



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"BENEFICI E COSTI DEL CROSS LISTING"

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA MENINI

LAUREANDO: DAVIDE CARRARO

MATRICOLA N. 2000835

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) *Dante Carraro*

Sommario

1. INTRODUZIONE.....	4
2. TEORIE E BENEFICI DEL CROSS LISTING	5
2.1 Teoria della Liquidità	5
2.2 Teoria del riconoscimento degli investitori	7
2.3 Teoria della divulgazione delle informazioni	8
2.4 Teoria del legal bonding	10
2.5 Teoria della segmentazione del mercato	11
2.6 Teoria della preferenza di prossimità.....	13
2.7 Teoria della strategia aziendale	15
3. COSTI DEL CROSS LISTING.....	15
4. ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO	16
5. ANDAMENTO CROSS LISTING	21
5.1 Caso borsa di Vienna	24
6. CONCLUSIONE.....	26
7. BIBLIOGRAFIA	28

ABSTRACT

Il presente elaborato offre un'analisi approfondita dei benefici e dei costi del cross listing, un fenomeno sempre più diffuso nei mercati finanziari globali. Attraverso una revisione della letteratura, sono stati esaminati i diversi aspetti e le implicazioni di questa pratica per le società quotate e gli investitori.

La revisione è stata strutturata in tre fasi principali. Inizialmente, sono stati studiati i potenziali benefici del cross listing, tra cui l'accesso a una base più ampia di investitori, una maggiore liquidità delle azioni e una maggiore visibilità internazionale. Sono state identificate anche le sfide e i costi associati, come l'aumento dei requisiti di disclosure, la necessità di conformarsi a diverse normative e i potenziali conflitti tra gli investitori di diverse giurisdizioni.

È stata poi condotta un'analisi delle capitalizzazioni di mercato dei vari mercati finanziari. Ciò ha permesso di identificare i mercati di destinazione più rilevanti per il cross listing, tenendo conto delle dimensioni e dell'attrattiva di ciascun mercato per le società quotate.

Infine, è stata effettuata un'analisi dell'andamento delle quotazioni incrociate su diverse borse valori mondiali.

Questo elaborato contribuisce alla comprensione del fenomeno del cross listing e fornisce un punto di partenza per ulteriori ricerche sul tema.

1. INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, il progresso tecnologico e la liberalizzazione dei flussi di capitale hanno radicalmente trasformato il panorama finanziario globale, abbassando le barriere che isolavano i mercati azionari gli uni dagli altri. Ciò ha consentito alle aziende di accedere in modo più agevole ai mercati dei capitali esteri per soddisfare le nuove esigenze nate dalla crescita aziendale in termini di dimensioni e operazioni.

Il cross-listing (quotazione incrociata) è una delle soluzioni più utilizzate dalle aziende per soddisfare questo bisogno; esso consiste nella quotazione delle azioni ordinarie di una società su una borsa diversa dalla sua borsa valori primaria e originale.

A partire dagli anni '80, è stata una diffusa strategia di accesso ai mercati dei capitali esteri, in particolare per le grandi imprese con orientamento internazionale (Pagano et al., 2002).

In questo contesto finanziario un numero crescente di aziende, in particolare quelle dei paesi dei mercati emergenti, ha incrociato le proprie azioni nelle principali borse estere di tutto il mondo.

Come si può vedere dalla Figura 1¹, solo durante il periodo che va dal 1990 alla fine del 2022, il numero di società non statunitensi quotate al New York Stock Exchange (NYSE) e al Nasdaq nel 1990, era di 266, alla fine del 2022 sono ben 1452.

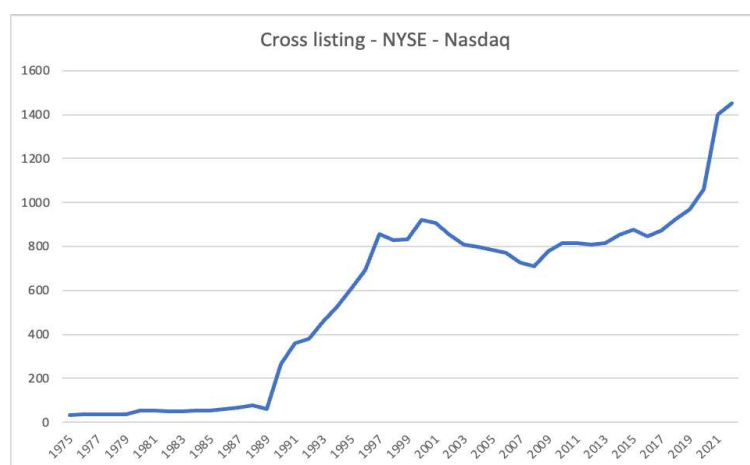


Figura 1: Andamento del cross listing aggregato per NYSE e nel Nasdaq dal 1975 al 2022

Tale analisi mira a fornire una panoramica completa di questa pratica e a valutare il suo impatto sulle aziende coinvolte, nonché sugli investitori e sulle borse di valori stesse.

Il primo capitolo di questo elaborato esplorerà i vantaggi e gli svantaggi associati al cross listing, basandosi sull'analisi della letteratura esistente. Saranno esaminati gli argomenti

¹ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

sostenuti da studiosi e professionisti del settore, al fine di comprendere in che modo il cross listing può influenzare le aziende coinvolte.

Tra i potenziali vantaggi del cross listing si possono annoverare l'accesso a nuovi mercati, l'aumento della visibilità e della reputazione, l'attrazione di investitori internazionali e l'accesso a una maggiore liquidità. Sarà analizzata la letteratura accademica che evidenzia queste potenzialità e ne fornisce evidenze empiriche.

D'altro canto, il cross listing può anche presentare svantaggi e sfide per le aziende coinvolte. Saranno esplorate le questioni relative ai costi di adempimento delle diverse normative dei mercati di quotazione, alle differenze nella protezione dei diritti degli azionisti e alle sfide operative associate alla gestione di una società quotata su più borse di valori. Saranno prese in considerazione le critiche sollevate dalla letteratura accademica e dai professionisti del settore per valutare in maniera critica gli svantaggi del cross listing.

Nel secondo capitolo, verrà condotta un'analisi empirica per valutare l'andamento del numero di aziende che hanno effettuato un cross listing sulle borse mondiali più importanti. Saranno esaminati dati storici e attuali relativi al numero di aziende che hanno adottato questa strategia, al fine di identificare le tendenze nel tempo di questa pratica.

Attraverso l'analisi dei dati, verranno prese in considerazione le ragioni e i periodi storici che hanno spinto le aziende a effettuare un cross listing, per capire a cosa è dovuta questa scelta.

Nel capitolo finale di questo elaborato, verranno sintetizzate le principali scoperte emerse dall'analisi della letteratura esistente e dall'analisi empirica condotta sul cross listing.

Saranno identificate le aree di ricerca future che potrebbero approfondire la comprensione di questo fenomeno e fornire ulteriori spunti per la pratica aziendale e la regolamentazione delle borse di valori.

In conclusione, questo elaborato si propone di esaminare il fenomeno del cross listing da diverse prospettive, offrendo un'analisi approfondita dei vantaggi e degli svantaggi attraverso la letteratura esistente e l'analisi empirica. L'obiettivo è fornire un quadro completo di questa pratica, consentendo ai lettori di comprendere le implicazioni e le opportunità che il cross listing può offrire alle aziende che desiderano espandersi a livello internazionale.

2. TEORIE E BENEFICI DEL CROSS LISTING

2.1 Teoria della Liquidità

La liquidità si riferisce alla facilità con cui un'attività può essere acquistata o venduta sul mercato senza influenzarne significativamente il prezzo. Nei mercati finanziari, la liquidità è un fattore cruciale che influisce sull'efficienza delle decisioni di trading e di investimento.

Quando un'attività è altamente liquida, acquirenti e venditori possono trovarsi facilmente e scambiare a un prezzo equo, senza influenzare significativamente il prezzo dell'attività.

Grazie alla quotazione incrociata su più borse, le società possono aumentare i loro volumi di negoziazione e attrarre una gamma più ampia di investitori, migliorando così la liquidità delle loro azioni. Infatti, gli investitori che non possono negoziare in una borsa a causa di restrizioni di trading o di differenze di fuso orario possono comunque acquistare o vendere azioni in un'altra borsa in cui la società è quotata.

Diversi studi sostengono questa tesi, Foerster e Karolyi (1998) ad esempio riportano che il volume totale degli scambi delle società è aumentato del 28% dopo il cross-listing, mentre Smith e Sofianos (1997) hanno riportato un aumento del 42% del volume totale degli scambi per un campione di 128 azioni non statunitensi quotate al NYSE.

Inoltre, un altro effetto del cross-listing sulla liquidità del mercato interno potrebbe essere quello di migliorare la valutazione delle società quotate. Foerster e Karolyi (1999) hanno riferito che i rendimenti anomali durante la settimana della quotazione sono positivi e significativi per le quotazioni NYSE, suggerendo che i mercati più liquidi come il NYSE possono aumentare il valore delle società quotate attraverso il cross-listing.

Saudagaran (1988, 1990) e Mittoo (1992) rilevano che le imprese sono attratte dall'accesso a mercati più ampi e più liquidi che miglioreranno la loro capacità di raccogliere capitali in futuro. Tuttavia, quando un titolo viene negoziato in più di un mercato, il volume degli scambi del titolo può non essere equamente distribuito tra i due mercati. Infatti, anche se un'impresa quota le azioni in un nuovo mercato, la maggior parte del flusso di ordini e del volume di scambi può ancora risiedere nel mercato di origine.

Altri studi, non riportano invece miglioramenti significativi o addirittura notano un deterioramento della liquidità delle azioni dopo il cross-listing (Domowitz et al., 1998; Silva e Cha'vez, 2008; Berkman e Nguyen, 2010).

