspicati nel documento programmatico del 16 marzo 2016 (14).

Nonostante questi dubbi LSEG e DBAG hanno emesso il 24 giugno un comunicato congiunto nel quale hanno affermato che il risultato del referendum non avrà alcuna conseguenza di rilievo sulla fusione, la cui validità è stata riaffermata dai due contraenti.

Tali rassicurazioni hanno contribuito alla calma e i mercati non hanno dato particolari segni di nervosismo. Del resto l'assemblea del 4 luglio si approssimava e noti consulenti di investimento hanno diffuso quasi contemporaneamente dei memorandum informativi sulla fusione, di cui hanno riaffermato la validità, invitando gli azionisti di LSEG a votare a suo favore in occasione dell'assemblea (15).

La calma è continuata anche dopo uno strano intervento di François Hollande, contrario a una borsa europea con sede fuori dell'Unione e favorevole, per contro, a trasferire a Parigi almeno il mercato europeo dei derivati e le attività di *clearing* (16) e nonostante un pesante articolo apparso sul *Financial Times* il 30 giugno, in cui la fusione veniva dichiarata letteralmente «morta», affermando anche che l'azione del comitato composto da sei persone di LSEG e DBAG per analizzare e gestire i potenziali problemi nati da Brexit sarebbe stata un'ulteriore perdita di tempo e di soldi degli azionisti per una

(12) G. Meyer, P. Stafford, A. Massoudi, «LSE Shares Fall as ICE Walks Away», *The Financial Times*, 5.5.2016.

(13) Exane BNP Paribas, *London Stock Exchange, ICE Bid and Brexit*, 26.4.2016.

(14) P. Stafford, J. Shotter, «Brexit Vote Threatens \$20bn LSE-Deutsche Börse Merger», *The Financial Times*, 25/26.6.2016 e A. Lusardi, «La Germania frena sulla fusione LSE-Deutsche Börse», *Milano Finanza*, 29.6.2016, che con-

fermano quanto già anticipato da G. Chazan, «Deutsche Börse-LSE Tie-up Hits Opposition», *The Financial Times*, 11.4.2016, che riporta dichiarazioni di importanti personalità tedesche sul futuro della City. Su quest'ultimo problema, del resto, dopo il referendum sono stati versati fiumi di inchiostro che qui non riporto ritenendoli noti.

(15) Si tratta dei memorandum informativi di IVIS (Institutional Voting Information Ser-

vice), Glass Lewis e ISS (Institutional Shareholder Service) diffusi fra il 17 e il 21 giugno 2016, commentati da E. Henning, «LSE Merger Gains Backers», *The Wall Street Journal*, 23.5.2016.

(16) A. Olivieri, «LSE, Hollande apre il fronte del clearing», *Il Sole 24 Ore*, 30.6.2016 e E. Comelli, «Derivati, la (solitaria) guerra di Hollande», *Corriere economia*, 4.7.2016.

transazione che non ha più alcun senso (17).

Deboli effetti ha avuto anche la lettera della CONSOB al LSEG, con la quale l'autorità italiana ha chiesto di avviare un dialogo per analizzare e gestire le conseguenze che la fusione avrebbe potuto avere per la piazza finanziaria milanese (18). A quest'ultimo proposito è stato peraltro anche detto che vi sarebbero potuti essere effetti positivi da Brexit per la nostra piazza finanziaria, dove avrebbero potuto approdare alcune delle attività oggi svolte a Londra (19).

In realtà, nel complesso, c'è stata molta confusione in argomento e questo ha facilitato lo svolgimento dell'assemblea del 4 luglio. In effetti il 99,92 per cento degli azionisti di LSEG in tale assemblea ha approvato la fusione e conseguentemente l'offerta di concambio azionario con DBAG, la quale avrebbe dovuto chiudersi il 12 luglio 2016 (20). In realtà, l'11 luglio LSEG ha deciso di prolungare i tempi dell'offerta al 26 luglio e di ridurre dal 75 al 60 per cento il limite minimo per l'acquisizione, adducendo motivazioni tecniche come quella di consentire ai fondi di investimento proprietari di azioni, che solitamente intervengono solo successivamente al raggiungimento del 50 per cento delle offerte, di decidere se aderire all'iniziativa

oppure no (21). È evidente che la decisione è stata presa per dare maggiore tempo alla riflessione agli azionisti nella convinzione che, con il passare dei giorni, si sarebbero potute attenuare le perplessità sull'operazione suscitate dalla Brexit.

