



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**IL SISTEMA FINANZIARIO SVIZZERO**

**SWISS FINANCIAL CENTRE**

Relatore:

Prof. Alberto Manelli

Rapporto Finale di:

Nicolò Farella

Anno Accademico 2022/2023

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	3
<b>CAPITOLO I – STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO SVIZZERO</b> .....	4
I.1 Gruppo SIX.....	4
I.1.1 Traguardi raggiunti.....	5
I.2 Regolamentazione e vigilanza del mercato.....	6
I.2.1 FINMA.....	7
I.2.2 Swiss National Bank (SNB).....	7
I.3 Digitalizzazione.....	8
I.3.1 Da “Open Finance” a “Embedded Finance”.....	9
I.3.2 Fintech.....	9
I.3.3 Central Bank Digital Currencies (CBDCs).....	10
<b>CAPITOLO II – IL SISTEMA BANCARIO</b> .....	12
II.1 Il segreto bancario.....	13
II.1.1 Pressioni dell’UE e accordi bilaterali.....	14
II.2 Principali sfide per il futuro.....	15
II.2.1 Istituzioni “Too Big To Fail” e il caso Credit Suisse.....	17
<b>CAPITOLO III – IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO</b> .....	18
III.1 Mercato dei debiti a breve termine.....	18
III.2 Mercato dei debiti a medio-lungo termine.....	19

III.2.1 Obbligazioni sostenibili.....	20
III.2.2 Pfandbriefe.....	21
<b>CAPITOLO IV – IL MERCATO AZIONARIO.....</b>	<b>23</b>
IV.1 Collocamenti pubblici e collocamenti privati.....	23
IV.2 Principali indici azionari.....	25
<b>CAPITOLO V – IL MERCATO DEI DERIVATI.....</b>	<b>27</b>
<b>CONCLUSIONE.....</b>	<b>29</b>
<b>RIFERIMENTI.....</b>	<b>30</b>

## **INTRODUZIONE**

La Svizzera rientra, ad oggi, tra i Paesi economicamente più avanzati a livello mondiale, grazie soprattutto al settore che, fin dal 1800, ha trainato il suo sviluppo e la sua evoluzione, ovvero il settore finanziario.

Il fatto che un Paese geograficamente limitato e apparentemente privo di risorse sia riuscito (e riesca tuttora) ad influenzare in maniera determinante l'economia e la finanza internazionale, offre importanti spunti di riflessione, nonché l'opportunità di analizzare gli elementi che hanno contribuito al consolidamento della sua posizione di spicco.

L'obiettivo di questa tesi è, pertanto, quello di fornire una rappresentazione di insieme del sistema finanziario svizzero, della sua struttura, della sua evoluzione e dei principali mercati dove investitori e imprese possono decidere di operare, col fine di evidenziarne le caratteristiche distintive e delineare le principali sfide che dovranno essere affrontate in futuro.

## **CAPITOLO I**

### **STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO SVIZZERO**

Il primo aspetto che si vuole considerare in questa tesi è l'analisi della struttura del sistema finanziario svizzero, che nel corso degli anni ha subito notevoli evoluzioni, necessarie affinché potesse rimanere al passo con gli altri mercati globali e continuare a soddisfare le aspettative degli operatori e rappresentare un punto fermo per il Paese.

Un importante ruolo in questi cambiamenti è stato assunto dal gruppo SIX e dalle autorità di regolamentazione e vigilanza del mercato.

#### **I.1 - GRUPPO SIX**

Il Gruppo SIX (Swiss Infrastructure Exchange) è nato nel 2008 dall'unione di tre intermediari finanziari precedentemente esistenti, con lo scopo di rafforzare la struttura del mercato finanziario svizzero, portare innovazione e stabilire forti relazioni con partner internazionali.

Per perseguire questi obiettivi, il gruppo opera in quattro aree di business principali:

- **Exchange:** il gruppo gestisce due exchange in Svizzera e uno in Spagna. Il più rilevante è senza dubbio il SIX Swiss Exchange, terza borsa più grande d'Europa, dove ad oggi sono quotate più di 60.000 azioni, obbligazioni, ETF e prodotti strutturati;

- Securities Services: comprendono numerosi servizi post-trade, dalla compensazione e regolamento fino alle operazioni di riacquisto;
- Financial Information: vengono fornite informazioni accurate su più di 30 milioni di strumenti finanziari, nonché ulteriori informazioni finanziarie finalizzate a mettere gli operatori nelle migliori condizioni possibili per effettuare scelte di investimento consapevoli;
- Banking Services: sono volti a supportare le istituzioni finanziarie tramite l'offerta di servizi di fatturazione e pagamento innovativi. Un esempio a riguardo è rappresentato da eBill, un sistema di fatturazione automatico lanciato nel 2018 che permette una più veloce gestione delle transazioni commerciali.

#### I.1.1 - Traguardi raggiunti

L'operato del Gruppo SIX può essere valutato in maniera positiva, sia all'interno dei suoi obiettivi principali, sia considerando l'evoluzione del sistema finanziario svizzero negli ultimi anni.

Se si considera il primo punto, riscontri tangibili sono:

- Sotto il punto di vista del rafforzamento del sistema finanziario svizzero, il fatto che il SIX Swiss Exchange sia stato premiato come "Exchange of the Year" per due anni consecutivi nel 2021 e nel 2022;

- Per quanto riguarda invece l'obiettivo dell'innovazione finanziaria, il riferimento va al SIX Digital Exchange (SDX), il primo mercato regolamentato interamente digitale al mondo, basato sulla tecnologia blockchain.