I risultati dell'effetto del cross-listing sulla liquidità del mercato interno dipendono anche dalle protezioni contro l'insider trading nei paesi di origine delle società. (Halling et al., 2008) hanno scoperto che i titoli di aziende provenienti da paesi di mercati sviluppati con forti protezioni anti-insider trading hanno beneficiato del cross-listing con un aumento della liquidità del mercato interno. Al contrario, i titoli di paesi con una debole protezione anti-insider trading hanno subito una significativa diminuzione della liquidità del mercato interno dopo il cross-listing.

Bisogna poi sottolineare come ci sia una forte diversità nei benefici sulla liquidità aziendale derivanti dall'operazione di cross-listing, come hanno infatti evidenziato Baruch et al. (2007) il volume mensile di scambi (in numero di azioni scambiate) al NYSE di

Tomkins, una società di ingegneria britannica, è salito raramente oltre il 2% del volume globale combinato (NYSE e Borsa di Londra) da quando si è quotata al NYSE nel 1988, mentre la frazione statunitense del volume di scambi di GlaxoSmithKline, una società farmaceutica britannica, è stata superiore al 20% per tutti gli anni tranne negli ultimi anni della quotazione.

Baruch et al. (2007) ci fanno poi riflettere su quanto sia di rilevante importanza questa differenza per i manager di tutte le società quotate in borsa, ma soprattutto per quelle con una scarsa attività di trading negli Stati Uniti, poiché il risultato si riflette potenzialmente sulla redditività a lungo termine della quotazione e sul suo potenziale come veicolo per la raccolta di capitali, l'allargamento della base di azionisti e il miglioramento della visibilità della società.

Grazie al loro studio Baruch et al. (2007) hanno scoperto che il volume di scambi delle azioni delle società è proporzionalmente maggiore su un mercato in cui l'attività quotata in borsa ha una maggiore correlazione con le altre attività negoziate su quel mercato.

In sintesi, la teoria della liquidità suggerisce che il cross-listing può aumentare la liquidità delle società quotate, ma le evidenze empiriche sono limitate ed evidenziano come ci siano molte variabili in gioco sia dal punto di vista geografico che dal punto di vista del mercato in cui avviene la quotazione incrociata.

2.2 Teoria del riconoscimento degli investitori

Durante il processo di cross-listing la società diventa visibile a un pubblico più ampio di investitori. Ciò significa che investitori istituzionali, fondi comuni di investimento, analisti finanziari e altri partecipanti al mercato sono più propensi a prendere in considerazione l'azienda come opportunità di investimento. Questo aumento dell'esposizione può portare a una maggiore partecipazione degli investitori nel trading delle azioni della società.

In particolare, Merton (1987) sostiene che un aumento della base di investitori si tradurrà in una valutazione più elevata dell'impresa, e che i benefici saranno maggiori rispetto a quelli delle imprese meno conosciute. Ciò implica che le imprese dovrebbero impegnarsi per ampliare la loro base di investitori al fine di migliorare la loro valutazione, ad esempio rendendo il titolo disponibile in mercati esteri attraverso il cross-listing, Dodd (2013).

Le evidenze empiriche supportano l'ipotesi che una maggiore base di investitori può migliorare la valutazione dell'impresa. Ad esempio, Ferreira e Matos (2008) hanno trovato che gli investitori tendono a investire in azioni estere che si quotano sul mercato nazionale rispetto a quelle estere che non lo fanno.

Foerster e Karolyi (1999) dimostrano poi che la reazione dei prezzi delle azioni in occasione delle quotazioni incrociate negli Stati Uniti può essere in parte spiegata dall'aumento della base di investitori.

King e Segal (2009) riportano un aumento permanente della valutazione delle imprese canadesi quotate negli Stati Uniti per le imprese che attirano e mantengono il riconoscimento degli investitori.

Un altro modo per misurare il grado di riconoscimento degli investitori è in base al grado di conoscenza dell'impresa da parte degli investitori. Sotto questo aspetto la quotazione incrociata è un evento societario che può facilitare l'attenzione dei media e degli analisti del mercato estero in cui l'impresa si è quotata.

Lang et al. (2003) e Baker et al. (2002) hanno riscontrato che la quotazione incrociata negli Stati Uniti comporta un significativo aumento della copertura degli analisti e della loro accuratezza delle previsioni. Hanno inoltre evidenziato che le quotazioni incrociate al NYSE e al LSE determinano un aumento significativo del numero di analisti che seguono il titolo e del numero di articoli di giornale scritti sull'azienda. Tuttavia, l'aumento della copertura degli analisti finanziari e dell'attenzione dei media dopo la quotazione a Londra è notevolmente inferiore rispetto a quello che si verifica dopo la quotazione al NYSE.

Abdallah (2008) invece, non trova prove di un aumento del numero di analisti finanziari o dell'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari dopo il cross-listing negli Stati Uniti, ma trova prove di un aumento della copertura degli analisti finanziari dopo il cross-listing a Londra.

Dodd (2013) trova che le imprese che non sono riuscite ad attrarre gli azionisti statunitensi registrano un aumento della valutazione dopo la quotazione in borsa che si inverte entro due anni.

Nel complesso, la letteratura fornisce l'evidenza empirica che la quotazione incrociata migliora il riconoscimento da parte degli investitori, determinando una variazione positiva del valore dell'impresa.

2.3 Teoria della divulgazione delle informazioni

La quotazione incrociata è generalmente associata al soddisfacimento dei vincoli di informazione della borsa estera ospitante, in aggiunta a quelli già esistenti nel mercato domestico. Questo, diffonde un maggior numero di informazioni a disposizione degli investitori e riduce l'asimmetria informativa tra i manager aziendali e gli investitori (Dodd, 2013).

Dodd (2013) spiega poi il modello di Fuerst (1998) che ha sviluppato un modello teorico che razionalizza la scelta di quotarsi in borse con elevati livelli di disclosure. Questo modello porta evidenza che l'adesione volontaria a livelli più elevati di disclosure attraverso la quotazione in borsa è un modo per i manager di trasmettere al mercato informazioni sulle prospettive future e sulla qualità dell'impresa.

A sostegno di questa teoria Huddart, Hughes e Brunnermeier (1999) suggeriscono che le borse si impegnano in una "corsa al rialzo" per quanto riguarda i livelli di disclosure, ossia aumentano i livelli di disclosure per competere per il volume degli scambi azionari. Ne è un chiaro esempio il Sarbanes-Oxley Act (SOX), legge federale degli Stati Uniti d'America, promulgata nel 2002 in seguito agli scandali finanziari che coinvolsero alcune grandi società, come Enron e WorldCom, che ha innalzato i livelli di disclosure obbligatori per le aziende quotate nei mercati statunitensi.

Gli operatori di liquidità scelgono di negoziare i titoli quotati in borsa con i requisiti di informativa più severi, dove il vantaggio informativo degli insider aziendali è minore.

Huddart et al. (1999), sostengono che le imprese che forniscono più informazioni agli investitori esteri, con conseguenti bassi costi di monitoraggio per gli investitori, traggono i maggiori benefici. La riduzione dei costi di monitoraggio degli investitori, a sua volta, spiega la reazione positiva del mercato all'annuncio di una quotazione incrociata in una borsa estera con standard informativi più elevati rispetto alla borsa nazionale (Dodd, 2013).

Analogamente, Amira e Muzere (2011) dimostrano che le imprese con elevate opportunità di crescita scelgono di quotare le proprie azioni in una borsa estera con requisiti di informativa più stringenti. In questo caso, la perdita dei benefici privati degli azionisti di controllo dopo la quotazione incrociata è compensata dall'aumento del prezzo delle azioni.

L'evidenza empirica non supporta del tutto questa previsione teorica. Secondo un'analisi condotta da Saudagaran e Biddle, 1992, si è riscontrato che le imprese mostrano una minore propensione a scegliere la quotazione in borse estere con standard informativi più elevati rispetto al mercato nazionale. Questo può essere attribuito verosimilmente ai notevoli costi associati alla divulgazione di informazioni richieste da tali borse estere.

Pagano, Randl, Roell e Zechner (2001) e Fernandes e Giannetti (2013) confermano i risultati di Saudagaran e Biddle (1992) per le quotazioni incrociate avvenute negli anni '90 e 2000.

Un altro studio condotto da Sarkissian e Schill nel 2004 ha rilevato che non esiste alcuna evidenza che livelli di divulgazione più elevati nei mercati esteri siano vantaggiosi per attrarre le quotazioni di imprese straniere.

Fernandes e Ferreira (2008) riportano che la quotazione incrociata negli Stati Uniti migliora il grado di informazione sui prezzi (misurato dalla variazione dei rendimenti azionari specifici dell'impresa) per le imprese dei mercati sviluppati, ma lo riduce per le imprese dei mercati emergenti.

Abdallah et al. (2011) riportano invece un aumento del volume di scambi del titolo dopo la quotazione incrociata, significativamente maggiore per i titoli quotati in mercati regolamentati che comportano un'ulteriore divulgazione di informazioni.

Ciò è dovuto al fatto che il miglioramento del contesto informativo del titolo dopo la quotazione incoraggia le negoziazioni nel mercato domestico.

Nel complesso, la letteratura scientifica presenta risultati contrastanti in merito agli effetti della quotazione su un mercato con livelli di disclosure più elevati. Alcuni studi sostengono che tale quotazione porta benefici tangibili, mentre altri studi hanno contraddetto questa ipotesi. Ciò evidenzia l'esistenza di una diversità di opinioni tra gli studiosi e richiede ulteriori ricerche per comprendere appieno l'impatto della disclosure nel contesto del cross listing

2.4 Teoria del legal bonding

La teoria del legal bonding suggerisce che il livello di protezione degli investitori nei mercati esteri rispetto a quelli domestici è un fattore importante nella decisione di quotarsi in borsa. Numerosi studi hanno confermato questa teoria, evidenziando che le imprese provenienti da Paesi con una protezione debole degli investitori hanno maggiori probabilità di quotarsi negli Stati Uniti, perché offrono una migliore protezione agli investitori rispetto al loro mercato domestico.

