



*Autorità Garante
della Concorrenza e del Mercato*

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 9 maggio 2018;

SENTITO il Relatore Professor Michele Ainis;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTO il D.P.R. 30 aprile 1998, n. 217;

VISTO l'articolo 102 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (di seguito TFUE);

VISTO il Regolamento n. 1/2003 del Consiglio del 16 dicembre 2002, concernente l'applicazione delle regole di concorrenza di cui agli articoli 81 e 82 del Trattato CE (ora 101 e 102 TFUE);

VISTA la segnalazione pervenuta in data 19 dicembre 2016 da parte delle società Intesa SanPaolo S.p.A., Iccrea Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas Securities Services S.C.A., NEXI S.p.A. (già ICBPI S.p.A.) e successivamente integrata, da ultimo in data 4 dicembre 2017;

VISTA la documentazione in atti;

CONSIDERATO quanto segue:

I. PREMESSA

1. In data 19 dicembre 2016, con sostanziali integrazioni pervenute, da ultimo, in data 4 dicembre 2017, le società Intesa SanPaolo S.p.A., Iccrea Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas

Securities Services S.C.A., NEXI S.p.A. (già ICBPI S.p.A.) hanno segnalato presunte condotte abusive di Monte Titoli S.p.A. (nel seguito, anche ‘MT’) nel settore dei servizi del c.d. ‘*post-trading*’ finanziario, dove sono attive in concorrenza con Monte Titoli nell’offerta dei vari servizi della custodia finanziaria.

2. Secondo la ricostruzione dei segnalanti, Monte Titoli è il solo soggetto autorizzato, sulla base della normativa vigente, a ricoprire il ruolo di Depositario Centrale di Titoli (CSD – *Central Security Depository*) svolgendo, allo stesso tempo, un ruolo di “infrastruttura di mercato” erogando i servizi di *settlement* in qualità di CSD (*issuer CSD*, secondo la terminologia di settore), ma anche un ruolo di fornitore di servizi accessori a valore aggiunto (*investor CSD*), in concorrenza con i segnalanti che svolgono l’attività di *custodian*.

3. In tale contesto, i segnalanti lamentano un’articolata condotta abusiva della politica di *pricing* definita da Monte Titoli rispetto alle attività di *settlement*, che si declinerebbe come segue:

- applicazione di commissioni di maggior favore ai soggetti che si rivolgono a MT per la totalità dei servizi di *settlement* e custodia (ICP – *Indirectly Connected Parties*, secondo la terminologia del settore) rispetto alle sole condizioni di *settlement* applicate ai segnalanti (DCP – *Directly Connected Parties*), che risultano concorrenti di MT per i vari servizi di custodia. Inoltre, i segnalanti evidenziano la politica di scontistica applicata da MT ai nuovi clienti che si rivolgono all’operatore sia per il *settlement* che per la custodia finanziaria;
- applicazione di commissioni di *settlement* maggiormente favorevoli ai CSD stranieri (*issuer CSD* di altri Paesi) facenti parte della piattaforma T2S rispetto a quelle applicate ai segnalanti, in qualità di concorrenti di MT per i servizi di custodia.

II. LE PARTI

4. Monte Titoli è un operatore attivo nel *post-trading* finanziario, mercato nel quale si realizza il perfezionamento delle compravendite di strumenti finanziari attraverso i servizi di regolamento (c.d. *settlement*) delle transazioni e di custodia dei titoli finanziari. Nel 2016, Monte Titoli ha generato ricavi derivanti dalle commissioni per i servizi di custodia,

amministrazione del *settlement* e servizi fiscali pari a circa [30-100]¹ milioni di euro².

Monte Titoli è una società controllata da Borsa Italiana S.p.A., società appartenente al gruppo London Stock Exchange Plc (LSEG) e che, in particolare, è soggetta al controllo da parte di LSEGH Italia S.p.A., *holding* finanziaria che detiene le partecipazioni di controllo dell'intero ramo italiano di attività del gruppo LSEG.

5. Intesa SanPaolo S.p.A. (di seguito anche Intesa) è la capogruppo dell'omonimo gruppo bancario. Il gruppo Intesa SanPaolo è attivo nell'offerta dei servizi bancari, finanziari ed assicurativi ed è uno dei principali gruppi bancari in Italia con una rete diffusa a livello nazionale e con quote di rilievo in tutte le aree di business in cui opera. Intesa SanPaolo offre inoltre soluzioni integrate di custodia, amministrazione titoli, regolamento e *clearing* delle operazioni, con la capacità di gestire volumi significativi. Il totale dell'attivo realizzato da Intesa nel 2017 è stato pari a circa [400-500] miliardi di euro.

