

## Il caso Nasdaq

- Due economisti, Christie e Schultz, hanno pubblicato nel maggio 1994 sul *Los Angeles Time* un articolo sul NASDAQ (N)
- Veniva evidenziato come i *Market Makers* (MM) mantenevano uno *spread* elevato evitando l'utilizzo degli **ottavi dispari** nelle quotazioni dei vari titoli.

- Il *National Association of Securities Dealer Automated Quotation* (NASDAQ) è stato creato nel 1971
- E' un mercato telematico rivolto alle PMI ad alto potenziale di crescita
- Fornisce a tali imprese l'opportunità di finanziarsi sul mercato
- Si distingue dagli altri mercati azionari per l'uso delle tecnologie più avanzate nel campo dell'informatica

- La rete collega tra loro i partecipanti e facilita gli scambi ed i controlli sui vari titoli
- I soggetti principali del N sono i MM
- Sono più di 540 operatori, e costituiscono quindi un mercato molto competitivo
- Devono aggiudicarsi gli ordini dei vari investitori per ciascuna azione quotata
- Comprano e vendono i titoli

- Il mercato è molto trasparente
- Ogni titolo ammesso al N deve essere trattato da almeno due MM
- La tipica azione del N è quotata da almeno 10 MM
- Ogni MM quota un prezzo offerta (o prezzo lettera) detto *ask price*, al quale il MM è disposto a vendere azioni di quel titolo
- Quota anche un prezzo domanda (o prezzo denaro) detto *bid price*, al quale il MM è disposto a comprare azioni del titolo

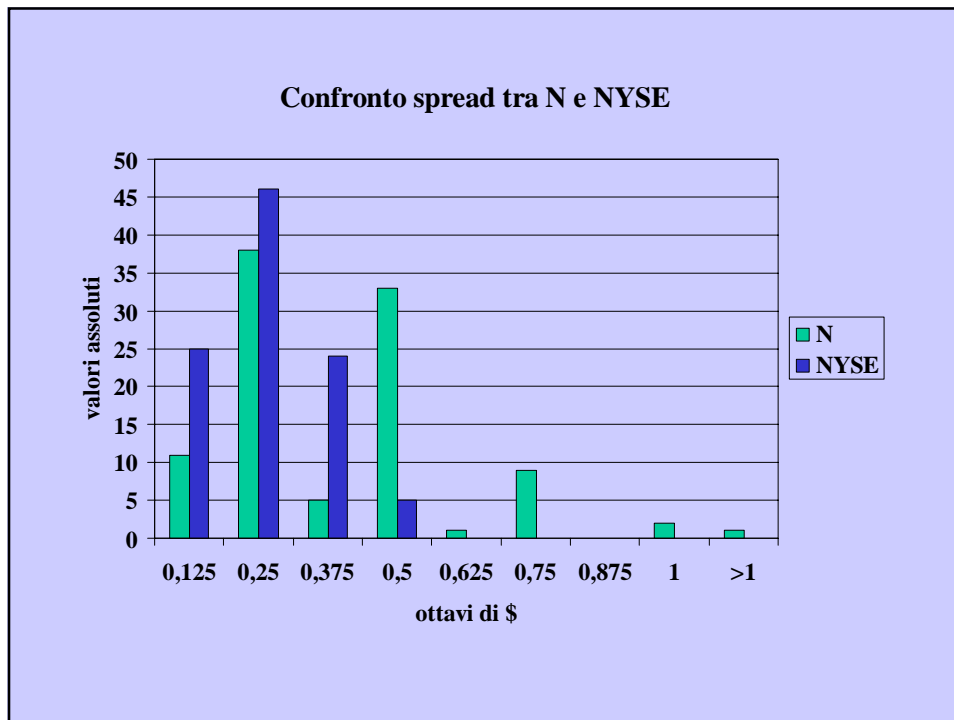
- Il MM quota il *bid price* e l'*ask price* sul mercato telematico, senza sapere se i vari investitori vogliono vendere, oppure comprare, e a quali prezzi di riserva
- Il profitto del MM è lo *spread*, ossia la differenza Ask-Bid price
- Le quotazioni nel sistema telematico del N sono in \$ e ottavi di \$: ad esempio il bid price del titolo x è \$5 e 3/8, quindi \$5,375
- Per ciascun titolo quindi lo *spread* può essere misurato in ottavi