In realtà, da un lato, le risposte degli azionisti sono state subito piuttosto positive, tanto è vero che al 13 luglio aveva già aderito il 53 per cento (22), e, dall'altro lato, le polemiche sono continuate, anche se invero con argomenti abbastanza inconsistenti. C'è stato dibattito sulla sede della nuova holding, per cui si è proposta l'Olanda (23). Sull'argomento è tuttavia intervenuto molto decisamente il ministro delle Finanze tedesco, il quale ha affermato che il problema della sede non è certo il più importante della fusione e che deve essere lasciato alla decisione delle società coinvolte (24). Infine il ministro delle Finanze belga e quello portoghese hanno avanzato riserve sulla governance della fusione, che andrebbe rivista dopo la Brexit, e sui pericoli che essa potrebbe produrre sul mercato, dove potrebbe assumere una posizione decisamente dannosa per l'accesso al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese. In questo senso il ministro belga ha invitato l'Antitrust europea a vigilare attentamente sul problema (25). In ogni caso il

26 luglio 2016 DBAG ha potuto comunicare al mercato che era stato superato il 60 per cento suddetto e che quindi l'adesione all'offerta di LSEG poteva ritenersi conclusa con successo (26).

Ne ha tratto spunto l'amministratore delegato di LSEG, Xavier Rolet, il quale, a latere della comunicazione dei risultati di bilancio che sono stati particolarmente positivi, il 4 agosto ha ribadito l'intenzione di andare avanti con grande determinazione verso la fusione, nonostante la Brexit. Con l'occasione ha anche confermato che la sede della nuova holding sarà Londra, mentre per quanto riguarda l'operatività del gruppo saranno mantenute le due sedi attuali. Rolet ha pure affermato che Londra continuerà a essere la sede di LCH. Clearnet SA, leader europeo dell'Euro Swopt Clearing (27).



Roberto Ruozzi

è professore emerito
dell'Università Bocconi.
roberto.ruozzi@unibocconi.it

(17) S. Gordon, «LSE-Deutsche Börse Merger Dead in the Water after Brexit Vote», *The Financial Times*, 30.6.2016. Nello stesso senso, seppur con toni assai meno decisi, è stato pubblicato sullo stesso giornale il 1.7.2016 un articolo intitolato «Brexit and the City». Si veda anche R.J. Davies, «Merger Vote by LSE Group Investors Might Not Matter», *The Wall Street Journal*, 4.7.2016.

(18) A. Olivieri, «Lettera di Vegas all'LSE: concordare con CONSOB la "Brexit" di Borsa Italiana», *Il Sole 24 Ore*, 2.7.2016.

(19) G. Castagneto, «Che ostacolo quell'asse Piazza Affari LSE», *Milano Finanza*, 2.7.2016; C.M. Pinardi, «La City ora rischia la grande fuga. E Milano deve (e può) approfittarne», *Corriere economia*, 4.7.2016; A. Olivieri, «Borsa e sede dell'EBA: la doppia opportunità che si apre per Milano», *Il Sole 24 Ore*, 3.7.2016.

(20) I commenti della stampa specializzata si sono generalmente limitati a prendere atto della situazione ribadendo le difficoltà delle

sue effettive possibilità di successo. Si vedano: T. Cave, I. Walker, «LSE Votes for Deutsche Börse Merger», *The Wall Street Journal*, 5.7.2016; L. Maisano, «LSE-DB, si dei soci inglesi alla fusione», *Il Sole 24 Ore*, 5.7.2016; A. Lusardi, «LSE, si alla fusione con Deutsche», *Milano Finanza*, 5.7.2016; P. Stafford, «LSE Shareholders Back Deutsche Börse Tie-up», *The Financial Times*, 5.7.2016.

(21) *Recommended All-share Merger Between London Stock Exchange Group PLC and Deutsche Börse AG, Amendment of Exchange Offer Acceptance Conditions*, London, 11.7.2016. Si vedano anche i commenti di E. Menning, «German Exchange Mulls Help for Tie-up», *The Wall Street Journal*, 11.7.2016.

(22) J. Motter, «D Börse Closes in on LSE Deal Approval», *The Financial Times*, 14.7.2016.

(23) L. Maisano, «LSE-DB, l'Olanda si candida a sede», *Il Sole 24 Ore*, 5.7.2016 e A. Olivieri, «Superborsa, si discute ancora sulla sede», *Il Sole 24 Ore*, 6.7.2016.

(24) J. Shotter, P. Stafford, «Schäuble Plays Down

DB-LSE Base Concerns», *The Financial Times*, 7.7.2016.

