



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI DI FINANZA

STUDI E RICERCHE

L'INDUSTRIA DEI SERVIZI DI REGOLAMENTO
DELLE OPERAZIONI IN TITOLI.

STRUTTURA, DINAMICHE COMPETITIVE
E QUESTIONI REGOLAMENTARI

N. LINCIANO, G. SICILIANO, G. TROVATORE

N. 58 – Maggio 2005

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Claudio Salini, Giovanni Siciliano.

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477462 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

L'INDUSTRIA DEI SERVIZI DI REGOLAMENTO DELLE OPERAZIONI IN TITOLI

Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari

Nadia Linciano
Giovanni Siciliano
Gianfranco Trovatore (*)

Abstract

La struttura e l'evoluzione dell'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in strumenti finanziari (clearing e settlement) sono da tempo all'attenzione dei regulators nazionali e internazionali. La crescita degli scambi cross border e la rilevanza del clearing e settlement per lo sviluppo, l'integrità e l'integrazione dei mercati finanziari hanno dato impulso ad un intenso dibattito fra policy makers e operatori circa le iniziative regolamentari necessarie per governare l'evoluzione del settore. Il lavoro affronta questi temi partendo da una descrizione dei servizi e delle dinamiche competitive che caratterizzano il settore, evidenziando il fenomeno della progressiva erosione del confine fra infrastrutture di mercato (i cosiddetti Central Securities Depository o CSD nella terminologia anglosassone) e intermediari. Lo studio sottolinea le analogie fra le dinamiche competitive che si instaurano fra CSD e banche (global custodian), da un lato, e fra CSD che gestiscono il conto dell'emittente (issuer CSD) e altri CSD (operanti in altri paesi o che non gestiscono direttamente il conto dell'emittente), dall'altro. Il lavoro chiarisce, inoltre, i motivi per i quali l'issuer CSD assume inevitabilmente una posizione di monopolio o di fortissimo potere di mercato nell'offerta dei servizi di regolamento sui titoli che ha in custodia. Gli accordi operativi (link) ai quali i CSD possono aderire dovrebbero, teoricamente, attenuare il potere monopolistico dell'issuer CSD. Sia la teoria che la prassi suggeriscono, tuttavia, che i CSD hanno scarsi incentivi a rendere efficiente e poco costoso l'utilizzo di tali link, poiché ciò li espone a maggiori pressioni concorrenziali e al rischio di perdita di quote di mercato. La teoria economica suggerisce che l'access price regulation potrebbe essere un utile schema di riferimento qualora il regulator intendesse vagliare l'opportunità di prevedere forme di controllo delle tariffe di accesso all'infrastruttura. Secondo questo modello teorico, il regolatore dovrebbe rendere omogenei e non discriminatori i costi e le modalità di accesso alla "rete" gestita dall'issuer CSD per tutte le tipologie di utenti, cioè intermediari, global custodian e investor CSD, allo scopo di consentire loro di accedere, direttamente come membro o indirettamente attraverso una infrastruttura analoga, al conto titoli presso l'issuer CSD e di effettuare il regolamento di operazioni sui titoli ivi accentrati. L'access regulation non può essere, tuttavia, l'unico strumento di regolamentazione. Il controllo delle tariffe rischierebbe di rivelarsi poco efficace sul piano delle dinamiche concorrenziali qualora non venisse combinato con interventi di armonizzazione degli standard operativi e di rimozione delle barriere legali e fiscali che, al momento, possono vincolare gli emittenti, gli intermediari e gli investitori nella scelta dell'infrastruttura di post trading, come ampiamente evidenziato nei due rapporti del Gruppo Giovannini. Inoltre, eventuali iniziative di regolamentazione dell'accesso all'infrastruttura realizzate solo in ambito nazionale avrebbero verosimilmente l'effetto di alterare la concorrenza tra i CSD di diversi paesi. Il CSD "regolamentato", infatti, sarebbe costretto ad aprire o a facilitare l'accesso alla propria infrastruttura ai suoi competitors, cioè CSD esteri e global custodian, senza poter contare su condizioni di reciprocità. L'applicazione dei principi dell'access price regulation richiederebbe dunque un'azione coordinata a livello internazionale in grado di garantire condizioni di reciprocità e di omogeneità di applicazione fra i diversi paesi.