- Gli ottavi possono essere divisi in **dispari** e **pari**
- I MM assicurano che gli ordini di acquisto e vendita vengano eseguiti senza ritardi
- Altri soggetti del N sono i *Floor Brokers* (FB). Quando un investitore ordina al suo broker di comprare o vendere un'azione, il broker passa l'ordine al FB che ha il compito di eseguirlo

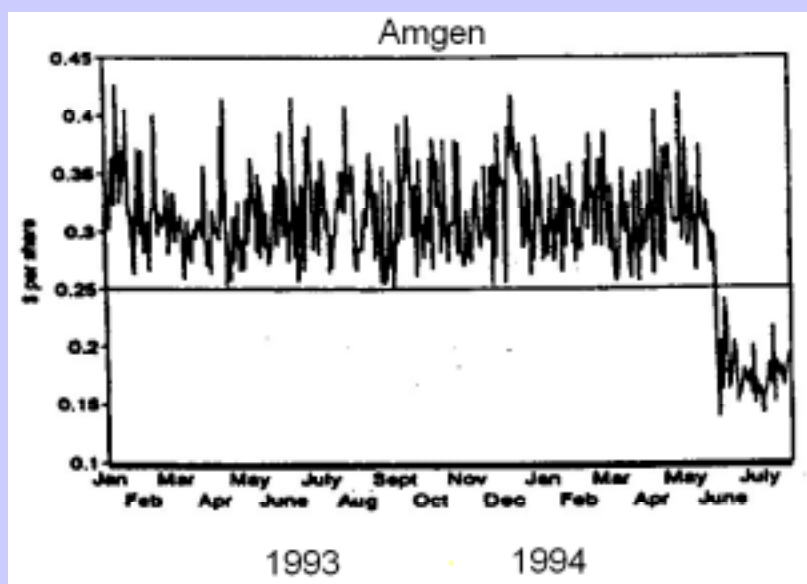
- Gli ordini passati ai FB sono ordini con limite di prezzo
- Possono essere eseguiti solo al prezzo specificato o a uno più favorevole
- Spesso l'ordine non può essere eseguito immediatamente (il prezzo non corrisponde ad es.)
- In tal caso il FB passa l'ordine al *Order Book Official* (OBO) che scrive l'ordine nel libro ordini.