6. Iccrea Banca S.p.A. - Istituto Centrale del Credito Cooperativo (di seguito anche ICCREA) è al vertice del Gruppo bancario ICCREA. ICCREA è una banca di secondo livello che fornisce servizi alle banche di credito cooperativo che ne detengono, in modo parcellizzato, il capitale. Inoltre, ICCREA Banca fornisce attraverso le attività di *pre-settlement* e *settlement* un supporto alla negoziazione dei valori mobiliari, degli strumenti derivati e dei prodotti strutturati, per garantire efficienza e sicurezza alle Banche di Credito Cooperativo. Il totale dell'attivo realizzato da ICCREA nel 2016 è stato pari a circa [40-50] miliardi di euro.

7. Société Generale Securities Services S.p.A. (di seguito anche SGSS) è una banca controllata da Société Générale S.A. (di seguito anche SocGen). SocGen, tramite le proprie controllate (il Gruppo SocGen), è attiva in tutto il mondo nella fornitura dell'intera gamma dei servizi bancari sia al dettaglio che alle imprese. Il *core business* del Gruppo SocGen è rappresentato principalmente dalle attività realizzate nei settori dei servizi bancari *retail* e servizi finanziari, della gestione patrimoniale, Private Banking, Global Securities Services e servizi on-line per i risparmiatori e del Corporate e Investment Banking. Dal 2006 SocGen, attraverso la sua controllata SGSS, è attiva in Italia nel settore dei servizi finanziari e, più specificamente, nell'offerta integrata di *securities services* tra i quali rilevano le attività di

¹ Nella presente versione alcuni dati sono omessi, in quanto si sono ritenuti sussistenti elementi di riservatezza o di segretezza delle informazioni.

² Cfr. Bilancio d'esercizio al 31/12/2016 di Monte Titoli S.p.A.

banca depositaria, di banca corrispondente e di custodia e regolamento titoli, di calcolo di valore delle quote NAV dei fondi, di amministrazione dei fondi e di *back-office*, fornendo quindi servizi di *post trading* agli investitori istituzionali, tra i quali servizi di custodia, banca depositaria a fondi italiani e soggetto incaricato dei pagamenti per i fondi esteri.

Il totale dell'attivo realizzato nel 2017 da Société Generale Securities Services S.p.A. è stato pari a circa [4-5] miliardi di euro, in Italia.

8. BNP Paribas Securities Services S.C.A., (nel seguito, anche, BNP2S) fa parte del gruppo BNP Paribas, attivo nell'erogazione di servizi bancari e finanziari. BNP2S presta servizi di natura bancaria e finanziaria ed è autorizzata ad effettuare attività di deposito, custodia e amministrazione di titoli e strumenti finanziari. In Italia, BNP2S è altresì autorizzata ad erogare i servizi di banca depositaria e di banca corrispondente di fondi comuni di investimento e di SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile), che rientrano tra gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio – OICR. BNP2S offre altresì servizi di gestione della liquidità dei propri clienti. Nel 2017, il totale attivo nazionale realizzato dal gruppo BNP Paribas, è risultato pari a circa [80-90] miliardi di euro.

9. NEXI S.p.A. (già ICBPI S.p.A.) è, a seguito del cambio di denominazione sociale avvenuto in data 8 gennaio 2018 dalla precedente denominazione ICBPI S.p.A. la capogruppo del Gruppo bancario che fornisce servizi e infrastrutture, per la competitività e la crescita di banche, istituzioni finanziarie e assicurative, Pubblica Amministrazione. NEXI ha, quale attività prevalente, quella di rendere più intensa ed efficace l'opera delle banche popolari italiane, alle cui finalità è ispirata la propria azione. NEXI è specializzata nella gestione dei Payment Services, nazionali – internazionali, e in quella dei Securities Services, svolgendo servizi di *post-trading*, *settlement* e custodia. NEXI è una banca di secondo livello non abilitata a svolgere servizi *retail*. Il totale dell'attivo realizzato da ICBPI (ora NEXI) nel 2016 è stato pari a circa [9-10] miliardi di euro.

III. IL SETTORE INTERESSATO

10. Le condotte segnalate interessano il settore dell'organizzazione e della gestione delle piattaforme di scambio di strumenti e titoli finanziari (ossia le c.d. Borse valori), con specifico riferimento all'erogazione dei servizi di *post-trading* ed, in particolare, del *settlement* e dei servizi ad esso accessori,

quali quelli della custodia finanziaria.

11. La gestione delle piattaforme di scambi finanziari risulta caratterizzata dall'erogazione di numerosi e differenti servizi lungo la filiera³. I principali sono quelli della quotazione di titoli e dello scambio degli stessi su apposite piattaforme, mentre quelli del c.d. *post-trading* si posizionano alla fine della filiera in quanto dedicati al perfezionamento delle transazioni. I differenti servizi sono nel seguito descritti:

- servizi di quotazione di titoli finanziari (c.d. *listing*) – tale servizio è erogato nei confronti dei c.d. soggetti emittenti (società ma anche Governi, nel caso dei titoli di Stato) che, al fine di ottenere finanziamenti attraverso il collocamento e la successiva negoziazione dei propri titoli presso il pubblico, richiedono la quotazione presso una determinata piattaforma;
- servizi di negoziazione dei titoli quotati (c.d. *trading*) – tale attività si sostanzia nell'organizzazione e definizione delle regole che consentono la conclusione di accordi di prezzo e quantità per lo scambio dei titoli quotati;
- servizi di *post-trading* – successivi alla fase di negoziazione, tali servizi comprendono le procedure con le quali vengono perfezionati i contratti aventi ad la compravendita degli strumenti finanziari, generalmente i servizi di *clearing* e di *settlement* e custodia.