* Consob, Divisione Mercati e Consulenza Economica. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

INDICE

1. Introduzione

2. I servizi e l'assetto dell'industria
 - 2.1 I servizi *core*
 - 2.2 I servizi *non core*
 - 2.2.1 I servizi per gli emittenti
 - 2.2.2 I servizi per gli investitori e gli intermediari
 - 2.3 L'assetto dell'industria in Europa e negli USA

3. Le dinamiche competitive
 - 3.1 La competizione fra CSD e *global custodian*
 - 3.2 La competizione e i *link* fra CSD nelle operazioni *cross-border*
 - 3.3 Le barriere alla competizione internazionale

4. Le iniziative regolamentari in ambito internazionale
 - 4.1 La Comunicazione della Commissione Europea
 - 4.2 Gli standard ECB-CESR

5. Competizione e tariffazione dei servizi *core*: le riflessioni della teoria economica
 - 5.1 La regolamentazione dei settori con economie di rete
 - 5.1.1 La regolamentazione dell'accesso
 - 5.1.2 La regolamentazione dell'interconnessione
 - 5.2 Le *platform industries*
 - 5.3 *Access regulation* e *post trading*: spazi di applicazione e profili di criticità
 - 5.4 Consolidamento, modelli organizzativi e *corporate governance*

6. Conclusioni

1. Introduzione

La struttura e l'evoluzione dell'industria dei servizi di compensazione e regolamento delle operazioni in strumenti finanziari (*clearing* e *settlement*) sono da diversi anni all'attenzione dei *regulators* nazionali e internazionali. È ormai acclarata la rilevanza delle funzioni di *clearing* e *settlement* per la crescita, l'integrità e l'integrazione dei mercati finanziari. Un processo di liquidazione sicuro, efficiente e offerto a prezzi competitivi è un fattore che contribuisce ad accrescere la liquidità dei mercati, ne garantisce l'integrità, agevola la diversificazione internazionale del portafoglio e minimizza i rischi di contagio e di instabilità macro-sistemica.

I processi che, negli ultimi anni, hanno contribuito a stimolare il dibattito sull'industria del *post-trading* sono fondamentalmente tre.

In primo luogo, l'internazionalizzazione degli scambi e la globalizzazione dei mercati hanno messo sempre più in luce l'inefficienza e gli elevati costi di liquidazione delle operazioni concluse fra operatori residenti in diversi Paesi o aventi ad oggetto titoli accentrati in Paesi diversi da quello di residenza dell'investitore. Da più parti sono state paventate le conseguenze negative sulla liquidità dei mercati, sugli impulsi alla diversificazione internazionale dei portafogli e sulla fruizione dei benefici potenziali connessi all'introduzione dell'euro.

In secondo luogo, importanti operazioni d'integrazione "orizzontale", ossia di consolidamento e di aggregazione transnazionali, realizzate in assenza di un quadro regolamentare armonizzato, hanno portato allo sviluppo di soggetti con un'operatività realmente pan-europea. In ambito domestico, inoltre, sono state perfezionate alcune operazioni di integrazione "verticale", per effetto delle quali un solo soggetto controlla sia le attività di *trading* che quelle di *post-trading*. Il consolidamento e le integrazioni si sono accompagnati – come nel caso delle borse – ad un processo di "demutualizzazione", che ha visto la trasformazione di società di fatto "cooperative" a vere e proprie società per azioni *for profit*. Questi processi hanno alimentato preoccupazioni per le possibili implicazioni distorsive sulla concorrenza, soprattutto nel caso dell'integrazione verticale che potrebbe alimentare forme di discriminazione tariffaria attraverso l'applicazione di un'unica tariffa per i servizi di *trading* e *post-trading* (cosiddetto *price bundling*) anche allo scopo di sussidiare in via incrociata le diverse attività del gruppo.