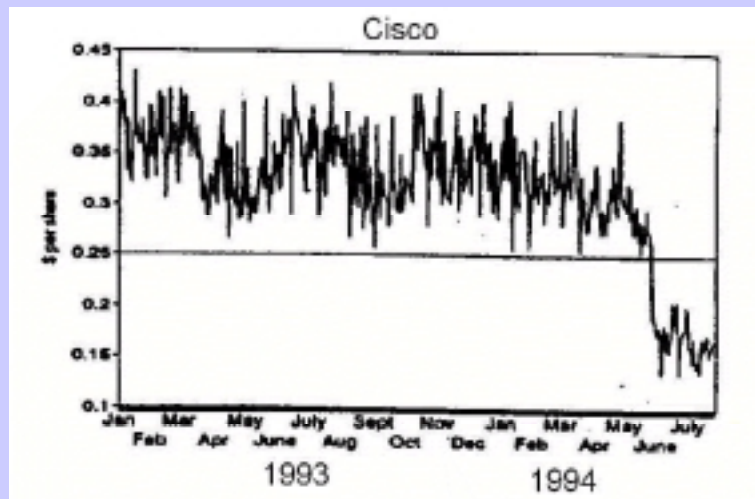
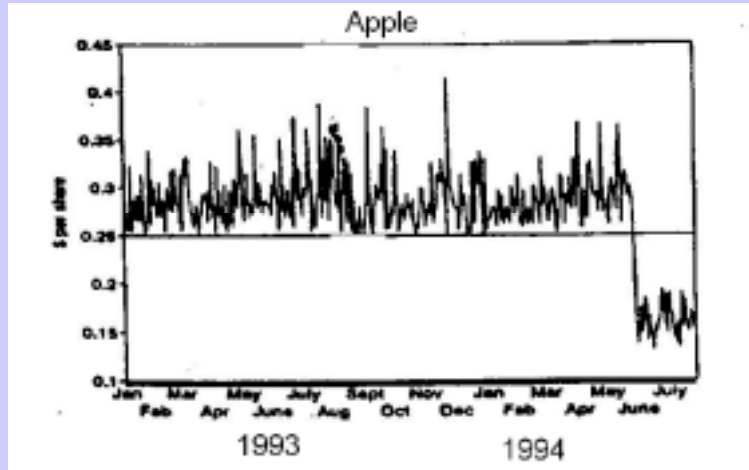
- Di fatto, lo inserisce nel computer, in modo tale che verrà sicuramente eseguito appena il mercato raggiunge il limite di prezzo.
- Tali informazioni sono disponibili a tutti gli operatori, MM compresi
- Nel *New York Stock Exchange* (NYSE) il sistema è invece basato sulla figura dello *specialist*
- Svolge il doppio ruolo di *market maker* e responsabile del libro ordini

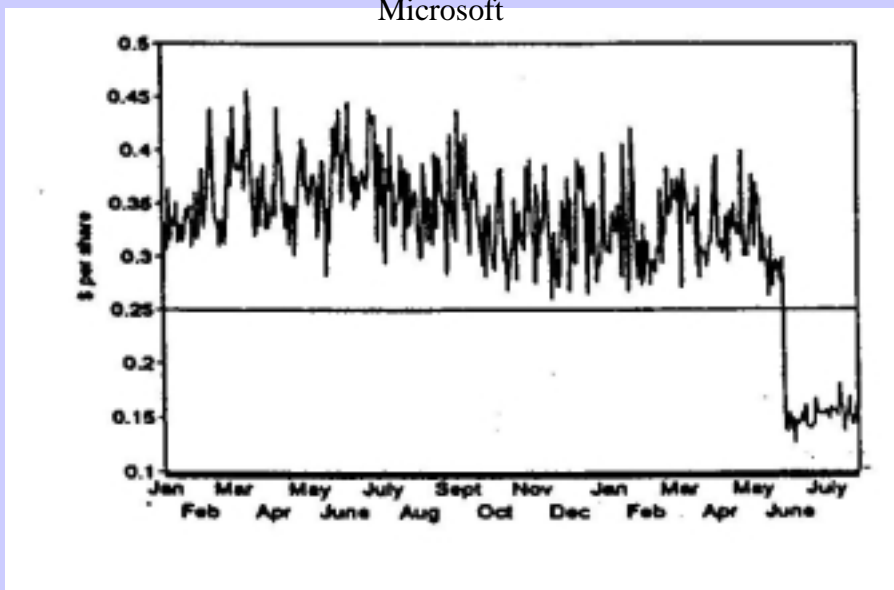
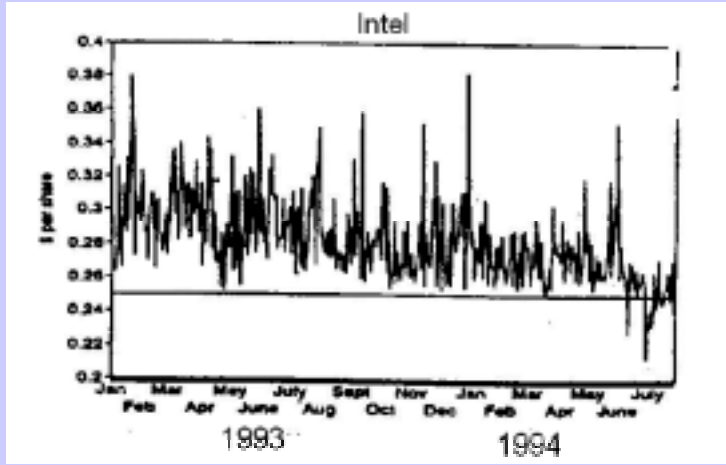
- Lo *specialist* non rende disponibili agli altri operatori le informazioni sugli ordini con limite di prezzo
- Come hanno lavorato Christie e Schultz?
- Hanno confrontato le quotazioni dei 100 maggiori titoli trattati al NYSE e al N
- I risultati sono ben evidenziati nel seguente grafico