Se invece si considera il secondo punto, risulta evidente come l'infrastruttura interamente automatica costruita dal gruppo SIX per la negoziazione, la compensazione, il regolamento e la custodia dei titoli, denominata Swiss Value Chain, rappresenti il cuore del sistema finanziario svizzero e abbia contribuito in maniera decisiva all'evoluzione dello stesso. Ad oggi si parla infatti di Finanzplatz Schweiz, un sistema finanziario elettronico, automatico e altamente integrato, capace di eccellere a livello globale.

## **I.2 - REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA DEL MERCATO**

Come accennato in precedenza, un ruolo fondamentale nel processo di evoluzione del sistema finanziario svizzero è stato assunto anche dalle autorità di regolamentazione e vigilanza del mercato.

Quanto affermato risulta assolutamente logico, in quanto un sistema in rapida evoluzione necessita di una altrettanto rapida evoluzione normativa, che supporti il processo innovativo e allo stesso tempo lo controlli adeguatamente.

Risulta perciò opportuno in questa sede presentare un accenno alle principali autorità preposte allo svolgimento di questi compiti: FINMA e Swiss National Bank (SNB).

#### I.2.1 - FINMA

La FINMA è la principale istituzione indipendente preposta alla regolamentazione e vigilanza del mercato, attiva dal 2008. I suoi compiti sono molteplici: monitorare le istituzioni finanziarie del Paese affinché operino nel rispetto delle leggi federali, imporre sanzioni se necessario, combattere il riciclaggio di denaro ed assicurare i livelli di trasparenza previsti per legge o accordi internazionali.

Un'ultima importante responsabilità che attiene a questo organo, infine, è quella di abilitare le banche che operano da o verso la Svizzera.

#### I.2.2 - Swiss National Bank (SNB)

La SNB, tra gli organismi di supporto nelle attività di controllo e vigilanza, è sicuramente quello che ha maggiore importanza. Si tratta della banca centrale svizzera, costituita come una società per azioni. In particolare, il capitale sociale della SNB ammonta a 25 milioni di franchi svizzeri, divisi in 100.000 azioni quotate sullo Swiss Exchange, le quali sono detenute, come emerge dal bilancio per il 2022, per il 77,74% da azionisti del settore pubblico e per la restante parte da azionisti privati.



I suoi compiti principali attengono al mantenimento della stabilità dei prezzi (intesa come contenimento dell'inflazione al di sotto del 2% annuo), alla gestione del tasso di crescita dell'offerta di moneta, all'instaurazione di forti legami di cooperazione con le altre banche centrali europee e internazionali, nonché all'analisi dei rischi e delle opportunità che potrebbero influenzare in positivo o in negativo la stabilità del sistema finanziario.

Riguardo l'ultimo punto, due temi risultano particolarmente attuali: la regolamentazione delle istituzioni finanziarie di importanza sistemica e la possibilità per la banca centrale di introdurre una moneta digitale (Central Bank Digital Currency). Entrambi verranno trattati in seguito.

### **I.3 - DIGITALIZZAZIONE**

Per chiudere l'analisi della struttura del sistema finanziario svizzero, non si può non considerare l'impatto che sta avendo la digitalizzazione come vettore di innovazione e sviluppo nei processi e nei modelli di business all'interno del settore, tanto da essere considerata in uno studio di Deloitte come uno dei trend più importanti in questo senso.

All'interno di questo trend, in questa sede si approfondiscono tre temi chiave: "Open Finance" ed "Embedded Finance", Fintech e Central Bank Digital Currencies.

### I.3.1 - Da “Open Finance” a “Embedded Finance”

Il termine “Open Finance” si riferisce ad un’infrastruttura delle istituzioni finanziarie che permetta un rapido scambio di informazioni e dati con applicazioni sviluppate da terze parti, con il fine di favorire l’innovazione, la competizione e la personalizzazione dei prodotti per i clienti. Ovviamente, lo scambio di informazioni deve avvenire con il consenso del cliente, che può essere revocato in qualunque momento.

Il passaggio che sta iniziando ad avvenire è quello da “Open Finance” ad “Embedded Finance”. Quest’ultimo concetto si riferisce ad una situazione in cui ogni impresa, indipendentemente dal settore, può accedere ai prodotti e servizi offerti dalle istituzioni finanziarie, al fine di costruire la propria offerta di prodotti finanziari senza dover sostenere ingenti costi in ricerca e sviluppo.