(25) P. Stafford, J. Shotter, A. Barker, «Belgium Warns Over DB-LSE Merger», *The Financial Times*, 12.7.2016; U. Daver, «Belgium Objects to LSE Merger», *The Wall Street Journal*, 12.7.2016; J. Motter, *op. cit.*

(26) Fra i numerosi articoli che hanno fornito tale notizia vedi J. Shotter, «Investors at Deutsche Börse Back LSE Tie-up», *The Financial Times*, 27.7.2016. La stampa in verità non ha fatto particolari commenti all'avvenimento, che ha ritenuto scontato e ha posto in evidenza le prossime tappe di carattere autorizzativo che l'operazione dovrà affrontare per diventare esecutiva. Ha peraltro ribadito le perplessità esistenti in argomento a livello europeo e che sono già state riportate in precedenza.

(27) Si vedano H. Wilson, «Stock Exchange HQ to Stay in City After Deutsche Deal», *The Financial Times*, 5.8.2016 e i vari commenti alla dichiarazione di Xavier Rolet, fra i quali particolarmente importanti quelli di Reuters.



Presso Borsa Italiana l'atmosfera è positiva perché si ritiene che l'operazione dovrebbe essere favorevole per il nostro paese

E in effetti, alla scadenza del termine previsto, DBAG ha comunicato al mercato che l'89,04 per cento del suo capitale ha aderito all'offerta. Questo ha consentito a Carsten Kengeter, amministratore delegato di DBAG, di manifestare la sua soddisfazione e di informare che d'ora in poi tutta l'attenzione dei due gruppi sarà concentrata sull'ottenere le autorizzazioni necessarie per poter eseguire il mandato ricevuto dai rispettivi azionisti (28).

E quindi...

La fusione qui presentata sarebbe un evento economico e finanziario di grande portata non solo a livello europeo, ma anche per i mercati finanziari e mobiliari di tutto il mondo. L'uso del condizionale è

d'obbligo perché, nonostante i fondamentali passi che i relativi promotori e protagonisti hanno finora effettuato e che sono stati illustrati in dettaglio nelle pagine precedenti, altri passi altrettanto fondamentali e anzi decisivi devono ancora essere fatti. Alludo, in particolare, alla complessa, variegata e numerosa serie di pareri e di autorizzazioni che devono essere ottenuti per arrivare alla fine della storia e quindi alla fusione. Nell'appendice numero 1 al progetto di lancio dell'offerta da parte di LSEG, è riportata la lunga lista di tali pareri e autorizzazioni, che non illustro interamente solo per motivi di spazio, ma che coinvolge almeno la Commissione Europea ai sensi delle norme sulle fusioni soprattutto in funzione antitrust, le autorità statunitensi competenti sullo stesso argomento, le autorità inglesi, tedesche, italiane, francesi e statunitensi cui spetta l'accertamento della non conflittualità dell'operazione con le legi-

slazioni nazionali, l'autorità russa competente in materia di fusioni, la BaFin, la BCE, la Saxonian, la Berlin e la Essian Exchange Supervisory Authorities per una dichiarazione di compatibilità dell'operazione con le rispettive regole, la Luxembourg Supervisory Authority in quanto organo di vigilanza della Deutsche Börse Luxembourg, l'autorità svizzera per analoghi problemi con la Deutsche Börse Switzerland, quella di Singapore per la Deutsche Börse Singapore, quella francese per il cambio di controllo azionario di Powernext SA, la Securities and Exchange Commission americana per questioni riguardanti il cambio di controllo azionario di diverse società che finirebbero nel nuovo gruppo, altre autorità francesi per l'attività di LCH. Clearnet SA, la CONSOB e Banca d'Italia per Borsa Italiana SpA, Cassa di Compensazione e Garanzia SpA, MTS SpA e EuroTLX SIM SpA, la vigilanza norvegese per le attività

(28) In proposito, il 26 agosto 2016 è stata data notizia che LSEG e DBAG hanno già presentato la domanda di autorizzazione alle autorità antitrust europee. Si veda P. Stafford, «LSE-Deutsche Börse Tie-up Seeks Brussels Approval», *The Financial Times*, 26.8.2016.

di LCH. Clearnet SA svolte in Norvegia e altre ancora.

Come si vede, il fenomeno è estremamente vasto ed è difficile prevedere non solo come e quando i vari passi autorizzativi potranno essere conclusi, ma neppure se l'esito delle indagini che le varie autorità dovranno effettuare per concedere o meno le autorizzazioni sarà positivo o negativo. I promotori sono molto ottimisti e pensano che l'operazione potrà essere conclusa entro il primo semestre del 2017. Anche presso Borsa Italiana l'atmosfera è positiva soprattutto perché – nonostante gli indiscutibili rischi che essa potrebbe comportare e che peraltro sono molto difficili da ipotizzare in questo momento – si ritiene che l'operazione dovrebbe essere favorevole per il nostro paese.