Abdallah e Goergen (2008) hanno rilevato che il livello di protezione degli investitori negli Stati Uniti è un fattore attraente per le imprese provenienti da Paesi con una protezione interna debole. Inoltre, suggeriscono che le imprese con una maggiore concentrazione di controllo e un fabbisogno finanziario significativo tendono a quotarsi in una borsa estera che offre una migliore protezione degli investitori.

La quotazione incrociata migliora anche la corporate governance e la protezione degli investitori, in questa direzione O'Connor (2006) ha documentato un miglioramento della corporate governance dopo la quotazione incrociata negli Stati Uniti, misurato dalla variazione dei pagamenti dei dividendi ordinari.

Sempre in merito alla corporate governance Charitou, Louca e Panayides (2007) e Lel e Miller (2008) hanno portato evidenza del fatto che la quotazione in borsa è associata a consigli di amministrazione e comitati di revisione più indipendenti e a una maggiore

dispersione della proprietà e hanno poi rilevato che la quotazione incrociata migliora la capacità di licenziamento dei manager con scarso rendimento, soprattutto per le imprese provenienti da Paesi con una debole protezione degli investitori.

Dodd (2013) sostiene che una quotazione incrociata in una borsa con requisiti legali e di informativa più severi rispetto a quelli del mercato domestico è un modo per "vincolare" l'impresa a migliori pratiche di corporate governance, che limitano la capacità dei manager e degli azionisti di controllo di trarre eccessivi benefici privati.

Questi risultati suggeriscono che la quotazione incrociata offre una migliore protezione agli investitori e limita gli opportunisti azionisti di controllo.

Tutto ciò ha anche un impatto positivo sulla negoziazione dei titoli. Abdallah et al. (2011) hanno osservato un aumento significativo del volume di scambi dopo la quotazione incrociata di imprese provenienti da Paesi con una debole protezione degli investitori e quotazioni incrociate in mercati con normative più severe. Questo è attribuito alla riduzione dei costi di negoziazione e all'aumento della fiducia degli investitori.

Chang e Corbitt (2012) hanno evidenziato che gli insider delle imprese quotate negli Stati Uniti ottengono rendimenti da insider trading significativamente inferiori rispetto agli insider delle imprese nazionali. Questa differenza è attribuita ai maggiori livelli di protezione degli investitori dopo il cross-listing, che limitano l'estrazione di benefici privati.

Diversi studi confrontano i premi di valutazione derivanti dalle quotazioni incrociate negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Dodd (2013) riporta i risultati di Doidge et al. (2009) che trovano un premio di valutazione significativo per le quotazioni incrociate statunitensi, che è persistente nel tempo, ma non trovano alcun premio di valutazione per le quotazioni incrociate britanniche.

In conclusione, la teoria del legal bonding sostiene che la quotazione incrociata in mercati con una migliore protezione degli investitori offre numerosi vantaggi, tra cui una maggiore probabilità di quotazione per le imprese provenienti da Paesi con una protezione debole degli investitori, un miglioramento della corporate governance, una limitazione dell'estrazione di benefici privati da parte degli azionisti di controllo e un aumento del volume di scambi dei titoli quotati. Nonostante alcune evidenze empiriche possano mettere in discussione la validità di questa teoria, i risultati complessivi suggeriscono un legame positivo tra la quotazione incrociata e la protezione degli investitori.

2.5 Teoria della segmentazione del mercato

La segmentazione del mercato azionario si riferisce alla suddivisione dei mercati azionari in diverse regioni geografiche o paesi, in cui le azioni sono negoziate e scambiate

principalmente all'interno di un determinato confine geografico o un mercato specifico. L'ipotesi della segmentazione afferma che la decisione delle imprese di quotarsi in una borsa estera è giustificata dall'esistenza di una segmentazione del mercato che deriva da una varietà di restrizioni. Dodd (2013)

In primo luogo, ci sono barriere dirette sotto forma di restrizioni normative e tasse. Le restrizioni alla proprietà sono il tipo più comune di restrizione normativa, che specifica che solo un determinato gruppo di investitori può investire in determinati tipi di titoli.

Esistono anche barriere fiscali poiché le aliquote fiscali e le tasse sulla detenzione di attività estere incidono sull'equilibrio del mercato dei capitali internazionale.

La segmentazione dei mercati dei capitali internazionali può comportare una ridotta liquidità e un accesso limitato alle opportunità di investimento per gli investitori stranieri.

Ciò può influenzare i flussi di capitali tra i paesi e limitare l'efficienza e l'integrazione dei mercati azionari internazionali. Negli ultimi anni, con l'aumento della globalizzazione e dei progressi tecnologici, i mercati dei capitali internazionali hanno sperimentato una maggiore integrazione e una diminuzione della segmentazione.

L'obiettivo finale della segmentazione dei mercati dei capitali internazionali è quello di superare queste barriere e promuovere un maggior grado di integrazione e flussi di capitali tra i mercati azionari di diverse regioni o paesi, consentendo agli investitori di accedere a una più ampia gamma di opportunità di investimento a livello internazionale.

In questa direzione l'elenco incrociato rende le azioni di un'azienda accessibili agli investitori che altrimenti troverebbero meno vantaggioso detenere le azioni a causa delle barriere agli investimenti, come sostengono Stapleton e Subrahmanyam (1977) che suggeriscono che la quotazione incrociata sui mercati di capitali stranieri possa superare l'esistente segmentazione di mercato, aumentando così il valore dell'azienda e riducendo il costo del capitale.

Altri studi esaminano le variazioni del prezzo delle azioni in prossimità dell'annuncio del cross-listing e dell'evento di cross-listing e forniscono prove empiriche coerenti con la teoria della segmentazione del mercato. Dodd (2013) evidenzia che in generale, negli anni '80 e '90, quando i mercati finanziari globali erano caratterizzati da un notevole grado di segmentazione, le società non statunitensi quotate negli Stati Uniti, in media, hanno registrato rendimenti anomali positivi significativi sia in prossimità dell'annuncio di cross-listing (Miller, 1999; Doukas e Switzer, 2000) sia nel periodo stesso dell'evento di cross-listing (Foerster e Karolyi, 1999; Mittoo, 2003). Ad esempio, Miller (1999) riporta un rendimento anomalo positivo dell'1,15% intorno all'annuncio di cross-listing per un

campione di 181 imprese di 35 paesi. È importante sottolineare che il rendimento anomalo è più elevato per le aziende dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati. Dodd (2013)

Inoltre, Mittoo (2003) riporta che gli effetti sui prezzi del cross-listing sono minori dopo il 1990 rispetto al periodo precedente al 1990, il che è coerente con la teoria della segmentazione del mercato, assumendo che la segmentazione del mercato finanziario si sia ridotta nel tempo.

Lee (2004), mette in discussione la teoria della segmentazione del mercato. Sebbene questo studio documenti rendimenti anomali significativi intorno agli elenchi incrociati degli Stati Uniti, analogamente agli studi sopra menzionati, l'interpretazione dei risultati differisce. Lee (2004) mostra poi che i rendimenti anomali del periodo di annuncio sono in gran parte non correlati al grado di segmentazione tra il mercato interno di un'impresa e il mercato statunitense e sostiene che la maggior parte del rendimento anomalo del periodo di annuncio è dovuto al miglioramento della capacità dell'impresa di trarre vantaggio da opportunità di crescita.

Man mano che i mercati dei capitali internazionali diventano più integrati nel tempo, i vantaggi dell'elenco incrociato che derivano dal superamento delle barriere di segmentazione del mercato dovrebbero diminuire. Dodd (2013)

D'altra parte, l'integrazione del mercato apre nuovi mercati dei capitali emergenti che in passato non erano accessibili agli investitori stranieri.

Nel complesso, prove empiriche precedenti hanno fornito supporto alla teoria della segmentazione del mercato del cross-listing. Studi più recenti, tuttavia, mettono in dubbio se questa teoria possa spiegare il comportamento dell'elenco incrociato e forniscono solo un debole supporto empirico all'argomento secondo cui le aziende effettuano elenchi incrociati per superare la segmentazione del mercato. Dodd (2013)

2.6 Teoria della preferenza di prossimità

Le suddette teorie sulla quotazione incrociata implicano che le imprese traggono vantaggio dalla quotazione incrociata in mercati esteri diversi da quello di origine in termini di liquidità, dimensione della base di investitori, qualità dell'ambiente informativo e protezione degli investitori. Queste argomentazioni non sembrano in grado di spiegare la distribuzione osservata delle quotazioni incrociate, che presentano un significativo raggruppamento per regione geografici, il che suggerisce una preferenza di prossimità nelle decisioni di cross-listing. Dodd (2013)

Secondo Sarkissian e Schill (2004, 2012), le imprese tendono a quotarsi su mercati esteri che sono geograficamente, culturalmente, economicamente o industrialmente vicini al loro

Paese di origine, ad esempio, le aziende canadesi e latinoamericane tendono cross-listarsi negli Stati Uniti, le aziende irlandesi nel Regno Unito e le aziende neozelandesi in Australia. Ciò può indicare che la familiarità con l'impresa oggetto della quotazione incrociata o con il Paese di origine dell'impresa fornisce un vantaggio informativo agli investitori e aumenta la loro disponibilità a investire. Dodd (2013)

Dodd (2013) riporta la scoperta di (Saudagaran e Biddle, 1995; Pagano et al., 2002) secondo i quali le grandi aziende orientate all'esportazione, che sono meglio conosciute dagli investitori stranieri attraverso i mercati di consumo e la copertura mediatica, hanno una maggiore propensione a inserirsi in elenchi incrociati.