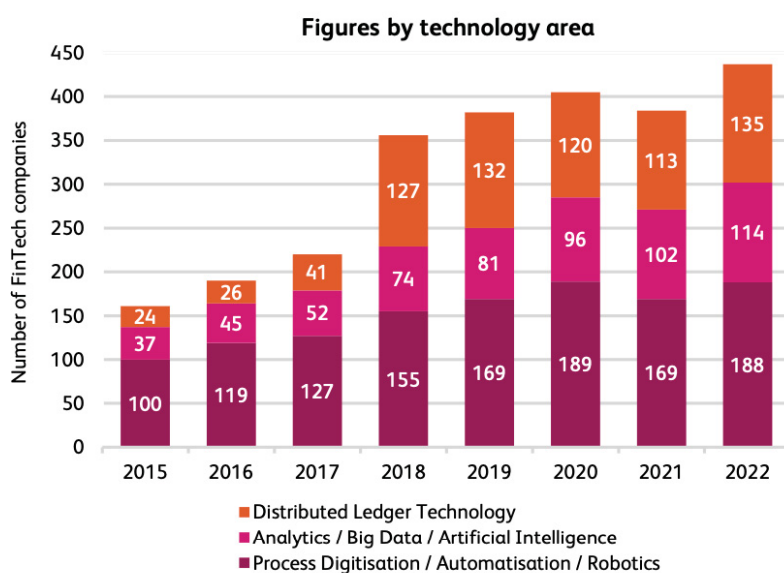
Due fattori risultano fondamentali per il completo e corretto sviluppo di questo modello di business: lo sviluppo di API (intermediari software) che permettano una rapida comunicazione e uno scambio di dati efficiente e la presenza di sistemi di autenticazione sicuri.

### I.3.2 - Fintech

Il termine Fintech (abbreviazione di finance and technology) fa riferimento ad imprese il cui scopo è quello di sviluppare soluzioni tecnologicamente avanzate per prodotti, servizi e processi legati al mondo della finanza. Queste imprese possono

collaborare con banche e altre istituzioni finanziarie, aiutandole nel processo di modernizzazione.

In Svizzera, il numero di imprese che è impegnata in questo settore è cresciuto notevolmente fino al 2020, per poi avere un primo lieve declino nel 2021 e ricominciare a salire nel 2022, come si può apprezzare dal seguente grafico, tratto da uno studio dell'Università di Lucerna, che divide le varie aziende a seconda dell'area tecnologica in cui sono specializzate.



### I.3.3 - Central Bank Digital Currencies (CBDCs)

Una CBDC è una valuta digitale non ancorata a nessuna merce o materia prima fisica, emessa dalla Banca Centrale di un determinato Paese.

L'attenzione attorno a questo strumento è in notevole crescita, con molti governi che hanno deciso di emettere una moneta digitale o comunque di prendere in seria considerazione l'iniziativa (è il caso della Banca Centrale Europea, che sta portando avanti uno studio sulla possibile introduzione dell'euro digitale).

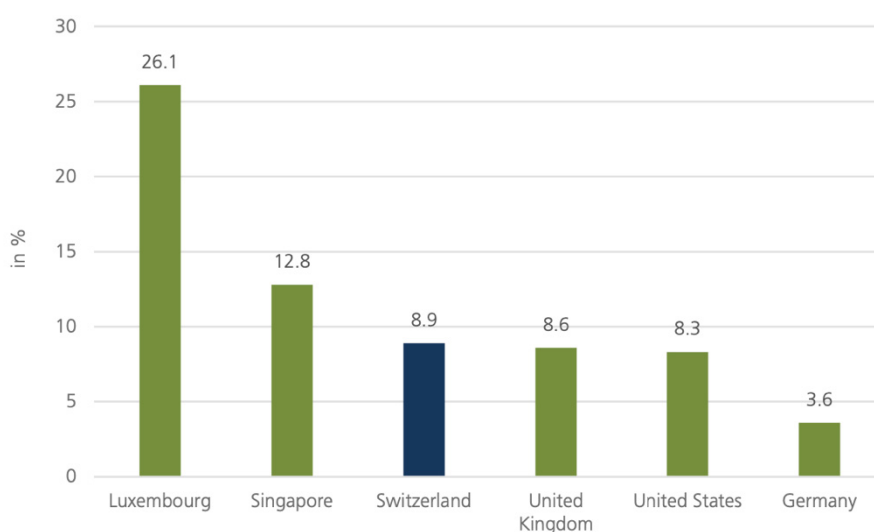
Per quanto riguarda la Svizzera, la SNB ha valutato gli aspetti positivi e negativi dell'eventuale emissione di una moneta digitale, giungendo alla conclusione che, al momento, i benefici non sarebbero abbastanza da compensare il maggiore rischio che tale emissione comporterebbe per la politica monetaria e la stabilità finanziaria. In ogni caso, la porta rimane aperta ad una rivalutazione della situazione in futuro.

## CAPITOLO II

### IL SISTEMA BANCARIO

Le banche hanno contribuito, fin dal sedicesimo secolo, in maniera importante allo sviluppo economico della Svizzera, permettendole di attrarre grandi capitali dall'estero grazie alla bravura degli operatori presenti nel reinvestirli.

Ancora oggi, esse rappresentano un elemento fondamentale per l'economia del Paese e hanno un impatto evidente sul prodotto interno lordo. In particolare, il settore finanziario contribuisce al 8,9% del PIL per un totale di 68,9 miliardi di franchi svizzeri, di cui le banche sono responsabili per circa il 60% (la restante parte è dovuta ai servizi assicurativi). Per capire a pieno la rilevanza di questi numeri, basti notare dal seguente grafico che ci sono solo due Paesi al mondo con un impatto del settore finanziario sul PIL maggiore: Lussemburgo (26,1%) e Singapore (12,8%).