Del resto, essa rientra in un movimento importante atteso nel settore a livello mondiale, dal quale è opportuno che l'Italia non sia esclusa. In questo contesto Borsa Italiana dovrà quindi giocare le sue carte, e potrà farlo molto meglio nell'ambito di un gruppo forte come quello che risulterebbe dalla fusione qui esaminata. In proposito va accolta con favore la notizia che un rappresentante del gruppo italiano è stato indicato nel più volte citato prospetto come membro effettivo non esecutivo del consiglio di amministrazione della holding. In tal modo si presume che la «voce» degli interessi italiani potrà essere portata direttamente nel luogo in cui si dovrebbero prendere le più importanti decisioni strategiche del nuovo gruppo.

Inoltre, valgono le precedentemente ricordate considerazioni dell'amministratore delegato di Borsa Italiana, il quale ha ribadito che già l'entrata nel gruppo LSE ha dato nuovo vigore al nostro mercato mobiliare e alle società operative del gruppo italiano. È quindi probabile che l'allargamento e il rafforzamento del gruppo che nascerebbe con la nuova holding potrebbe potenziare

le unità italiane con probabili economie di scala che potrebbero andar a beneficio della clientela. La liquidità dello stesso mercato verrebbe notevolmente ampliata, e ciò ne aumenterebbe le capacità operative. Il problema è particolarmente importante per alcune unità del gruppo italiano, fra le quali è d'obbligo citare MTS SpA, la cui attività è determinante per la buona gestione del nostro debito pubblico e che, con il sostegno del nuovo gruppo, potrebbe anche allargare il suo campo d'azione ad altri paesi con debiti pubblici di una certa rilevanza.

Del resto le evidenze dalle battaglie che si stanno combattendo anche in materia di prodotti e servizi finanziari a livello mondiale dicono chiaramente che esse saranno vinte dai migliori e dai più forti. È indubbio che il nuovo gruppo avrebbe un potere contrattuale molto maggiore di quello attuale e che le sue quote di mercato assumerebbero una dimensione capace non solo di resistere bene agli attacchi della concorrenza americana e asiatica, ma anche di attirare nella sua orbita qualche altra unità utile sia dal punto di vista quantitativo sia da quello qualitativo.

È importate considerare che i massimi beneficiari di tutto ciò dovrebbero essere le imprese europee e, in particolare, quelle italiane, che diventeranno sempre più dipendenti dai mercati finanziari e mobiliari in un'era in cui il fornitore classico della finanza aziendale, rappresentato dal sistema bancario, avrà crescenti difficoltà nel continuare a servirle come ha fatto finora.

Ovviamente queste considerazioni devono essere approfondite se, dopo l'ottenimento delle autorizzazioni previste, la fusione sarà realizzata concretamente. Solo allora potremo conoscere nei dettagli la struttura e il funzionamento del nuovo gruppo e delle sue varie unità, comprese fra queste Borsa Italiana SpA e le unità da essa possedu-

te, e saremo in grado di fare discorsi più approfonditi e di esprimere giudizi più consistenti. Allora infatti gli elementi di quella che potrebbe essere definita come la cronaca di un'operazione entreranno nella storia, sulla quale sarà quindi opportuno ritornare non appena possibile. ■

Esplora **e&plus** su
www.economiaemangement.it



In sintesi

Il 16 marzo 2016 i consigli di amministrazione del London Stock Exchange Group PLC e della Deutsche Börse AG hanno annunciato un accordo per fondersi. L'obiettivo è **la costituzione di un gruppo più forte nel mercato globale delle infrastrutture finanziarie**, producendo benefici per i clienti e contribuendo alla stabilità finanziaria del mercato europeo.

Accolta inizialmente in maniera positiva, l'operazione è stata oggetto di critiche all'indomani della Brexit. A dispetto di tali timori, **l'offerta di scambio azionario ha raccolto il favore degli azionisti** e si è conclusa positivamente il 26 luglio. Numerosi pareri e autorizzazioni devono essere però ancora raccolti affinché la fusione possa essere portata a termine.

Se l'operazione dovesse aver successo, nascerebbe **un gruppo capace di competere a livello globale**, a tutto vantaggio delle imprese europee e italiane, sempre più dipendenti dai mercati finanziari e mobiliari per le esigenze di finanza aziendale.