In sintesi, la teoria della preferenza di prossimità nel cross-listing suggerisce che le imprese tendono a quotarsi su mercati esteri che sono geograficamente, culturalmente, economicamente o industrialmente vicini al loro Paese di origine. Questa preferenza per la familiarità fornisce vantaggi informativi agli investitori e può aiutare le imprese a massimizzare i benefici della cross-listing.

Le aspettative della teoria della preferenza di prossimità sono diverse da quelle che derivano da altre teorie sulla quotazione incrociata, in particolare dalla teoria del riconoscimento degli investitori. Mentre la teoria del riconoscimento dell'investitore implica che i maggiori guadagni di valutazione si verificano quando il mercato ospite è meno familiare, a causa della necessità di superare maggiori barriere informative, la teoria della preferenza di prossimità implica che i maggiori guadagni si verificano quando il mercato ospite è più familiare. Dodd (2013)

Dodd (2013) riporta poi l'importante evidenza empirica che, Frésard e Salva (2012) hanno ottenuto dalle loro ricerche, i quali ritengono che la prossimità sia un importante fattore determinante della valutazione di mercato delle imprese quotate in borsa. Confrontano la valutazione di mercato delle società non statunitensi quotate in modo incrociato negli Stati Uniti con la valutazione di altre società statunitensi simili e riportano uno sconto significativo del 14% nella valutazione delle società non statunitensi, che chiamano "sconto di quotazione incrociata"; questo sconto scompare quando le società quotate in borsa sono familiari agli investitori statunitensi. Suggestiscono che la familiarità con gli investitori statunitensi influisce sul grado di convergenza della valutazione delle società quotate in modo incrociato rispetto ai rapporti di valutazione statunitensi.

Nel complesso la ricerca empirica ha portato evidenza che il grado di vicinanza geografica tra il paese di origine e quello che ospita un mercato influisce sulla scelta di quest'ultimo di effettuare un'operazione di cross-listing.

2.7 Teoria della strategia aziendale

Le indagini manageriali e la letteratura sulle determinanti delle decisioni di cross-listing indicano che il cross-listing è spesso parte integrante della strategia commerciale globale dell'impresa (Pagano et al., 2002; King e Mittoo, 2007). Secondo Pagano et al. (2001), le imprese tendono a quotarsi sui mercati in cui sono quotati i loro omologhi del settore, per "stare con i propri pari".

Bancel e Mittoo (2001) hanno riscontrato che le imprese a orientamento internazionale con un grado significativo di operazioni all'estero tendono a quotare in modo incrociato le proprie azioni nei mercati esteri.

Inoltre, le motivazioni per le quotazioni incrociate negli Stati Uniti sono legate alla necessità di finanziare la crescita e l'espansione delle vendite all'estero, specialmente nei settori ad alta tecnologia, mentre le quotazioni incrociate in Europa sono motivate da imprese redditizie ma non a forte crescita o orientate all'esportazione (Pagano et al., 2002).

In sintesi, le motivazioni strategiche per effettuare una quotazione incrociata includono l'allineamento della base di investitori dell'impresa al profilo globale delle sue attività, la segnalazione del suo ruolo come attore globale, un migliore accesso a clienti e fornitori, l'accesso ai mercati dei capitali esteri per finanziare le opportunità di investimento globali e facilitare le attività di fusione e acquisizione sui mercati esteri.

3. COSTI DEL CROSS LISTING

L'idea che gli emittenti potrebbero voler migliorare la propria corporate governance assoggettandosi a un migliore regime normativo attraverso il cross-listing, ad esempio su un mercato americano, è attraente ed elegante. Ma il cross-listing su un mercato nazionale americano non è una transazione a costo zero. Il mantenimento di una seconda quotazione, infatti, genera costi di servizio aggiuntivi, ad esempio, le commissioni per le borse valori e ulteriori obblighi di rendicontazione.

Per essere quotato alla Borsa di New York ("NYSE"), un emittente non statunitense deve pagare varie commissioni che variano nell'ordine delle centinaia di migliaia di dollari. Si tratta di costi diretti, ai quali vanno aggiunti i costi previsti di tempo manageriale, sottoscrizione e onorari professionali (avvocati, commercialisti, tipografi), eventuali responsabilità legali, e così via. (Richard Dobbs and Marc H. Goedhart, 2008).

British Airways e Air France, che hanno entrambe annunciato il loro delisting dalle borse statunitensi, stimano di risparmiare circa 20 milioni di dollari ciascuna in costi annuali di servizio e di conformità. Questa somma probabilmente non include il tempo che i dirigenti dedicano al monitoraggio della conformità e della divulgazione per il mercato statunitense.

Le ragioni per sostenere costi così considerevoli, quindi, devono essere molto convincenti. (Richard Dobbs and Marc H. Goedhart, 2008).

In sintesi, i costi associati al cross-listing dipendono da diversi fattori, tra cui la dimensione e la complessità della società, il mercato di destinazione, le regole e i requisiti normativi del paese in cui viene effettuato il cross-listing e si dividono in:

Spese legali e di consulenza, Commissioni di quotazione, Spese di adeguamento alla normativa, Costi di pubblicazione e comunicazione, Costi di compliance e reporting.

4. **ANDAMENTO DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO**

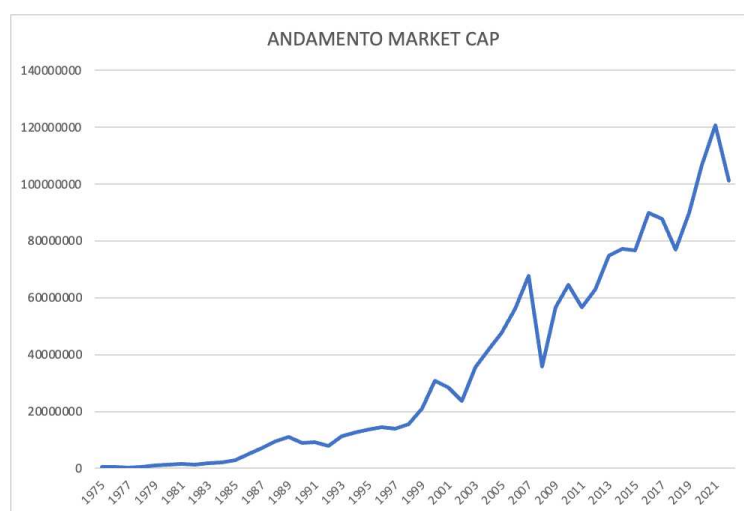


Figura 2: Andamento della capitalizzazione di mercato aggregato per tutte le borse mondiali dal 1975 al 2022

Osservando la Figura 2² possiamo notare come negli ultimi cinquant'anni, il mercato azionario abbia attraversato un percorso di crescita e cambiamenti significativi, influenzato da una serie di eventi finanziari di rilevanza globale. Esaminiamo più da vicino alcuni degli avvenimenti finanziari che hanno influenzato l'andamento della capitalizzazione di mercato dalle informazioni fornite.

Negli anni '70, il mondo si stava riprendendo dalla crisi petrolifera del 1973. Durante questo periodo, la capitalizzazione di mercato era relativamente bassa e il sentimento degli investitori era cauto. L'aumento del prezzo del petrolio ha portato a un periodo di inflazione e incertezza economica che ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari. Gli investitori hanno dovuto fare i conti con l'aumento dei costi delle materie prime e la riduzione dei profitti aziendali.

² <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

(Kuvshinov e Zimmermann, 2021) hanno postato ad evidenza che tra il 1870 e il 1980, la capitalizzazione del mercato azionario dell'economia avanzata è cresciuta in linea con il PIL.

Negli anni '80, la capitalizzazione di mercato ha iniziato a crescere in modo significativo, spinta da eventi finanziari chiave come la deregolamentazione finanziaria. Questo ha creato nuove opportunità per le istituzioni finanziarie e gli investitori, consentendo loro di ampliare le attività e sfruttare le sinergie tra i diversi settori dell'economia. Inoltre, l'espansione economica ha alimentato l'ottimismo degli investitori, portando a un aumento dei prezzi delle azioni e della capitalizzazione di mercato.

Il 1987 è stato un anno di grande turbolenza per i mercati finanziari globali. Il 19 ottobre, noto come "Black Monday", l'indice Dow Jones ha registrato una perdita di oltre il 22% in un solo giorno, generando un'ondata di panico tra gli investitori. La contrazione della capitalizzazione di mercato è stata significativa e ha messo in evidenza i rischi legati alla volatilità dei mercati finanziari.

Negli anni '90, il mercato azionario ha vissuto una fase di crescita straordinaria grazie all'avvento delle nuove tecnologie e di Internet. L'ascesa delle società tecnologiche e l'esplosione delle dot-com hanno generato un entusiasmo senza precedenti tra gli investitori. La capitalizzazione di mercato ha raggiunto livelli vertiginosi nel 2000, ma la bolla delle dot-com ha poi scoppiato, portando a una drastica contrazione del mercato azionario. Gli investitori hanno subito perdite significative e molte aziende tecnologiche hanno chiuso i battenti.

Il primo decennio del XXI secolo è stato caratterizzato da un altro evento finanziario di grande impatto: la crisi finanziaria globale del 2008. Scaturita dalla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, questa crisi ha causato una diffusa instabilità nei mercati finanziari internazionali. La capitalizzazione di mercato ha subito una contrazione drammatica, le istituzioni finanziarie hanno rischiato il fallimento e i governi hanno dovuto intervenire con massicci pacchetti di salvataggio per stabilizzare l'economia.

Negli ultimi anni, la capitalizzazione di mercato si è ripresa, sostenuta da una serie di avvenimenti finanziari. Dopo la crisi del 2008, le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato politiche monetarie accomodanti per stimolare l'economia e sostenere i mercati finanziari. I tassi di interesse sono stati mantenuti a livelli molto bassi, incoraggiando gli investitori ad assumere rischi maggiori alla ricerca di rendimenti più elevati.