12. Con specifico riguardo al *post-trading*, i servizi di *clearing* (compensazione) assicurano che compratore e venditore si siano accordati su condizioni di vendita identiche, che il venditore sia legittimato a vendere e che lo scambio avvenga nel rispetto della normativa applicabile. Gli operatori attivi in tale segmento di mercato, le c.d. *Clearing House*, possono anche operare come controparti centrali assumendosi il rischio di inadempimento del compratore o venditore al fine di agevolare l'esecuzione degli scambi.

13. Nella fase del *settlement* (regolamento) e della custodia, gli strumenti finanziari oggetto di compravendita vengono consegnati all'acquirente a fronte del pagamento concordato (attualmente la consegna dei titoli avviene esclusivamente tramite scritture digitali). In tale fase, pertanto, si dà attuazione a tutti gli obblighi contrattuali e, pertanto, verrà registrato il passaggio di proprietà di uno strumento finanziario dal venditore all'acquirente. Tali servizi sono erogati dai c.d. Depositari Centrali (ossia Monte Titoli nella sua veste di *issuer* CSD – *Central Security Depository*).

14. Rileva che i servizi a valore aggiunto della custodia finanziaria

³ L'individuazione dei mercati segue il consolidato orientamento comunitario in materia, come da ultimo riportato nel caso Deutsche Börse - London Stock Exchange (M7995), conclusosi con la mancata autorizzazione dell'operazione di concentrazione in data 27 marzo 2017.

possono considerarsi accessori a quelli di *settlement* e, a livello generale, si sostanziano nella gestione dei conti titoli, attività volta a registrare le operazioni di addebito e accredito del singolo operatore, come risultanti dalla fase del *settlement*, ed a gestire eventi societari quali, ad esempio, le operazioni sul capitale societario. Tali servizi sono generalmente offerti dai *custodian* ma anche dai Depositari Centrali, ossia Monte Titoli nella sua veste di *investor* CSD.

IV. IL CONTESTO NORMATIVO E REGOLAMENTARE

15. Nel settore del c.d. *post-trading* finanziario, ed in particolare rispetto al *settlement*, la gestione accentrata di titoli comprende, oltre al mantenimento dei vari conti titoli, il deposito presso un unico soggetto degli strumenti finanziari nazionali emessi che sono soggetti a compravendita sui mercati finanziari regolamentati. Tale attività risulta strettamente connessa al *settlement* delle transazioni finanziarie, in quanto la fase di perfezionamento delle compravendite finanziarie, ossia lo scambio degli strumenti finanziari da un lato e del controvalore pattuito dall'altro – la fase del *settlement*, risulta funzionalmente collegata alla custodia degli stessi strumenti finanziari emessi che sono oggetto di compravendita, ossia la gestione accentrata. Monte Titoli è l'unica società italiana autorizzata a svolgere entrambe le funzioni alla luce della normativa nazionale.

16. Il servizio di gestione accentrata nasce in Italia nel 1978 con la costituzione di Monte Titoli S.p.A.. Successivamente, la legge 289 del 1986 attribuì a Monte Titoli il monopolio dei servizi per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari del settore privato (azioni e obbligazioni), lasciando i titoli di Stato in gestione alla Banca d'Italia. Parallelamente, la Banca d'Italia gestiva il regolamento delle transazioni (*settlement*) attraverso piattaforme dedicate.

17. Il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, anche noto come Testo Unico della Finanza (c.d. TUF), ha riconosciuto il carattere privatistico dell'attività di gestione accentrata e del *settlement*, affidandolo ad imprese sottoposte al rilascio di una specifica autorizzazione e soggette a vigilanza sull'attività svolta. Per ciò che concerne la gestione accentrata degli strumenti finanziari diversi dai Titoli di Stato, Monte Titoli, con la delibera

CONSOB del 22 gennaio 2001⁴, è la sola società ad aver ricevuto l'autorizzazione a svolgere tale attività. Per i Titoli di Stato, l'attività è svolta in esclusiva da Monte Titoli in virtù dell'autorizzazione contenuta nel decreto ministeriale del MEF datato 23 agosto 2000⁵.

18. Per ciò che concerne il regolamento titoli, ossia il *settlement*, Monte Titoli è l'unica società italiana autorizzata a svolgere tale attività in virtù del provvedimento di Banca d'Italia, adottato d'intesa con la CONSOB, del 30 ottobre 2000⁶. A tale riguardo, si sottolinea che l'esercizio dell'attività di gestione accentrata rappresentava il principale requisito per l'ottenimento dell'autorizzazione a svolgere attività di *settlement* e che, pertanto, Monte Titoli rappresentava l'unico soggetto nazionale eligibile⁷.