## **II.1 - IL SEGRETO BANCARIO**

Nell'immaginario collettivo, una delle prime associazioni che vengono fatte riguardo le banche svizzere è quella con il segreto bancario, inteso come una estrema protezione della privacy dei detentori di depositi, che risulterebbero scudati da qualunque interferenza esterna ai loro affari a prescindere dalle proprie azioni. La realtà, però, è ben diversa, ed è importante in questa sede fornire la giusta prospettiva con cui guardare e valutare la rigidità e l'incidenza del segreto bancario.

Innanzitutto, le norme riguardo il segreto bancario non sono mai state volte a favorire o condonare reati come l'evasione fiscale o il riciclaggio di denaro, ma anzi le numerose evoluzioni che sono avvenute negli ultimi 90 anni sono state proprio indirizzate a ridurre questi fenomeni. Inoltre, non è obiettivo della Svizzera neanche quello di ostacolare la libera circolazione delle informazioni finanziarie obbligatorie che devono essere emesse dalle banche, che rimangono di assoluta necessità e importanza.

Nonostante queste dovute precisazioni, è innegabile come il livello di protezione che le banche svizzere garantiscono ai propri clienti sia più alto rispetto a molti altri Stati, anche se le differenze si sono progressivamente ridotte nel corso degli anni. Riguardo questa ultima affermazione, occorre però distinguere tra cittadini svizzeri e non: per i primi le norme sul segreto bancario restano per lo più intatte ed attuabili,

mentre per i secondi sono andate affievolendosi grazie agli accordi internazionali stretti dalla Svizzera su pressione dell'Unione Europea e degli Stati Uniti.

### II.1.1 – Pressioni dell'UE e accordi bilaterali

Nonostante non abbia mai guardato con favore alle norme sul segreto bancario, l'Unione Europea ha iniziato a fare pressione sulla Svizzera affinché avvenissero dei cambiamenti solo nel 1998. Da questo anno in poi, però, la pressione è stata costante, con numerosi tentativi di negoziato, sfociati nel 2003 nell'accordo sull'introduzione di una ritenuta del 35% sui pagamenti di interessi effettuati a beneficiari residenti in uno stato membro dell'UE da agenti pagatori svizzeri.

Questo accordo ha mantenuto fondamentalmente intatta la disciplina sul segreto bancario, non portando modifiche sostanziali sul tema. Questo fatto, unito alla crisi del 2008 e ai bassi proventi derivanti dalla ritenuta accordata, ha portato ad un nuovo tentativo di pressione da parte dell'UE e dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), svolto questa volta in maniera più decisa, con la minaccia di inserire la Svizzera in una “lista nera” delle giurisdizioni non cooperative in materia di lotta all'evasione fiscale. Il risultato è stato una progressiva apertura delle autorità svizzere verso le volontà dell'UE, prima con gli accordi fiscali sul modello “Rubik” nel 2009, e poi, dal 2017, con un vero e proprio accordo bilaterale per lo scambio automatico di informazioni.

Questi accordi non hanno comunque avuto un impatto negativo significativo sulle grandi banche universali svizzere, a dimostrazione di come la maggior parte del valore da esse creato non possa essere attribuito al segreto bancario, ma derivi invece da altre caratteristiche virtuose.

## **II.2 - PRINCIPALI SFIDE PER IL FUTURO**

Il sistema bancario svizzero, grazie alla sua continua evoluzione, è riuscito a guadagnarsi e a mantenere una posizione di spicco all'interno di un mondo caratterizzato da un'elevata competizione tra i vari operatori. Per rimanere all'apice, però, dovrà riuscire ad adattarsi ad un contesto globale sempre più instabile e interconnesso. Ci sono numerose sfide che si presenteranno nei prossimi anni, molte delle quali non sono probabilmente nemmeno prevedibili al momento della stesura di questa tesi. È importante, tuttavia, sottolineare quelle che sono già individuabili e che le banche dovranno affrontare nell'immediato futuro. Si tratta di:

- Approfondire la cooperazione con organizzazioni internazionali e Paesi stranieri, tra cui di particolare importanza sono l'Unione Europea, gli Stati Uniti e l'Inghilterra (con cui però la collaborazione è diventata più complicata da attuare in seguito alla Brexit);
- Dedicare attenzione e risorse alle dinamiche relative alla sostenibilità e, nello specifico, ai rischi ESG (acronimo per Environmental, Social and



Governance). Le banche, secondo KPMG, possono affrontare queste tematiche con molteplici azioni, alcune delle quali sono: aumentare il grado di sostenibilità della propria strategia di business e dei prodotti offerti ai clienti, rifinanziarsi con strumenti sostenibili, raccogliere e comunicare dati relativi ai rischi ESG.

Per quanto riguarda nello specifico la Svizzera, dal 2018 l'Associazione Svizzera dei Banchieri ha posto la sostenibilità al centro delle sue priorità e le banche si stanno conformando alle regolamentazioni in tema, prestando sempre più attenzione a strumenti come le obbligazioni verdi e le obbligazioni sostenibili, i cui proventi vengono utilizzati per finanziare progetti ecologici o sociali;

- Proteggere, per quanto possibile, il sistema finanziario da eventi esterni che potrebbero minarne la stabilità. Esempi passati (e purtroppo in parte anche attuali) di eventi di questo tipo sono la Brexit, la pandemia da Covid-19 e l'invasione russa dell'Ucraina, tutti avvenimenti che hanno richiesto immediati interventi da parte del governo svizzero e della SNB;
- Garantire la sopravvivenza delle istituzioni finanziarie di importanza sistemica. L'argomento è di particolare attualità e merita un approfondimento.