Inoltre, l'innovazione tecnologica ha continuato a plasmare il mercato azionario. L'avvento di nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale, l'Internet delle cose e la blockchain, ha generato opportunità di investimento in settori emergenti e ha spinto la capitalizzazione di mercato verso nuovi massimi. Le aziende tecnologiche sono diventate protagonisti chiave nei mercati finanziari, con capitalizzazioni di mercato impressionanti.

La capitalizzazione di mercato totale di tutti i titoli quotati nelle borse di tutto il mondo era di 124,5 trilioni di dollari alla fine del 2021, che rappresentava un aumento del 16,9% rispetto al 2020, un aumento del 4,1% rispetto al primo semestre 2021 e un aumento del 4,8% rispetto al terzo trimestre 2021. Confrontando le regioni, vediamo dalla figura 3³ che le Americhe hanno rappresentato il 46% della capitalizzazione di mercato globale, l'APAC il 32% e l'EMEA per il restante 22%. (WFE research team, 2022)

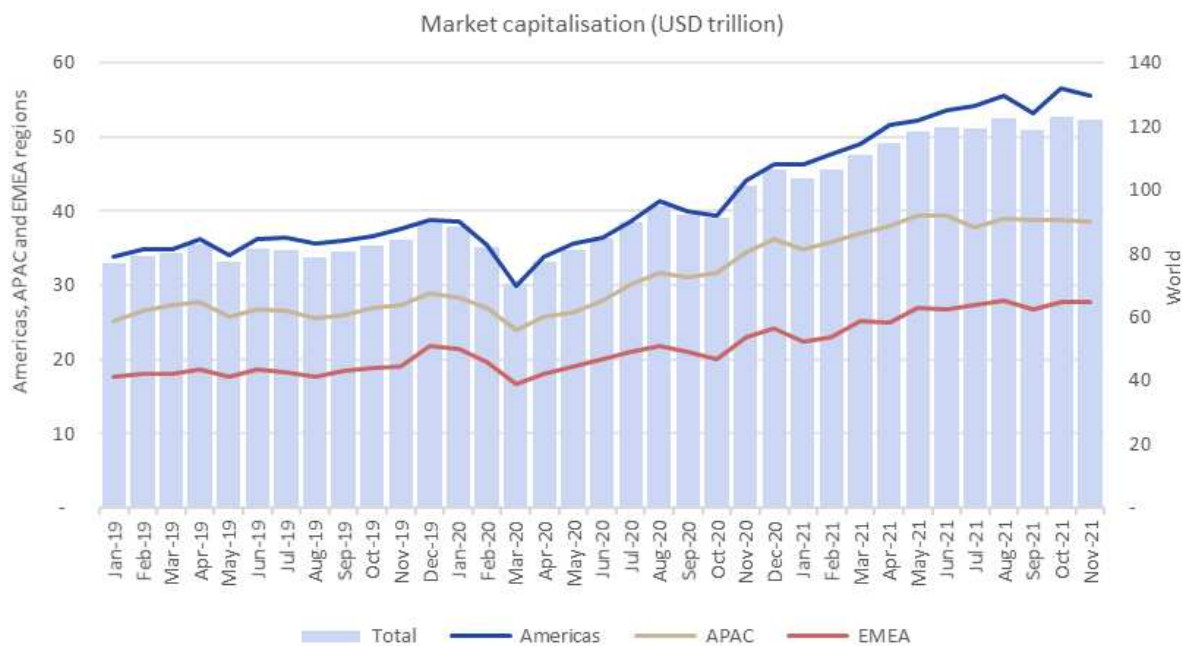


Figura 3: andamento capitalizzazione di mercato dal 2019 al 2021 per i mercati azionari suddivisi per regioni geografiche

Nel corso degli anni, ci sono stati anche eventi negativi che hanno influenzato l'andamento del mercato azionario. Ad esempio, la crisi dell'eurozona che ha iniziato nel 2010 ha generato incertezza e volatilità nei mercati europei, influenzando anche quelli globali. Inoltre, le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno creato una certa instabilità e incertezza per gli investitori.

La pandemia da COVID-19, che ha colpito duramente l'economia globale nel 2020, ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari. Le misure di lockdown e le restrizioni imposte per contenere la diffusione del virus hanno causato una forte contrazione economica, portando a una brusca caduta dei mercati azionari in tutto il mondo. Grazie però, alle politiche di stimolo economico messe in atto dai governi e dalle banche centrali, i mercati si sono ripresi rapidamente, raggiungendo nuovi massimi di capitalizzazione di mercato.

Nei seguenti grafici, con la linea blu, viene presentato l'andamento del market Cap. sui principali mercati azionari del mondo. Questi grafici forniscono una panoramica visiva

³ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

dell'evoluzione della capitalizzazione di mercato nel corso degli anni e offrono uno sguardo alle fluttuazioni e alle tendenze che hanno caratterizzato i mercati finanziari globali.

Esaminando attentamente questi grafici, si possono individuare possibili correlazioni con eventi storici, politici o finanziari che hanno influenzato l'andamento dei mercati azionari globali.

Possiamo a colpo d'occhio notare quale sia stata l'evoluzione dei mercati, partendo dalla borsa di Tokyo (Figura 4)⁴ che ha visto una forte crescita della capitalizzazione nel decennio seguente al 1978 quando era diventata una destinazione dominante anche per le quotazioni straniere, per poi subire un forte rallentamento nel 1990 e stabilizzarsi. Dal 90' ai primi anni 2000 è iniziata la crescita del LSE group (Figura 5)⁵ che ha visto nascere quello che sarà nei primi anni 2000 un ruolo ai vertici dei mercati mondiali. È però con l'inizio degli anni 2000 che i mercati azionari attirano investitori da tutto il mondo e le capitalizzazioni dei mercati iniziano a crescere inesorabilmente guidati dal NYSE (Figura 8)⁶, Nasdaq – US (Figura 7)⁷, Euronext (Figura 6)⁸, LSE (Figura 5)⁹.

Si denota come nel 2008 nessuna borsa abbia evitato un contraccolpo negativo della crisi legata ai mutui subprime, ma già dal 2009 è evidente la ripresa dei mercati che continuerà indisturbata fino al 2020, quando la pandemia da Covid-19 ha fatto tornare alla mente di tutti il 2008.

È proprio in questo periodo, dal 2008 al 2020 che le borse mondiali hanno visto le loro capitalizzazioni raggiungere i massimi storici, in prima linea NYSE (Figura 8) e Nasdaq – US (Figura 7), che dominano indisturbate il mercato azionario mondiali, attirando il gran numero delle quotazioni incrociate e soprattutto le Big tech che trascinano e alimentano il mercato.

I risultati dello studio di (Kuvshinov e Zimmermann, 2021) mostrano che gli aumenti post-1980 dei profitti societari statunitensi e della capitalizzazione di mercato fanno parte di un'espansione globale senza precedenti, che va ben oltre gli aumenti ben documentati delle quote di capitale delle economie avanzate.

È di rilevante importanza anche evidenziare l'andamento delle borse Cinesi di Shanghai (Figura 9)¹⁰ e Shenzhen (Figura 10)¹¹ a partire dai primi anni 2000 hanno iniziato la loro ascesa che continua tutt'oggi dando loro un ruolo sempre più ai vertici nel panorama mondiale.

⁴ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

⁵ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

⁶ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

⁷ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

⁸ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

⁹ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹⁰ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹¹ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

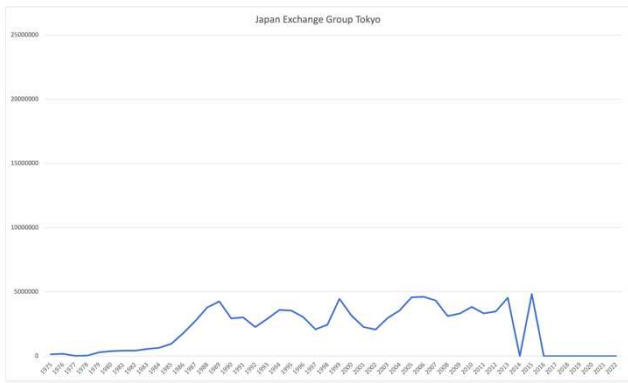


Figura 4: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "Japan exchange group Tokyo" dal 1975 al 2022

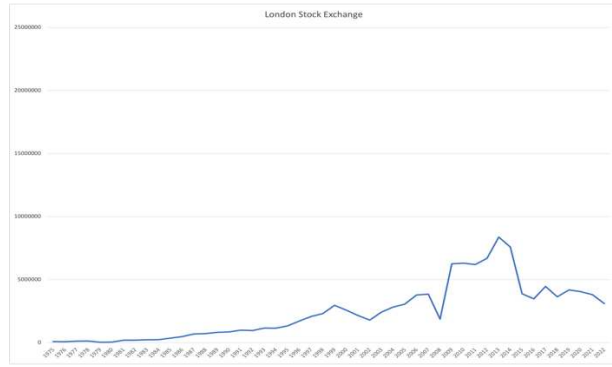


Figura 5: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "London exchange group" dal 1975 al 2022

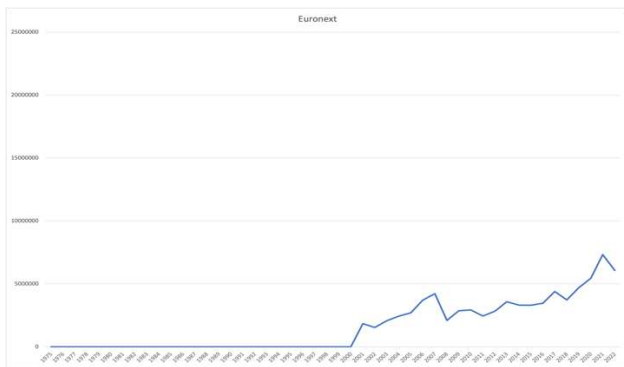


Figura 6: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "Euronext" dal 1975 al 2022