19. Il legislatore comunitario è intervenuto nel 2004 emanando il c.d. 'Regolamento CSD'⁸, volto ad armonizzare e migliorare l'attività di regolamento dei titoli all'interno dell'Unione europea. Il Regolamento CSD, nello specifico, "*stabilisce obblighi uniformi per il regolamento degli strumenti finanziari dell'Unione e norme concernenti l'organizzazione dei depositari centrali di titoli (Central Securities Depositories - CSD) e lo svolgimento delle loro attività per promuovere un regolamento sicuro, efficace e agevole*"⁹. Coerentemente con la normativa nazionale descritta in precedenza, anche alla luce del Regolamento comunitario, il CSD (Depositario Centrale) risulta qualificabile come la persona giuridica che, allo stesso tempo, opera un sistema di regolamento titoli (*settlement*) e svolge attività di gestione accentrata¹⁰.

⁴ Cfr. CONSOB, Deliberazione 22 gennaio 2001 – Autorizzazione alla gestione accentrata di strumenti finanziari da parte della Monte Titoli S.p.A., deliberazione n. 12925, GU Serie Generale n. 26 del 01/02/2001.

⁵ Cfr. Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, Decreto 23 agosto 2000 – Affidamento del servizio di gestione accentrata dei Titoli di Stato, GU Serie Generale n. 204 del 01/09/2000.

⁶ Cfr. Provvedimento Banca d'Italia 30 ottobre 2000 – Autorizzazione alla gestione dei servizi di liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati rilasciata alla società Monte Titoli S.p.A., GU Serie Generale n. 206 del 07/11/2000.

⁷ Cfr. Banca d'Italia – Provvedimento 8 settembre 2000 – Compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati ex art. 69 del TUF, art. 3, comma 1, GU Serie Generale n. 212 del 11/09/2000.

⁸ Cfr. Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento titoli nell'Unione Europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012.

⁹ Cfr. Regolamento (UE) n. 909/2014, art. 1, comma 1, punto 1): «“depositario centrale di titoli” o “CSD”: persona giuridica che opera un sistema di regolamento titoli di cui al punto 3 della sezione A dell'allegato e fornisce almeno un altro servizio di base di cui alla sezione A dell'allegato». La sezione A del citato allegato al Regolamento CSD specifica che i «Servizi di base dei depositari centrali di titoli [ndr sono] 1) Registrazione iniziale dei titoli in un sistema di scritture contabili (“servizi di notariato”). 2) Fornitura e mantenimento dei conti titoli a livello più elevato (“servizio di gestione accentrata”). 3) Gestione di un sistema di regolamento titoli (“servizio di regolamento”)».

¹⁰ Cfr. Regolamento (UE) n. 909/2014, art. 2.

20. Nel 2008, con l'ausilio e la promozione del Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE), è iniziato lo sviluppo della piattaforma di *settlement* T2S (*Target 2 Securities*) al fine di fornire ai CSD dei vari Paesi aderenti, una piattaforma tecnica comune per effettuare il *settlement* delle transazioni (domestiche e transfrontaliere) di titoli. Nello specifico, attraverso T2S, i CSD affideranno alla BCE la gestione tecnica delle funzioni relative al *settlement* dei titoli, concentrandosi sull'erogazione dei servizi a valore aggiunto e le relative relazioni con la clientela. Pertanto, la creazione di T2S consente agli intermediari di regolare le transazioni di titoli concluse sui mercati nazionali ed europei utilizzando un unico conto per il *settlement*, riducendo il costo del regolamento delle operazioni transfrontaliere al fine di uguagliarlo a quello delle transazioni domestiche. Inoltre, la creazione della piattaforma consente di armonizzare e standardizzare le procedure di *settlement* al fine di stimolare la concorrenza tra i differenti CSD nazionali, nonché tra questi ed i *custodian*, rispetto ai servizi a valore aggiunto.

21. Avendo completato il processo di migrazione alla piattaforma T2S nel 2015, Monte Titoli rappresenta l'unico operatore nazionale in grado di operare il *settlement* sulla piattaforma comunitaria¹¹ e, svolgendo anche il ruolo di depositario centrale, rappresenta il solo soggetto che può ricoprire il ruolo di CSD anche alla luce della normativa comunitaria.

22. Allo stato, secondo quanto previsto dal Regolamento CSD, Monte Titoli ha richiesto alla Banca d'Italia e alla CONSOB la 'ri-autorizzazione' per operare come CSD ai sensi del citato regolamento comunitario. Secondo la società, l'approvazione della richiesta e l'accoglimento della nuova autorizzazione sono previsti per la prima metà del 2018¹².