- Successivamente alla pubblicazione dell'articolo, qualcosa di strano accade agli *spread*, come evidenziano i lucidi successivi

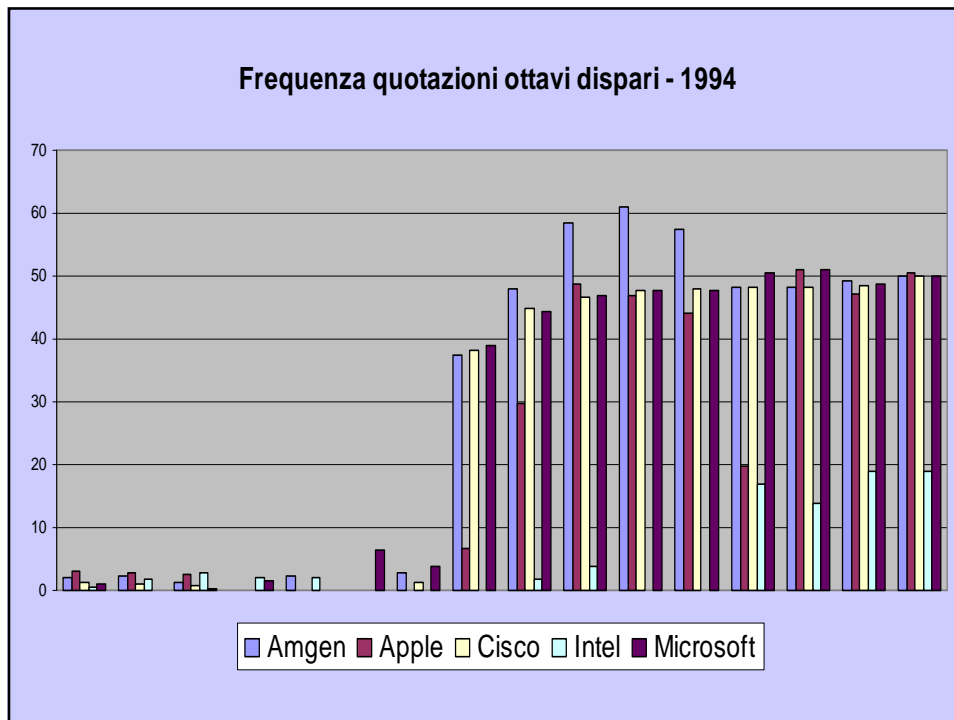








- Cosa si deduce dai grafici:
- Lo spread prima della pubblicazione dell'articolo è compreso tra \$0,25 e \$0,45.
- Nonostante fossero tra i titoli più importanti per volume trattato, lo spread medio non è mai stato inferiore a \$0,25.
- Dopo la pubblicazione, lo spread si è ridotto di circa il 50%
- Solo per Intel non si è osservata tale variazione.



- In conclusione, i MM hanno colluso tacitamente
- La trasparenza del mercato, e la rigidità del sistema, hanno consentito il coordinamento
- Gli ottavi pari andavano controllati, con  $\frac{1}{4}$  come *focal point*
- La punizione a  $\frac{1}{8}$  era comunque possibile