Infine, alcuni CSD (*Central Securities Depository*¹) hanno iniziato a trarre profitto dalla prestazione di nuovi servizi, certamente accessori, ma non coesenziali ai processi di liquidazione (ad esempio, il prestito di titoli o di contante), assumendo di conseguenza rischi qualitativamente "nuovi" rispetto a quelli che caratterizzano una mera infrastruttura di mercato. Tale processo ha un duplice impatto: i CSD entrano potenzialmente in competizione con i *players* già esistenti e cioè con le banche che prestano a livello globale l'attività di custodia dei titoli (cosiddetti *global custodian*); si profila inoltre l'eventualità che i rischi di natura tendenzialmente creditizia (*credit* e *liquidity risks*) possano propagarsi al *core-business* dei CSD ed aggiungersi ai rischi di natura operativa (*operational risks*) normalmente associati alla gestione delle infrastrutture di mercato. Con riferimento a questi aspetti, le Autorità di

¹ Il termine CSD indica comunemente un soggetto che svolge sia la funzione di regolamento sia quella di gestione e custodia dei titoli. In ambito nazionale tali entità sono assimilabili all'italiana Monte Titoli Spa, ma esistono anche depositari centrali che svolgono tale funzione in più Paesi ed assumono, pertanto, una dimensione internazionale (ICSD o *International Central Securities Depository* quali *Euroclear Banking S.A.*, società di diritto belga, e *Clearstream Banking International S.A.*, società di diritto lussemburghese).

vigilanza e regolamentazione sono dunque chiamate ad affrontare, da un lato, i temi della competizione e del pericolo di abuso di posizioni dominanti (soprattutto in ambito domestico dove l'offerta avviene in condizioni di sostanziale monopolio) e, dall'altro, i problemi legati alla necessità di mitigare e gestire adeguatamente i rischi di credito eventualmente assunti dai CSD, nell'ottica di prevenire la loro propagazione ai servizi di liquidazione dotati di valenza infra-strutturale.

In estrema sintesi, il dibattito ruota intorno ai problemi definibili genericamente di *fairness* e di creazione di un quadro regolamentare che garantisca, allo stesso tempo, competizione (prevenendo abuso di posizioni dominanti, restrizioni nell'offerta dei servizi, prezzi discriminatori o monopolistici, etc.), efficienza e stabilità (sicurezza operativa, controllo dei rischi). Si tratta di aspetti che hanno una rilevanza cruciale per i mercati, poiché è indubbio che un processo di liquidazione offerto in un contesto di tutela della concorrenza e dell'efficienza contribuisce a garantire l'integrità dei mercati, oltre ad accrescerne la liquidità, lo spessore e l'efficienza.

Fra gli obiettivi di tutela della concorrenza e di stabilità esiste un *trade off*. Questo *trade off* si riflette nella definizione dell'approccio/strategia regolamentare. Quella rigidamente funzionale (regolamentazione per attività, indipendentemente dalla natura giuridica del soggetto che le svolge) privilegia la salvaguardia degli obiettivi di concorrenza e di creazione del cosiddetto *level playing field*, mentre quella rigidamente per soggetto (con precise riserve di attività e distinzione netta fra "infrastrutture" e intermediari) privilegia invece gli aspetti di stabilità.

La scelta della strategia regolamentare richiede una chiara identificazione delle diverse fasi della catena del valore, nonché una chiara demarcazione tra l'attività di *clearing* e *settlement* (*core services*) e i servizi accessori non strettamente collegati (*non core services*). È parimenti centrale la distinzione dei soggetti fra infrastrutture e intermediari.

Tale distinzione è nella pratica tutt'altro che netta. Nella prassi operativa, infatti, alcuni intermediari, quali ad esempio i *global custodian* o le banche che internalizzano in maniera sistematica gli ordini della clientela, offrono servizi di *settlement* interni se l'acquirente e il venditore hanno un conto titoli presso lo stesso intermediario (circostanza altamente probabile per i soggetti che dispongono di un elevato ammontare di titoli in custodia per conto dei clienti). Si verifica, altresì, che soggetti registrati, nel proprio paese, come banche abbiano lo *status* di CSD (in particolare, i due CSD internazionali presenti in Belgio e in Lussemburgo) e offrano servizi che implicano l'assunzione di rischio di credito e liquidità (prestito titoli e contante).