### II.2.1 – Istituzioni “Too Big To Fail” e il caso Credit Suisse

Il termine “Too Big To Fail” fa riferimento a quegli istituti finanziari il cui fallimento potrebbe compromettere l’intero sistema finanziario ed economico globale e che pertanto necessitano di interventi tempestivi in caso di situazioni di forte dissesto.

Un esempio di estrema attualità a riguardo è quello di Credit Suisse, banca di importanza sistemica che nel mese di marzo del 2023 si è ritrovata, come affermato dalla FINMA, in una situazione di sfiducia da parte dei mercati, con consistenti deflussi dei fondi dei clienti, tanto da risultare esposta al rischio di insolvenza. La SNB è dovuta intervenire, mettendo a disposizione 100 miliardi di franchi svizzeri per affrontare la situazione di emergenza e favorire il salvataggio della banca tramite la fusione con la “rivale” svizzera UBS, in modo da tutelare i depositanti e i mercati finanziari.

## **CAPITOLO III**

### **IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO**

Per effettuare un'analisi del mercato obbligazionario svizzero, occorre innanzi tutto evidenziare le principali caratteristiche che gli hanno permesso di attirare l'attenzione di creditori e debitori domestici e stranieri: la stabilità del franco svizzero e la capacità del mercato stesso di resistere ed evitare forti contrazioni in seguito ad eventi esterni fortemente negativi e imprevisi, come la crisi del 2008 e la pandemia da Covid-19.

Altrettanto importante è, poi, sottolineare gli elementi di peculiarità, che lo differenziano dai mercati dei Paesi concorrenti, sia riguardo a speciali tipologie di obbligazioni quotate, sia riguardo allo spessore e allo sviluppo di specifici segmenti del mercato. In particolare, il primo punto riguarda gli Pfandbriefe, che verranno approfonditi in seguito, mentre il secondo punto attiene alle notevoli differenze riscontrabili nel livello di attività tra il segmento dei debiti a breve termine e quello dei debiti a medio-lungo termine.

#### **II.1 – MERCATO DEI DEBITI A BREVE TERMINE**

Il mercato dei debiti a breve svizzero risulta altamente sottosviluppato, specialmente se rapportato allo stesso segmento in altri Stati europei. Le cause di questo fenomeno sono molteplici e varie, ma un rilievo particolare si può

sicuramente attribuire ad aspetti di natura fiscale e allo sviluppo ed efficienza del segmento a medio-lungo termine, che nel tempo ha guadagnato l'assoluto favore delle imprese del territorio. Esse, infatti, tendono a finanziare il proprio fabbisogno a breve con i cash flow derivanti dalla gestione e, quando decidono di indebitarsi, solitamente prediligono il ricorso a debiti a medio-lungo termine, specialmente per motivi di programmazione. Questa tendenza è in evidente contrapposizione con il comportamento delle imprese di altri Paesi europei, specialmente italiane, che storicamente hanno fatto forte (ed in certi casi eccessivo) ricorso all'indebitamento a breve con le banche.

## **II.2 – MERCATO DEI DEBITI A MEDIO-LUNGO TERMINE**

Come affermato in precedenza, questo segmento di mercato è altamente competitivo, e negli anni è riuscito ad attirare l'attenzione di enti governativi e imprese di spicco sia svizzere che estere, specialmente provenienti dagli Stati Uniti e dall'Unione Europea, che hanno scelto di quotare le proprie obbligazioni sul SIX Swiss Exchange.

È importante sottolineare come la quotazione (e dunque il collocamento pubblico) non sia l'unica strada percorribile per le imprese che vogliono emettere titoli di debito, potendo esse ricorrere anche al collocamento privato, rivolgendosi ad un numero ristretto di investitori professionali. Dati storici e attuali mostrano, però, l'assoluta marginalità dei collocamenti privati all'interno del panorama delle

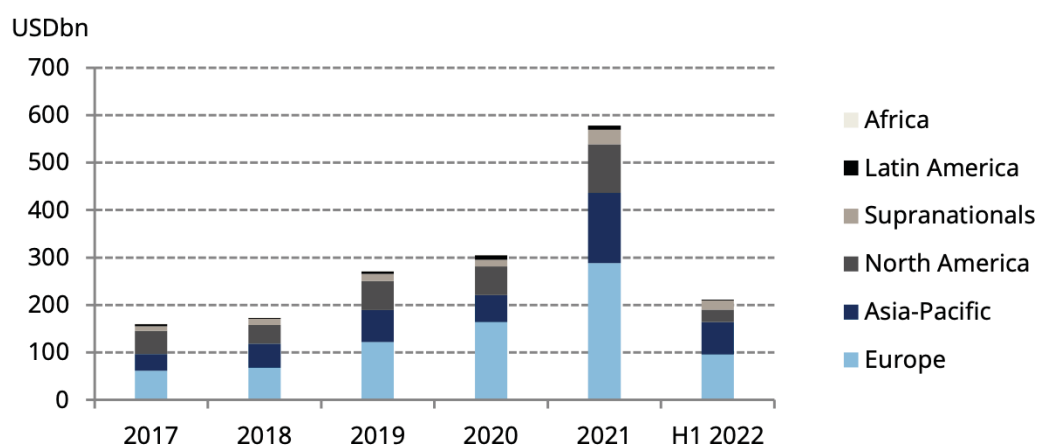
obbligazioni emesse in franchi svizzeri, motivo per cui in questa sede l'analisi sarà concentrata solo sui collocamenti pubblici, che in Svizzera possono essere effettuati a costi di collocamento tra i più bassi al mondo. Questo ed altri fattori, come lo spessore del mercato e l'efficienza dei processi di negoziazione dei titoli di debito quotati, hanno permesso lo sviluppo di numerosi strumenti differenti, volti sia a coprire le necessità di finanziamento dei soggetti emittenti, sia a perseguire obiettivi ulteriori rispetto alla semplice raccolta di capitale di debito.