V. I COMPORTAMENTI CONTESTATI

23. Le presunte condotte abusive di Monte Titoli concernono la politica di *pricing* applicata rispetto ai servizi di *settlement* a partire dal 2016. Tali

¹¹ Con l'introduzione di T2S parte dei servizi di *settlement*, ossia quelli relativi al funzionamento dell'infrastruttura tecnologica della piattaforma, sono erogati direttamente dalla BCE. Monte Titoli, in qualità di CSD, acquista tali servizi dalla BCE e li rivende ai propri clienti (sia DCP che ICP). Rileva che tali servizi offerti dalla BCE sono rivolti esclusivamente ai CSD dei differenti Paesi e non sono acquistabili direttamente dai *custodian*.

¹² Cfr. Comunicazione al mercato di Monte Titoli del 5 ottobre 2017, "Monte Titoli ha richiesto la ri-autorizzazione prevista dalla CSDR", disponibile al seguente link:
https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/CSDR%20_MN_ITA.pdf.

condotte, alla luce delle informazioni fornite dai segnalanti, risultano tuttora in corso e si sostanzierebbero principalmente in comportamenti con finalità escludente nei confronti dei *custodian*. In particolare, oggetto di contestazione è la presunta strategia escludente di compressione dei margini posta in essere da Monte Titoli a danno dei *custodian* concorrenti nell'offerta dei vari servizi della custodia finanziaria. Gli effetti di tale strategia risulterebbero amplificati dalla politica di scontistica applicata in favore dei nuovi clienti della stessa Monte Titoli.

24. A margine di tali comportamenti, oltre ad un generale aumento delle commissioni di regolamento e custodia relative agli strumenti finanziari italiani, i segnalanti lamentano che le commissioni di *settlement* applicate da MT ai CSD stranieri - *issuer* CSD di altri Paesi anch'essi aderenti alla piattaforma T2S - risultano maggiormente favorevoli rispetto a quelle applicate alle imprese segnalanti.

25. Con riguardo ai profili escludenti segnalati, Monte Titoli applicherebbe commissioni di *settlement* ai *custodian* concorrenti che risultano differenziate rispetto a quelle applicate ai soggetti che si avvalgono dei servizi integrati di Monte Titoli. Nella prassi tecnica del mercato, tali prezzi differenziati sono dipendenti dalla modalità di connessione delle due tipologie di operatori alla piattaforma T2S¹³.

26. Nello specifico, le banche segnalanti, che operano in qualità di *custodian*, sono in grado di connettersi direttamente alla piattaforma T2S, ossia rappresentano i c.d. DCP – *Directly Connected Parties*, e pagano a una commissione di *settlement* complessivamente pari a circa 0,47-0,48¹⁴ euro a transazione. A tali commissioni vanno aggiunti i costi interni sostenuti dai *custodian* al fine di erogare un completo servizio di regolamento ai propri clienti che, secondo le stime fornite dai segnalanti, sono pari a circa 30 centesimi, per un costo complessivo di regolamento pari a circa 0,70-0,75 euro a transazione.

Gli operatori che effettuano il regolamento delle transazioni direttamente attraverso i servizi integrati offerti da Monte Titoli in qualità di *investor* CSD, rappresentano i c.d. ICP – *Indirectly Connected Parties*, e pagano a Monte Titoli una commissione di regolamento pari a 0,50 euro a

¹³ Si vedano, al riguardo, i “Corrispettivi applicati agli intermediari - Generale” da Monte Titoli: https://www.lseg.com/sites/default/files/content/01032018%20Corrispettivi%20Intermediari_Generale%20_clean_2.pdf.

¹⁴ In particolare, i segnalanti specificano che tale costo si struttura in: 0,19 euro di fee, a cui si aggiunge il recupero dei costi della BCE (0,24 euro di costo medio, 0,15 euro per il *settlement*, 0,03 euro per il *matching*, 0,03 euro per il *day time settlement*, circa 0,05 euro per il *reporting*), oltre ai costi di comunicazione con la piattaforma T2S, per un totale di 0,47-0,48 euro a transazione.

transazione¹⁵.

27. Alla luce di tale differenziazione delle commissioni richieste, i segnalanti lamentano che l'offerta dei servizi integrati di Monte Titoli, equivalente ai 0,50 euro a transazione richiesti agli ICP, non sarebbe replicabile dai *custodian* concorrenti, in quanto, per il solo *settlement* primario, Monte Titoli richiede ai DCP una commissione pari a 0,47-0,48 euro a transazione.

28. In merito alla differenziazione di prezzo applicata da Monte Titoli ai DCP ed agli ICP, i segnalanti evidenziano altresì come questa risulti distintiva del mercato italiano. Ad esempio, Euroclear France, il CSD francese, prevede per i servizi di *settlement* sui titoli francesi degli sconti quantità in base ai volumi che, nella sostanza, avvantaggiano i DCP, ossia i *custodian* che operano in concorrenza con Euroclear France.