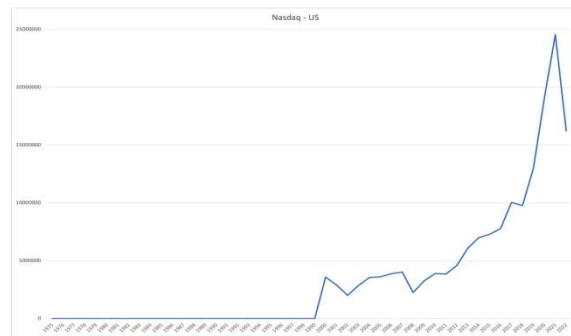


Figura 7: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "Nasdaq - US" dal 1975 al 2022

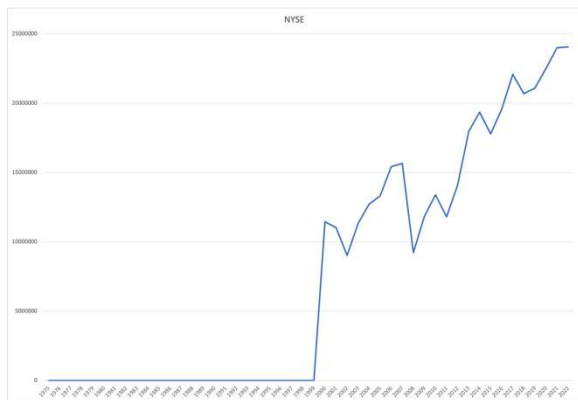


Figura 8: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "NYSE" dal 1975 al 2022

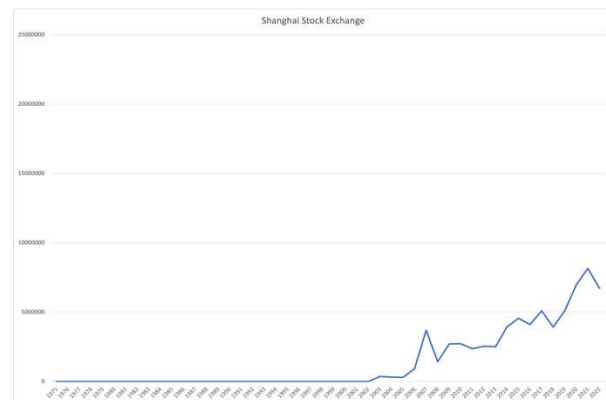


Figura 9: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "Shanghai stock exchange" dal 1975 al 2022

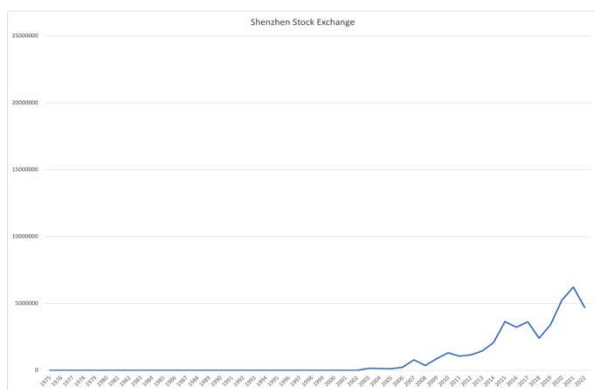


Figura 10: Andamento capitalizzazione di mercato per la borsa "Shenzhen stock exchange" dal 1975 al 2022

5. ANDAMENTO CROSS LISTING

Negli anni '50, l'accoglienza di azioni estere da parte delle borse valori era in gran parte un fenomeno europeo, con le borse belghe, britanniche, olandesi e francesi dominanti come mercati ospitanti, principalmente per le azioni americane e sudafricane. Negli anni '80, Tokyo (Figura 12)¹² era diventata una destinazione dominante per le quotazioni straniere, solo per vedere il suo status invertire drasticamente negli anni '90. Negli anni 2000, le società canadesi (Figura 11)¹³ e indiane erano la principale fonte di quotazioni incrociate e gli Stati Uniti con NYSE (Figura 13)¹⁴ e Nasdaq – US (Figura 14)¹⁵ erano il mercato ospitante dominante, attirando oltre il 50% di tutte le nuove azioni collocate all'estero, seguite da Lussemburgo (Figura 16)¹⁶ e Regno Unito (Figura 15)¹⁷. (Sarkissian; 2013).

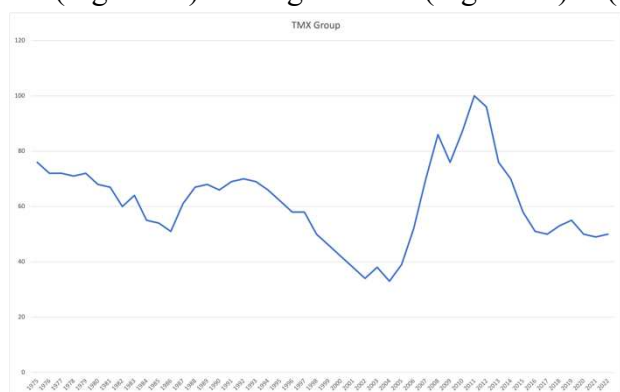


Figura 11: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "TMX group" dal 1975 al 2022

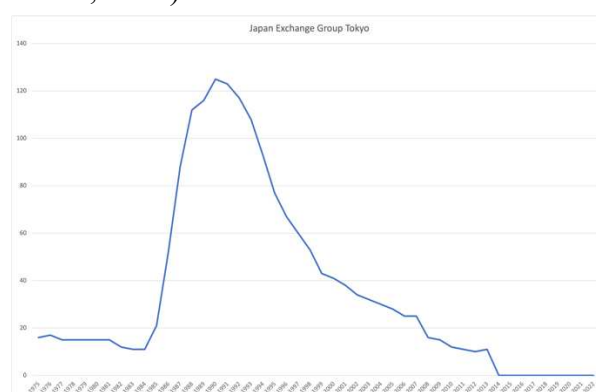


Figura 12: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "Japan exchange group Tokyo" dal 1975 al 2022

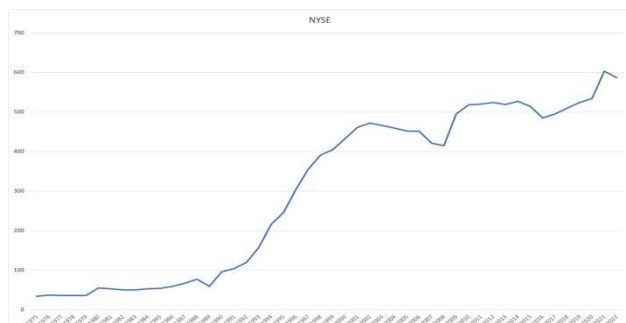


Figura 13: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "NYSE" dal 1975 al 2022

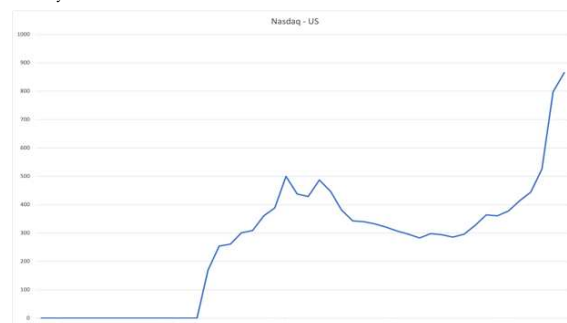


Figura 14: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "Nasdaq - US" dal 1975 al 2022

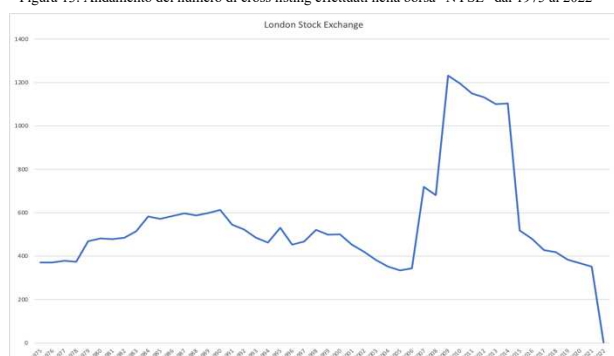


Figura 15: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "London stock Exchange" dal 1975 al 2022

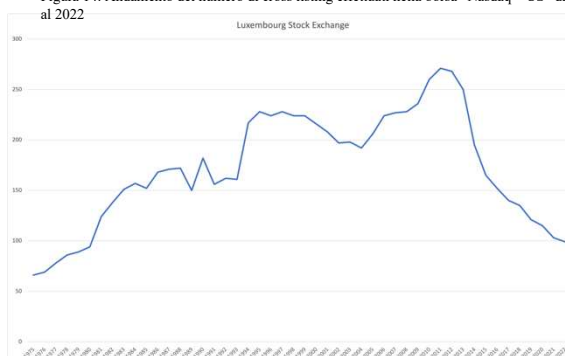


Figura 16: Andamento del numero di cross listing effettuati nella borsa "Luxembourg stock Exchange" dal 1975 al 2022

¹² <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹³ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹⁴ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹⁵ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹⁶ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

¹⁷ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

Sarkissian (2013), porta in evidenza che le fluttuazioni sulle borse estere hanno registrato periodi di alti e bassi in una serie di fluttuazioni di quotazioni incrociate, con una frequenza costante nei mercati nazionali e nei diversi settori. È interessante notare che le fluttuazioni presenti in un mercato ospitante spesso riflettono le fluttuazioni osservate in un mercato interno con il quale condivide una particolare affiliazione.