In particolare, nelle prossime pagine verranno approfondite le caratteristiche e le peculiarità di due tipologie di titoli obbligazionari: le obbligazioni sostenibili e gli Pfandbriefe.

### III.2.1 – Obbligazioni sostenibili

Le obbligazioni sostenibili sono particolari titoli di debito che includono la promessa, da parte delle società o delle istituzioni emittenti, di impiegare le risorse raccolte in iniziative a carattere ecologico, sociale o ambientale. Due esempi che si possono fare a riguardo sono i “social bond” emessi dalle Raiffeisen Bank svizzere, i cui proventi sono rivolti a progetti di edilizia residenziale sociale (rivolti alle fasce più fragili della popolazione), e i “green bond” emessi dalla North American Development Bank (NADB), dove i fondi raccolti vengono destinati a iniziative riguardanti le energie rinnovabili e l'efficienza energetica.

I dati resi disponibili dal gruppo SIX mostrano come le emissioni di obbligazioni sostenibili siano in forte crescita negli ultimi anni e in particolare come le aziende e le istituzioni europee siano leader a livello mondiale in questa categoria di strumenti. In particolare, se si prendono in considerazione solo i “green bond”, che comunque rappresentano la maggioranza assoluta delle emissioni annuali di obbligazioni sostenibili, è possibile notare quanto affermato anche analizzando il seguente grafico, che ne mostra il totale (in dollari) delle emissioni dal 2017 alla prima metà del 2022, diviso per provenienza geografica del soggetto emittente.



### III.2.2 – Pfandbriefe

Gli Pfandbriefe sono una particolare tipologia di obbligazioni garantite da un mutuo ipotecario sottostante, che possono essere emesse solo da due banche specificamente autorizzate dal governo svizzero, denominate PBZ e PBB. Lo scopo di questi due istituti è quello di “garantire ai proprietari di terreni mutui immobiliari

a tassi bassi e fissi”, come cita lo Pfandbrief Act del 1930, modificato solo marginalmente rispetto alla sua prima formulazione. Per raggiungere questo obiettivo, i due istituti finanziano le banche membri che hanno concesso mutui ipotecari a privati ed emettono titoli garantiti dai mutui stessi. Questi titoli possono poi essere sottoscritti da terzi investitori, i quali, in caso di default della banca emittente il mutuo originale, avranno diritto di prelazione, assieme ai due “Pfandbriefinstitutes”, sull’immobile oggetto di ipoteca. Emerge dunque la sicurezza di queste obbligazioni, a cui è assegnato un rating AAA da Moody’s.

## **CAPITOLO IV**

### **IL MERCATO AZIONARIO**

In Svizzera, il mercato azionario si è sviluppato con un notevole ritardo rispetto ad altri Paesi europei ed extra-europei (la prima borsa viene aperta solo nel 1850, a Ginevra), ma nonostante questo, col passare degli anni, ha raggiunto una dimensione e un ruolo importanti a livello internazionale, specialmente grazie all'assenza di restrizioni governative e ai bassi costi di transazione che vengono garantiti sia agli operatori nazionali che stranieri.

Ad oggi, il SIX Swiss Exchange è la tredicesima borsa valori al mondo per capitalizzazione di mercato, con un turnover totale (nel 2022) di circa 1,21 miliardi di franchi, di cui il 77% è generato dalle azioni quotate.

Inoltre, se si considera il rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo, emerge come questo indice sia, per la Svizzera, tra i più alti a livello internazionale, a ulteriore dimostrazione di come il mercato azionario sia di fondamentale importanza per l'economia del Paese.

#### **IV.1 – COLLOCAMENTI PUBBLICI E COLLOCAMENTI PRIVATI**

In generale, le imprese possono adottare due possibili strade per raccogliere capitale di pieno rischio: la prima è quella di quotare le proprie azioni in borsa (effettuando