29. A supporto degli effetti escludenti della condotta, sia Intesa SanPaolo che BNP Paribas sostengono di aver perso clienti strategici, mentre ICBPI (NEXI) di aver subito l'interruzione delle trattative con due potenziali nuovi clienti. Société Générale ed ICCREA non hanno attualmente registrato una perdita di clientela ma, tuttavia, ritengono che ciò potrà accadere nel futuro.

30. Infine, in merito alla presunta previsione di condizioni economiche differenti per prestazioni equivalenti, i segnalanti lamentano che Monte Titoli richiede, per le transazioni aventi ad oggetto titoli italiani, commissioni di *settlement* pari a 0,10 euro a transazione ai CSD di altri Paesi aderenti a T2S, mentre le commissioni per i medesimi servizi applicate ai *custodian* nazionali sono pari alle circa 0,47-0,48 euro a transazione. A tale riguardo appare di rilievo sottolineare che i CSD degli altri Paesi, che operano in qualità di *issuer* CSD rispetto ai titoli emessi nel proprio territorio (come fa Monte Titoli in Italia), possono anch'essi (in qualità di *investor* CSD) erogare servizi di custodia in regime di concorrenza e, qualora la propria clientela voglia effettuare scambi basati strumenti finanziari depositati in Italia, l'*investor* CSD straniero dovrà rivolgersi a Monte Titoli per i servizi di *settlement* sui titoli italiani erogati da MT in qualità di *issuer* CSD.

¹⁵ Secondo le informazioni fornite dai segnalanti, tali commissioni sono entrate in vigore nel maggio 2016.

VI. VALUTAZIONI

(1) I mercati interessati: il mercato del settlement e dei servizi accessori della custodia finanziaria

31. Il contesto normativo e regolatorio descritto in precedenza individua l'attività di *settlement* effettuata dagli *issuer* CSD come mercato autonomo e distinto rispetto agli altri servizi di *post-trading* ed, in particolare, della custodia finanziaria¹⁶, dove i Depositari Centrali offrono i loro servizi in regime di concorrenza (nella loro veste di *investor* CSD). Tali servizi, erogati dai *custodian* in concorrenza con gli *investor* CSD, oltre ai servizi di regolamento delle transazioni effettuate dalla propria clientela, sono quelli della c.d. custodia intermedia, ossia la registrazione degli atti di trasferimento degli strumenti finanziari disposti dalla clientela, come anche servizi di tipo non bancario (servizi fiscali, di gestione delle garanzie, di prestito titoli, di notariato, ecc.) e servizi bancari quali la fornitura di conti correnti ai partecipanti di un sistema di regolamento titoli, apertura di linee di credito, servizi di pagamento, ecc.¹⁷.

In virtù dell'articolazione dei servizi finanziari oggetto d'analisi, i servizi di *settlement* erogati da Monte Titoli e quelli della custodia sono caratterizzati da una relazione di tipo verticale, rispetto alla quale il servizio di *settlement* primario di Monte Titoli rappresenta il mercato a monte, mentre i servizi accessori della custodia finanziaria, costituiscono il mercato a valle.

32. Per comprendere la distinzione tra le attività di *settlement* erogate da Monte Titoli nel mercato a monte (*issuer* CSD) e quelle erogate a valle dai *custodian* e dalla stessa Monte Titoli, in qualità di *investor* CSD, è opportuno considerare che la compravendita di uno strumento finanziario non è effettuata direttamente da venditore ed acquirente, in quanto gli stessi saranno intermediati da operatori finanziari che, a loro volta, si rivolgeranno ai *custodian* e/o la stessa Monte Titoli per perfezionare le transazioni.

¹⁶ In particolare, il citato regolamento CSD (Sezione A, B e C dell'Allegato al Regolamento 909/2014) distingue chiaramente tra "Servizi di base dei depositari centrali di titoli", che include il servizio di gestione accentrata e di *settlement*, erogati dagli *issuer* CSD, i "Servizi accessori di tipo non bancario [...]" ed i "Servizi accessori di tipo bancario". Rileva altresì che il considerando 40 al Regolamento sottolinea che "Al fine di fornire un accesso aperto e non discriminatorio ai loro servizi, tenuto conto del potere di mercato tuttora significativo dei CSD sul territorio dei rispettivi Stati membri, i CSD [...] dovrebbero mantenere contabilità separate dei costi e dei ricavi afferenti a ciascun servizio di base e ai servizi accessori". Si veda, a tale riguardo, anche la decisione della Commissione nel caso M7995, citato.

¹⁷ Si veda, al riguardo, il Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n. 236/2012.

I *custodian* e Monte Titoli, remunerati dalla propria clientela (gli intermediari finanziari scelti da venditore ed acquirente), dovranno occuparsi della custodia dei titoli finanziari acquistati e/o venduti dai propri clienti e, pertanto, pagare a Monte Titoli le commissioni di *settlement* primario per la sua attività di *issuer* CSD¹⁸. In tale assetto di mercato, pertanto, rileva che la stessa Monte Titoli offre servizi di custodia come intermediario finanziario (*investor* CSD) trovandosi in diretta concorrenza con i *custodian* nell'erogazione di servizi a valore aggiunto nei confronti della propria clientela.