In secondo luogo, Sarkissian (2013), evidenzia che le ondate di cross-listing in un dato paese ospitante coincidono con l'andamento dei tassi di crescita del PIL reale e dei rendimenti del mercato azionario di quel paese, nonché con le sue dimensioni rispetto ad altri mercati concorrenti.

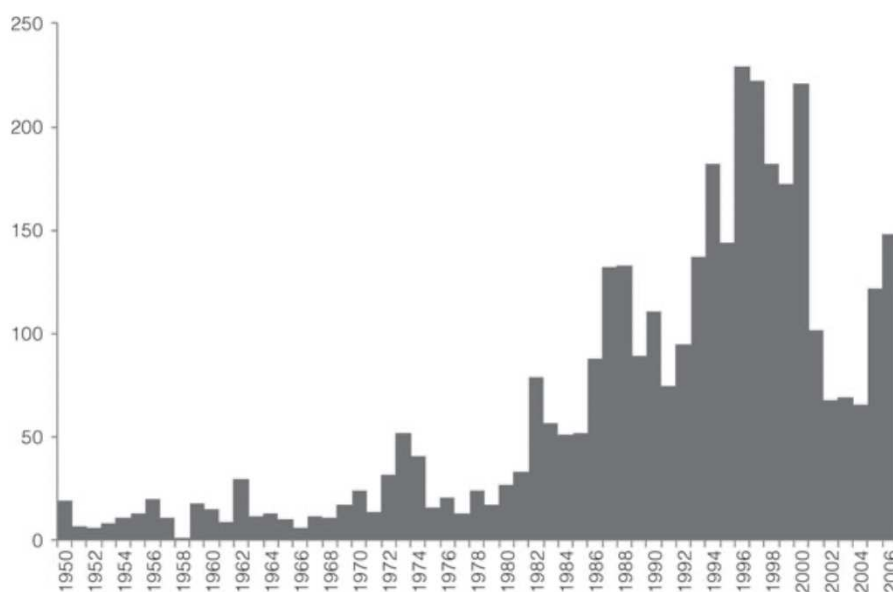


Figura 17: mostra il numero aggregato di nuove quotazioni estere nel mondo ogni anno dal 1950 al 2006

un'osservazione del grafico Sarkissian (2013) (Figura 17)¹⁸ ci mostra come i periodi di crescente attività di quotazione incrociata di solito precedono le recessioni economiche e finanziarie globali.

Ad esempio, è interessante osservare un andamento crescente nel numero di nuove azioni straniere quotate sulle borse valori diversi anni prima di eventi economici significativi a livello globale. Questi eventi includono la recessione dovuta allo squilibrio commerciale alla fine degli anni '50, la crisi petrolifera degli anni '70, la crisi dei risparmi e dei prestiti dei primi anni '80, la recessione economica degli anni '90 e il collasso della bolla delle dot-com e gli scandali contabili dei primi anni 2000 e la seguente crisi legata ai mutui subprime del 2008. Tutti questi eventi hanno avuto ripercussioni a livello mondiale. Sarkissian (2013)

¹⁸ Sarkissian, Sergei and Schill, Michael J., 2013. Cross-Listing Waves

Negli anni '50, le borse valori dominanti come mercati ospitanti per le quotazioni estere erano Belgio, Francia, Paesi Bassi e Regno Unito. Nel corso degli anni '60, la Francia divenne il mercato dominante, seguita dal Regno Unito negli anni '70.

Negli anni '80, si osservò un aumento nella frequenza delle quotazioni estere su diversi mercati ospitanti, con una particolare spinta negli Stati Uniti e in Giappone. Gli Stati Uniti rimasero in voga anche negli anni '90 e 2000, mentre si registrarono ondate di quotazioni anche in Lussemburgo.

L'attività di quotazione si concentra principalmente in sei principali mercati domestici e ospitanti, che rappresentano tra l'89% e il 99% di tutti gli elenchi incrociati da questo capiamo come le ondate di attività hanno origine e si sviluppano in pochi mercati selezionati.

La popolarità del mercato ospitante è raramente universale ma più spesso unicamente bilaterale. Negli anni '50, il Belgio era il mercato ospitante più popolare per le inserzioni estere, ma la maggior parte delle sue inserzioni estere proveniva dagli Stati Uniti e dal Canada; senza di essi, la quota del Belgio sarebbe scesa dal 21,1% al 3,6%. Sarkissian (2013)

La forte domanda di quotazioni estere nei paesi europei come il Belgio, il Regno Unito, i Paesi Bassi e la Svizzera, sono stati dovuti al fatto che erano mercati aperti alla proprietà e al commercio di azioni estere, a differenza di molti altri mercati europei, che continuavano a imporre una severa regolamentazione e tassazione sulla proprietà e sul commercio transfrontaliero. Portabandiera di questa crescita europea è stato proprio il Belgio che emerse dalla Seconda guerra mondiale come un importante luogo economico e politico in Europa. Negli anni '40 e '50 il Belgio divenne la sede di importanti istituzioni europee come l'Organizzazione del Trattato del Nord Atlantico e la Comunità economica europea. Queste istituzioni si basavano su un ambiente di lavoro favorevole agli affari e al commercio internazionale.

Per il Regno Unito, la maggior parte delle sue quotazioni incrociate proveniva dal Sudafrica. Senza le 11 quotazioni sudafricane a Londra, la quota britannica sarebbe scesa dal 19,3% al 9,7%.

Solo la Francia sembra aver avuto un ampio appeal, attirando grandi quotazioni estere di aziende provenienti da Sud Africa, Germania, Stati Uniti, Canada e Paesi Bassi. Negli anni '60, la popolarità della Francia diventa più ristretta alle aziende statunitensi e belghe, la popolarità del Regno Unito è legata alle aziende statunitensi e sudafricane e la popolarità degli Stati Uniti è legata alle aziende canadesi. Negli anni '70, la popolarità del Regno Unito è legata alle quotazioni di società statunitensi e irlandesi, la popolarità degli Stati Uniti è legata alle quotazioni di società giapponesi e canadesi e la popolarità della Svizzera è legata alle quotazioni statunitensi. Negli anni '80, la popolarità negli Stati Uniti è legata alle quotazioni di aziende

canadesi, britanniche e israeliane, e la popolarità giapponese è legata alle quotazioni di aziende statunitensi e britanniche. Negli anni '90, la popolarità degli Stati Uniti è legata alle aziende canadesi e alle ampie quotazioni di molti paesi dei mercati emergenti; la popolarità dei mercati del Regno Unito e del Lussemburgo era anche legata alle imprese dei mercati emergenti, mentre la Germania era legata alle imprese statunitensi e la Nuova Zelanda era legata alle imprese australiane. Modelli simili esistono negli anni 2000. Molte delle coppie bilaterali sembrano adattarsi alla teoria della prossimità descritta nel primo capitolo. Sarkissian (2013)

Nel corso di oltre 50 anni, gli Stati Uniti hanno cambiato la propria posizione nei mercati azionari globali, passando da maggiore fornitore a maggiore beneficiario di azioni estere. Il Canada è stato il principale fornitore di quotazioni estere negli anni '90 e 2000, ma la maggior parte di esse si trovava solo negli Stati Uniti.

sebbene il Giappone fosse il secondo mercato ospite più attraente negli anni '80, il suo picco di attrattività si è verificato durante la fine degli anni '80, in coincidenza con la valutazione più alta del suo mercato azionario nel 1989. Tuttavia, il picco nelle quotazioni delle società giapponesi all'estero era avvenuto circa un decennio prima, alla fine degli anni '70 e all'inizio degli anni '80. Gli Stati Uniti come mercato ospitante hanno sperimentato una serie di ondate nella sua attrattiva per le azioni estere, compreso un periodo all'inizio degli anni '70, poi di nuovo durante la metà degli anni '80 e l'ondata alla fine degli anni '90 e all'inizio degli anni 2000. Sarkissian (2013)

Modelli interessanti esistono anche nelle industrie. Ad esempio, tra la fine degli anni Cinquanta e la metà degli anni Sessanta l'elettronica ha registrato la prima impennata della quota del numero totale di quotazioni estere. Questo periodo coincise con l'inizio dell'ampio uso commerciale dei transistor e dei primi computer. Non sorprende inoltre vedere che l'industria delle telecomunicazioni ha raggiunto la sua quota più alta di quotazioni estere alla fine degli anni '90. Sarkissian (2013)

5.1 Caso borsa di Vienna

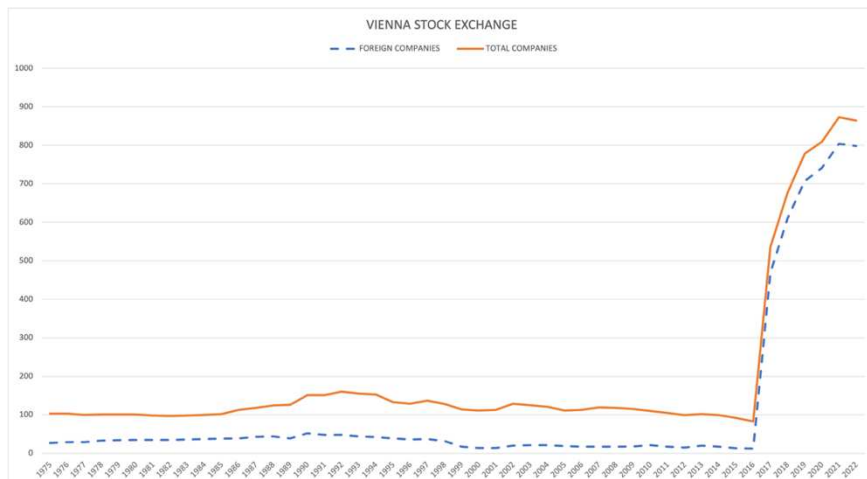


Figura 18: mostra l'andamento del numero di Foreign companies al Vienna stock Exchange (linea tratteggiata) in relazione al numero di Total companies (linea continua) dal 1975 al 2022

La Borsa di Vienna oltre alla sua antica storia, rappresenta anche una delle piazze più interessanti per le aziende del mid-market in tutta Europa. Ad alimentare questo interesse verso la borsa di Vienna è stata l'introduzione del cosiddetto Terzo Mercato, dedicato alle obbligazioni delle piccole e medie imprese europee e non europee. (Tamagnone, 2022)

Il Terzo Mercato è un sistema multilaterale di negoziazione (Mtf) che offre un processo di quotazione snello, semplice e meno costoso rispetto ad altre piazze finanziarie. A differenza dei mercati regolamentati, i mercati over the counter (OTC) non richiedono determinati requisiti. Anche la negoziazione presso la Borsa di Vienna avviene al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. (Tamagnone, 2022)

Ciò che rende la Borsa di Vienna attraente per gli emittenti di obbligazioni internazionali sono i suoi vantaggi chiave: una procedura di ammissione rapida (entro tre giorni lavorativi dalla presentazione dei documenti), un processo semplificato di quotazione e costi estremamente contenuti. L'Mtf di Vienna è riconosciuto e gli emittenti sono supervisionati dall'Autorità austriaca per i mercati finanziari.