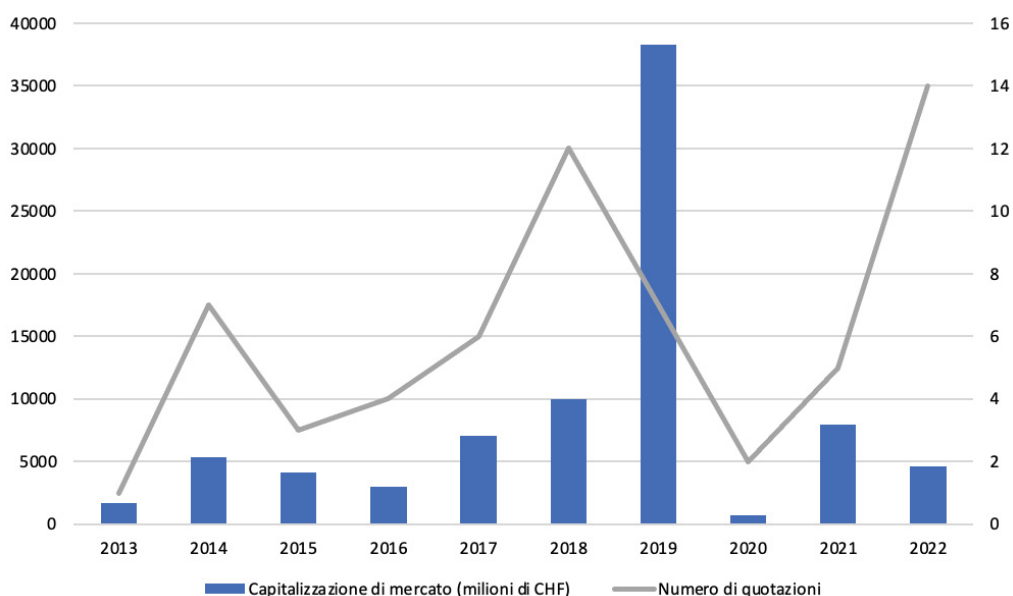
un collocamento pubblico), la seconda è quella di destinare le proprie azioni a investitori professionali (ricorrendo ad un collocamento privato).

Anche per le imprese svizzere, occorre prendere in considerazione entrambe le alternative, con particolare riferimento alle operazioni che risultano maggiormente impiegate in ciascun segmento, che sono, rispettivamente, le Initial Public Offering (IPO) e le operazioni di venture capital.

Riguardo le seconde, i dati mostrano un volume di attività degli operatori di venture capital in forte crescita, in particolare per quanto riguarda gli investimenti in start-up del settore tecnologico. All'interno della categoria, per il 2022, è possibile constatare un significativo incremento negli investimenti in imprese operanti nell'ambito delle ICT (Tecnologie dell'Informazione e della Comunicazione) e nell'area del fintech, rappresentanti più della metà dei quasi 4 miliardi di franchi complessivamente impiegati dai Venture Capitalists.

Per quanto concerne, invece, le IPO, nel corso degli ultimi dieci anni (2013-2022) sono state effettuate 61 operazioni di quotazione, con picchi nel 2018 e nel 2022 (rispettivamente 12 e 14 offerte pubbliche iniziali). Inoltre, considerando i totali annui in termini di capitalizzazione di mercato (calcolata sui primi prezzi di chiusura delle singole azioni quotate), si nota come i valori più alti siano stati ottenuti nel 2019, soprattutto grazie alla quotazione di Alcon, azienda specializzata in trattamenti innovativi per la risoluzione dei problemi della vista e nella commercializzazione di prodotti per la cura degli occhi. Ulteriori informazioni in

termini di numero e volumi delle IPO possono essere ricavate, per gli specifici anni, analizzando il seguente grafico:



## IV.2 – PRINCIPALI INDICI AZIONARI

Oltre che sulle singole imprese quotate, l'interesse degli investitori può ricadere anche sullo stato di salute e sulle performance di interi settori del mercato. Gli strumenti più utilizzati per misurare queste performance sono gli indici azionari, che sintetizzano il valore di un paniere di azioni e le sue variazioni nel tempo.

Il SIX Swiss Exchange offre molteplici indici, di cui i più importanti sono lo Swiss All Share Index, lo Swiss Performance Index (SPI) e lo Swiss Market Index (SMI). Tutti e tre sono calcolati come indici "value-weighted", ovvero il peso di ciascun titolo azionario all'interno del paniere varia in funzione di un parametro

predeterminato, che in questo caso è rappresentato dalla capitalizzazione del flottante di mercato, comprendente solo le azioni liberamente negoziabili in borsa (con esclusione, per esempio, delle partecipazioni azionarie di controllo). Analiticamente, il valore dei singoli indici si ottiene partendo dalla relazione base della formula di Laspeyres:

$$I_t = \frac{M_t}{D_t}$$

$M_t =$  valore di mercato al tempo  $t$

$$D_t = \text{divisore} = \frac{M_{t-1} + \Delta M_t}{I_{t-1}}$$

Per chiudere la trattazione degli indici citati, è possibile analizzare la loro composizione in termini qualitativi:

- Lo Swiss All Share Index comprende tutte le azioni quotate delle aziende con domicilio in Svizzera o nel Principato del Liechtenstein;
- Lo Swiss Performance Index (SPI) comprende tutte le azioni quotate delle aziende con domicilio in Svizzera o nel Principato del Liechtenstein, escluse quelle con una quota di flottante inferiore al 20% e quelle delle società di investimento;
- Lo Swiss Market Index (SMI), comunemente considerato il più importante tra gli indici azionari svizzeri, comprende le 20 azioni con più alto livello di capitalizzazione e grado di liquidità quotate sul SIX Swiss Exchange.