33. Pertanto, nel mercato dei servizi di *settlement* e di quelli accessori della custodia, Monte Titoli opera con un duplice ruolo: come infrastruttura di mercato (*issuer* CSD) nel mercato a monte della regolazione delle transazioni (*settlement*) su T2S in cui, come nel seguito esposto, risulta qualificabile come operatore in posizione dominante; come operatore di mercato (*investor* CSD) in concorrenza con gli altri *custodian* nel mercato a valle dell'offerta dei servizi accessori della custodia finanziaria.

34. In merito alla dimensione geografica del mercato del *settlement* e dei servizi ad esso accessori, tali mercati risultano di dimensione nazionale in quanto gli strumenti finanziari nazionali (azioni, obbligazioni e Titoli di Stato) vengono depositati presso Monte Titoli, il CSD nazionale, che svolge anche il regolamento delle relative transazioni.

(2) *La posizione dominante di Monte Titoli*

35. In virtù del contesto normativo e regolamentare descritto nella precedente sezione IV, Monte Titoli rappresenta l'unico Depositario Centrale (*issuer* CSD) nazionale e, pertanto, risulta qualificabile come operatore in posizione di monopolio nel mercato del *settlement* degli strumenti finanziari italiani. Come esposto, nella sue veste di Depositario Centrale, Monte Titoli rappresenta l'unico operatore autorizzato ad offrire i servizi di gestione

¹⁸ Appare di rilievo sottolineare che le commissioni di *settlement* verranno pagate a Monte Titoli (*issuer* CSD) solo in caso di regolamento esterno delle transazioni e non nel caso di *settlement* interno. Infatti, il *settlement* interno si verifica nel caso in cui, rispetto alla compravendita di uno strumento finanziario, acquirente e venditore sono intermediati dallo stesso operatore finanziario. In questo caso, siccome il passaggio di proprietà dello strumento è interno allo stesso intermediario finanziario, questo non dovrà comunicare a MT alcun passaggio di proprietà, in quanto presso Monte Titoli l'intermediario finanziario risulta comunque in possesso del titolo scambiato. L'intermediario dovrà effettuare esclusivamente un *settlement* interno in cui viene registrato il passaggio di proprietà del titolo dal proprio cliente venditore al proprio cliente acquirente. Viceversa, se l'intermediario dell'acquirente e del venditore non coincidono, il passaggio di proprietà dovrà essere registrato presso MT, che effettuerà l'attività di *settlement* dietro pagamento di una commissione richiesta agli intermediari.

accentrata e quelli di *settlement*, attualmente svolti attraverso la piattaforma comunitaria T2S.

36. Nello specifico, Monte Titoli è l'operatore presso cui sono depositati gli strumenti finanziari emessi in Italia e che, allo stesso tempo, svolge attività di regolamento delle transazioni monetarie connesse alla compravendita di titoli. Pertanto, Monte Titoli è il solo operatore che può procedere al perfezionamento delle transazioni finanziarie in quanto, da un lato, effettua lo scambio dei titoli tra controparti, registrando i passaggi di proprietà attraverso scritture contabili e, allo stesso tempo, procede al regolamento del controvalore pattuito tra acquirente e venditore.

37. In conclusione, rileva considerare che il regolamento di una transazione avente ad oggetto strumenti finanziari nazionali può avvenire esclusivamente attraverso l'attività effettuata da Monte Titoli e, pertanto, i suoi servizi di *settlement* primario (mercato a monte) risultano indispensabili ed insostituibili per l'erogazione dei servizi accessori, quali quelli della custodia finanziaria (mercato a valle).

(3) *Le condotte e la qualificazione della fattispecie*

38. I comportamenti posti in essere da Monte Titoli a partire dal 2016 appaiono suscettibili di configurare una fattispecie abusiva con finalità escludente che si è sostanziata in una politica di compressione dei margini nel mercato a valle dell'offerta dei servizi della custodia finanziaria, nonché in scelte discriminatorie nei confronti delle controparti contrattuali. Gli effetti di tale condotta escludente risulterebbero ulteriormente accentuati a fronte della scontistica applicata da Monte Titoli ai nuovi clienti dei propri servizi integrati (gli ICP).

39. Nello specifico, Monte Titoli, operatore dominante nel mercato a monte del *settlement*, attraverso le descritte tariffe applicate agli ICP e DCP, può concretamente esercitare il proprio potere di mercato anche nei servizi a valle offerti in concorrenza con altri operatori, riducendo i margini di profittabilità di questi ultimi fino a rendere non competitive le offerte dei propri concorrenti.