Negli ultimi anni, il Terzo Mercato si è affermato come una destinazione privilegiata per gli investimenti delle piccole e medie imprese europee, inclusi numerosi rappresentanti del tessuto economico italiano. Molte aziende italiane, dalle società fintech alle aziende farmaceutiche, dal settore retail all'immobiliare, hanno scelto di emettere e quotare le proprie obbligazioni presso la Borsa di Vienna. Anche lo storico Hotel Danieli di Venezia ha utilizzato questo mercato per rifinanziare il debito causato dalla crisi del turismo durante la pandemia.

Tra i vantaggi apprezzati dagli operatori vi è l'estrema flessibilità della procedura di quotazione degli strumenti obbligazionari. A differenza dei mercati regolamentati, non è richiesto un obbligo di prospetto completo, ma solo una descrizione dell'emittente. I documenti societari possono essere presentati nella lingua locale, mentre la negoziazione può avvenire direttamente su Xetra. L'emittente ha la libertà di scegliere la valuta e la denominazione delle obbligazioni. (Tamagnone, 2022)

È importante notare che i documenti richiesti per la quotazione non vengono pubblicati, né avviene una divulgazione completa dei dati di bilancio. Vengono fornite solo informazioni rilevanti per l'andamento dei prezzi degli strumenti emessi.

Grazie a questa importante innovazione, la Borsa di Vienna è riconosciuta come una piazza internazionale piuttosto che domestica.

Come si nota dalla figura 18¹⁹ dal 2015 al 2022 le aziende estere quotate nel mercato di Vienna sono passate da essere 12 ad essere 798, diventando la quasi totalità (92%) delle aziende quotate nel mercato con una variazione percentuale del 6550%.

In conclusione, la Borsa di Vienna, con la sua longeva storia e l'introduzione del Terzo Mercato, si è posizionata come una delle piazze finanziarie più interessanti per le piccole e medie imprese europee. Grazie alla procedura rapida, alla semplicità di quotazione e ai costi contenuti, molte aziende italiane hanno sfruttato le opportunità offerte da questo mercato per ottenere finanziamenti e accedere ai capitali privati. La flessibilità nella quotazione degli strumenti obbligazionari e la vasta gamma di titoli ammessi al trading contribuiscono a rendere la Borsa di Vienna una destinazione attraente per gli emittenti internazionali.

6. **CONCLUSIONE**

Il presente elaborato conduce un'analisi della letteratura sul cross listing, focalizzandosi sui suoi vantaggi e svantaggi. Tra i vantaggi identificati, si evidenzia una maggiore liquidità, un migliore riconoscimento degli investitori, una migliore divulgazione delle informazioni, un miglioramento del legame legale e una riduzione della segmentazione di mercato. L'intensità di tutti questi vantaggi è variabile dipendentemente dal periodo storico, dal paese di origine della società che effettua il cross listing, dalla borsa e dal paese nel quale si decide di effettuare l'operazione, dalla familiarità tra paese di origine e quello di destinazione.

L'elaborato sottolinea come il tema della liquidità abbia bisogno di ulteriori studi prima di poter essere riconosciuto come vantaggio certo per chi effettua una quotazione incrociata, simile è l'evidenza per i livelli di divulgazione per la quale c'è una diversità di opinioni tra gli studiosi e richiede ulteriori ricerche per comprendere appieno l'impatto della disclosure nel contesto del cross listing.

Caso a sé stante è la teoria della segmentazione del mercato che ha ricevuto supporto da prove empiriche in passato. Studi più recenti sollevano però dubbi sulla capacità di questa teoria di spiegare il comportamento delle aziende che scelgono di quotarsi incrociatamente e forniscono solo un supporto empirico limitato all'argomento secondo cui le aziende adottano il cross listing per superare la segmentazione del mercato (Dodd, 2013).

D'altra parte, ci sono poi vantaggi più netti e significativi, ad esempio la letteratura fornisce l'evidenza empirica che la quotazione incrociata migliora il riconoscimento da parte degli investitori, determinando una variazione positiva del valore dell'impresa, la stessa cosa

¹⁹ <https://statistics.world-exchanges.org/> (WFE database)

vale per la protezione degli investitori, infatti, i risultati complessivi suggeriscono un legame positivo tra la quotazione incrociata e la protezione degli investitori.

Attraverso un database del World Federation of Exchanges, l'elaborato esamina, nella sua sezione più empirica, quale sia stato l'andamento storico delle quotazioni incrociate e del market cap. per le più importanti borse mondiali, facendo emergere gli avvenimenti storici più significativi, come la crisi petrolifera del 1973, il "Black Monday", quando l'indice Dow Jones ha registrato una perdita di oltre il 22% in un solo giorno, l'esplosione delle dot-com, la crisi finanziaria globale del 2008 e per concludere la pandemia da COVID-19; notando come il mercato finanziario sia totalmente influenzato dagli avvenimenti storici.

Dopo questa analisi sul market cap. l'elaborato si concentra sul cross listing, attraverso l'interpretazione dei grafici presenti dai quali vediamo come l'andamento delle quotazioni incrociate non è uguale per le diverse borse mondiali, ma si può ad esempio notare come le borse abbiano avuto i loro periodi di "splendore" in periodi diversi, Tokyo negli anni 80, LSE anni 90, NYSE e Nasdaq anni 2000.

È interessante osservare grazie al grafico di (Sarkissian, 2013) (Figura 16) un andamento crescente nel numero di nuove azioni straniere quotate sulle borse valori diversi anni prima di eventi economici significativi a livello globale.

l'elaborato analizza poi l'andamento delle quotazioni incrociate nella borsa di Vienna trovando come dal 2015 al 2022 le aziende estere quotate nel mercato di Vienna siano passate da essere 12 a essere 798, diventando la quasi totalità (92%) delle aziende quotate nel mercato con una variazione percentuale del 6550%.

Questo denota come il cross-listing sia un argomento attuale, che interessa tutte le borse mondiali e tutte le società quotate, perché può essere una grande occasione di crescita ed espansione, ma allo stesso tempo se non lo si effettua dopo un'attenta analisi può essere un'arma a doppio taglio.

Per questo i futuri studi sul cross listing, che andranno in profondità nell'analisi dei vantaggi e degli svantaggi dell'operazione, giocheranno un ruolo fondamentale nel panorama finanziario mondiale.

7. **BIBLIOGRAFIA**

- Abdallah, A. A. (2008). Do Regulations Matter? The Effects of Cross-Listing on Analysts' Coverage and Forecast Errors: A Comparative Analysis. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 7, No. 3, 286-296.
- Abdallah, A. A., & Ioannidis, C. (2010). Why do firms cross-list? International Evidence from the US Market, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2):202-213.
- Abdallah, W., & Goergen, M. (2008). Does corporate control determine the cross-listing location? *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 183–199.
- Baker, K., J. Nofsinger, and D. Weaver. (2002). International cross-listing and visibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 :495.
- Bancel F, Mittoo C (2001) European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings. *Eur Financ Manage* 7: 213–236.
- Chang, M. & Corbitt, R. (2012). The effect of cross-listing on insider trading returns. *Accounting and Finance*, 52 (3), 723-741.
- Dodd, O. (2013), "Why do firms cross-list their shares on foreign exchanges? A review of cross-listing theories and empirical evidence", *Review of Behavioral Finance*, Vol. 5 No. 1, pp. 77-99
- Craig Doidge, G. Karolyi, Karl Lins, Darius P. Miller and René Stulz, *Journal of Finance*, (2009), vol. 64, issue 1, 425-466
- Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2008). Does international cross-listing improve the information environment. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 216–244.
- King, Michael Robert and Segal, Dan, (2004) International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis. *Bank of Canada Working Paper* No. 2004-17.
- Kuvshinov, Dmitry and Zimmermann, Kaspar, (2021). The Big Bang: Stock Market Capitalization in the Long Run. *Journal of Financial Economics* (JFE).
- Lang, M. H., K. V. Lins, and D. P. Miller. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41(2): 317-345
- Merton R, A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. (1987). *J. Finance* 42(3), pp.483–510.
- Pagano, M., M. Schill, and J. Zechner, (2002). "The geography of equity listing: Why do companies list abroad?", *Journal of Finance* 57, 2651–2694.
- Pagano, Marco & Randl, Otto & Röell, Ailsa & Zechner, Josef. (2001). What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions. *European Economic Review*. 45. 770-782.

Sarkissian, Sergei and Schill, Michael J., Cross-Listing Waves. (2014). *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 259-306.,

Michael R. King & Dan Segal, (2004). "International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis," *Staff Working Papers 04-17, Bank of Canada*.