## **CAPITOLO V**

### **IL MERCATO DEI DERIVATI**

Nonostante tali strumenti esistessero già in passato, l'impiego dei derivati ha subito un aumento notevole a livello internazionale solo a partire dalla seconda metà del secolo scorso, in risposta all'incertezza che ha pervaso i mercati e alla volatilità dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e dei rischi di credito delle singole aziende. Ad oggi però, questi strumenti non vengono utilizzati solo per cercare copertura dai rischi elencati in precedenza, ma anche (e soprattutto) per finalità speculative. Questa duplice possibile destinazione ha avuto un ulteriore effetto moltiplicativo sull'impiego di tali strumenti e, per capire a pieno l'importanza del mercato dei derivati a livello internazionale, basta pensare che ad oggi le stime della BIS (Bank for International Settlements) parlano di un valore lordo di mercato di questi strumenti pari a 20,75 trilioni di dollari.

La Svizzera ha partecipato attivamente in questo segmento dei mercati finanziari, cercando di mantenersi sempre in linea rispetto alle innovazioni proposte dagli altri Stati europei e di contribuire alla diffusione dei derivati. Il primo passo per raggiungere questi obiettivi è stata la creazione di un mercato unico ed efficiente per le contrattazioni, ovvero lo Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX), fondato nel 1988 come il primo exchange completamente automatico al mondo per lo scambio di opzioni e future.

In seguito, SOFFEX si è unito con Deutsche Börse (DTB) per formare EUREX, che ad oggi rappresenta il più grande mercato regolamentato europeo per la contrattazione di strumenti derivati.

Per concludere, occorre sottolineare come, accanto ai mercati regolamentati (dove è possibile effettuare operazioni solo su strumenti standardizzati), siano presenti anche i mercati over-the-counter (OTC), dove gli operatori possono contare su possibilità di personalizzazione pressoché illimitate su alcune tipologie di strumenti derivati, come, ad esempio, i forward.

## CONCLUSIONE

Il sistema finanziario svizzero, come emerso nel corso della trattazione, ha subito forti cambiamenti negli ultimi anni, tanto nella sua struttura quanto negli intermediari che vi operano e negli strumenti offerti al mercato. L'obiettivo è stato sempre quello di mantenersi al passo con gli altri Stati industrializzati e finanziariamente avanzati, cercando di attrarre capitali internazionali, per contribuire alla crescita di un Paese che dipende dal settore finanziario come pochi altri al mondo. Guardando al passato, si può affermare che questo obiettivo è stato raggiunto: la Svizzera è stata un vettore di innovazione in tutti i campi della finanza e, ad oggi, il SIX Swiss Exchange rappresenta una allettante alternativa alle altre grandi borse mondiali, sia per le imprese, sia per gli investitori.

Tuttavia, sarebbe un grave errore pensare che il lavoro da fare sia finito. In un mondo moderno caratterizzato da uno scenario macroeconomico fortemente instabile, dall'accentuata centralità di obiettivi extra-economici e dal continuo e rapido sviluppo di nuove tecnologie, accontentarsi ed essere soddisfatti di quanto raggiunto porterebbe inevitabilmente ad una perdita di competitività del Paese. Al contrario, la Svizzera deve guardare al futuro, cercando di fornire una risposta adeguata alle grandi sfide della digitalizzazione, della cooperazione internazionale e della finanza "green" e cercando di cogliere al meglio le opportunità che lo sviluppo tecnologico porterà con sé. Solo così il suo sistema finanziario potrà continuare a svilupparsi e a prosperare.

## RIFERIMENTI

- DELALOYE F., HABIB M. A., ZIEGLER A., *Swiss Banking Secrecy: the stock market evidence*, Springer, pp. 143-176, 2011.
- DELOITTE, *Swiss Banking Business Models of the future. Embarking to New Horizons*, 2015.
- FINMA, *La FINMA approva la fusione tra UBS e Credit Suisse*, 2023.
- GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, *Accordo tra la Comunità europea e la Confederazione svizzera che stabilisce misure equivalenti a quelle definite nella direttiva 2003/48/CE del Consiglio in materia di tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi*, 2004.
- HSLU, *IFZ FinTech Study 2023*, 2023.
- KPMG, *ESG risks in banks. Effective strategies to use opportunities and mitigate risks*, 2021.
- MCKINSEY & COMPANY, *What is central bank digital currency (CBDC)?*, 2023.
- MEIER H. B. et al., *Swiss Finance: Banking, Finance and Digitalization*, Springer Nature, 2023.
- OPEN BANKING EXCELLENCE, *Open Banking. Back to Basics*, 2021.
- PFANDBRIEFBANK, *The Swiss Pfandbrief*, 2023.
- SIX, *Listings on the Swiss Stock Exchange* [Consultato il 3 giugno 2023].
- SIX, *Sustainable Bonds on SIX Swiss Exchange*, 2023.

SIX, *Swiss Index. Methodology Rulebook Governing Equity and Real Estate Indices*, 2023.

SNB, *Annual Report 2022, Annual Financial Statements*, pp. 197-198, 2022.

SNB, *Securities turnover on the Swiss stock exchange* [Consultato il 2 giugno 2023].

STARTUPTICKER, *Swiss Venture Capital Report 2023*, 2023.

SWISS CONFEDERATION FDF, *Key figures on Swiss financial sector*, 2023.

SWISS FEDERAL COUNCIL, *Federal Council publishes report on central bank digital currency*, 2019.



Vorrei ringraziare il mio relatore, Prof. Alberto Manelli,  
per avermi seguito nella stesura di questa tesi.

Un sentito ringraziamento alla mia famiglia, ai miei  
amici e a tutte le persone con cui ho condiviso  
questi tre anni di vita e di studio.