40. Infatti, l'offerta integrata del *settlement* di Monte Titoli nel mercato a valle, che vede l'applicazione di una commissione pari a 0,50 euro a transazione per gli operatori c.d. ICP, appare, sulla base dei dati forniti dai segnalanti, difficilmente replicabile dai concorrenti. I segnalanti, infatti, evidenziano che per il solo servizio nel mercato a monte, le commissioni

richieste da Monte Titoli corrispondono complessivamente a 0,47-0,48 euro a transazione agli operatori c.d. DCP. Pertanto, le tariffe di MT implicano circa 0,03 euro per coprire i costi ulteriori ed i margini nel mercato a valle, mentre, secondo i segnalanti, i costi (esclusi i margini) per l'erogazione dei servizi nel mercato a valle sarebbero pari a circa 0,70-0,75 euro a transazioni, senza prevedere l'applicazione di *mark-up*.

41. L'effetto escludente di una simile condotta, che può altresì essere amplificato dagli sconti applicati da Monte Titoli, risiede nella possibile sottrazione di clientela ai segnalanti, ossia i *custodian* concorrenti di MT. Inoltre, tale strategia va inquadrata nel contesto d'implementazione della piattaforma T2S da parte della BCE, il cui obiettivo risiede proprio nell'intensificare la concorrenza tra CSD nazionali, e tra questi ed i *custodian* nell'erogazione dei servizi a valore aggiunto, quali quelli della custodia finanziaria. All'interno di T2S, infatti, la BCE svolge le principali attività tecniche di *settlement* precedentemente svolte dai CSD nazionali, potendo questi concentrarsi nell'erogazione di servizi a valore aggiunto in qualità di *investor* CSD, offerti nel mercato a valle in regime di concorrenza con gli altri operatori¹⁹.

La stessa Monte Titoli, descrivendo nel proprio bilancio l'attività svolta, illustra i cambiamenti conseguenti all'introduzione di T2S : “*Fino al 31 agosto 2015 il servizio di settlement veniva erogato direttamente da Monte Titoli ai clienti finali [...]; l'avvento di T2S ha introdotto una radicale trasformazione del modello di servizio per effetto del quale Monte Titoli acquista i servizi di settlement direttamente dalla European Central Bank e li vende al cliente finale*”²⁰.

42. Infine, alla luce delle caratteristiche della posizione dominante detenuta da Monte Titoli in qualità di Depositario Centrale, appaiono meritevoli di attenzione le generali condizioni economiche applicate ai servizi di *settlement* sia rispetto agli intermediari finanziari ma anche con riguardo ai CSD stranieri aderenti alla piattaforma T2S.

(4) Il pregiudizio al commercio comunitario

43. In base alle evidenze in atti, i presunti comportamenti restrittivi hanno

¹⁹ I segnalanti sostengono che la politica di prezzo di Monte Titoli, ed in particolare, l'elevata commissione applicata ai DCP (prezzo del servizio a monte) sia funzionale a finanziare i servizi a valore aggiunto che Monte Titoli offre agli ICP nel mercato a valle, ossia l'applicazione da parte di MT di sussidi incrociati dai servizi a monte in favore di quelli a valle.

²⁰ Cfr. Bilancio al 31 dicembre 2016 di Monte Titoli S.p.A., pag. 31.

insistito sull'intero territorio nazionale e, pertanto, il presunto abuso avrebbe, per sua stessa natura, l'effetto di consolidare la compartimentazione nazionale, ostacolando così l'integrazione economica voluta dal Trattato CE (ora TFUE) e determinando un pregiudizio al commercio tra Stati membri che giustifica la contestazione della violazione dell'articolo 102 TFUE.

RITENUTO, pertanto, che i comportamenti posti in essere con finalità escludente da Monte Titoli, a partire dal 2016 e ancora in corso, volti principalmente a comprimere i margini di operatività degli operatori concorrenti ma anche ad applicare condizioni discriminatorie, al predetto fine di limitarne l'operatività sul mercato, siano suscettibili di configurare una violazione dell'art. 102 TFUE;

DELIBERA

- a) l'avvio dell'istruttoria, ai sensi dell'articolo 14 della legge n. 287/90, nei confronti di Monte Titoli S.p.A., per accertare l'esistenza di possibili violazioni dell'articolo 102 TFUE;
- b) la fissazione del termine di 30 giorni decorrenti dalla notifica del presente provvedimento per l'esercizio da parte dei legali rappresentanti delle parti del diritto di essere sentiti, precisando che la richiesta di audizione dovrà pervenire alla Direzione Credito, Poste e Turismo di questa Autorità almeno 15 giorni prima della scadenza del termine sopra indicato;
- c) che il responsabile del procedimento è il dott. Giacomo Nervegna;
- d) che gli atti del procedimento possono essere presi in visione presso la Direzione Credito, Poste e Turismo di questa Autorità dai rappresentanti legali delle parti, nonché da persona da essi delegata;
- e) che il procedimento deve concludersi entro il 31 maggio 2019.

Il presente provvedimento sarà notificato ai soggetti interessati e pubblicato nel Bollettino dell’Autorità garante della Concorrenza e del Mercato.

IL SEGRETARIO GENERALE

Roberto Chieppa

IL PRESIDENTE

Giovanni Pitruzzella