Questi fenomeni, che di fatto indeboliscono la demarcazione tra infrastrutture del *post trading* e intermediari, sollevano profili di criticità sul piano della tutela della concorrenza e sul piano della stabilità. La concorrenza potrebbe infatti essere pregiudicata sia nell'ambito dell'offerta dei servizi *non core* a causa del vantaggio competitivo di cui dispongono i CSD rispetto alle banche, sia nell'ambito dell'offerta dei servizi *core* a causa della posizione di monopolisti naturali detenuta (come si vedrà dettagliatamente in seguito) dai CSD. La stabilità potrebbe risultare compromessa sia per l'assunzione di rischi tipici degli intermediari bancari da parte dei CSD che svolgono attività *non core*, sia per l'assunzione di rischi tipici dei CSD da parte delle banche che offrono servizi di regolamento e custodia su larga scala.

A fronte di questi profili problematici, è emersa l'esigenza di definire in ambito europeo un quadro regolamentare armonizzato similmente a quanto fatto nel settore dei servizi di investimento e delle borse.

All'inizio del 2001 la Commissione Europea ha dato mandato al cosiddetto "gruppo Giovannini" di studiare il settore e dai lavori del gruppo sono scaturiti due rapporti². Anche sulla base di tali lavori la Commissione Europea ha recentemente emanato una comunicazione sulla strategia regolamentare che intende perseguire³. Allo stesso tempo un gruppo di lavoro ECB-CESR ha elaborato una serie di standard diretti a promuovere una maggiore sicurezza ed efficienza dei servizi di *clearing* e *settlement* in ambito UE, traendo spunto dai lavori di un precedente gruppo CPSS-IOSCO, in cui vengono affrontati anche alcuni dei problemi inizialmente individuati nei rapporti del gruppo Giovannini e successivamente nella Comunicazione della Commissione⁴.

Il presente lavoro si propone di fornire un quadro ragionato e sistematico dei temi legati all'evoluzione dell'industria del *clearing* e *settlement*, partendo anzitutto dalla descrizione delle caratteristiche e del funzionamento dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli (servizi *core*) e dei servizi accessori (*non core*) (par. 2). Si analizza in particolare la dinamica della concorrenza fra CSD e *global custodian* e fra CSD operanti in diversi paesi (par. 3); viene inoltre affrontato il problema della interrelazione fra gli aspetti di competizione e quelli di regolamentazione dei rischi e di stabilità. Questo tema è alla base degli standard ECB-CESR che, insieme alle indicazioni della Comunicazione della Commissione Europea, vengono esaminati nel par. 4. Il paragrafo seguente del lavoro è dedicato ad una descrizione di alcuni sviluppi della teoria microeconomica che possono avere implicazioni per la strategia regolamentare del settore del *clearing* e *settlement*, con specifico riguardo agli aspetti di competizione e, più in particolare, di regolazione delle tariffe. Il paragrafo finale conclude riassumendo i punti salienti del dibattito, i *pro* e i *contro* di alcune opzioni di *policy* con particolare riguardo al tema della regolamentazione delle tariffe e dell'accesso alle strutture di *post-trading*.

2. I servizi e l'assetto dell'industria

2.1 I servizi *core*

L'analisi dell'industria del *clearing* e *settlement* richiede necessariamente una definizione della cosiddetta "catena del valore", cioè della sequenza delle fasi che caratterizzano la produzione del servizio in questione.

La Tavola 1 offre un tentativo di individuazione delle fasi della catena del valore nei servizi di *post trading*, con riferimento specifico a transazioni domestiche su azioni (o altri strumenti finanziari) effettuate su un mercato regolamentato in cui opera una controparte centrale (*central counterparty* o CCP).

La prima fase della catena del valore viene solitamente individuata nel servizio di riscontro e rettifica (cosiddetto *matching*) dei contratti eseguiti in borsa; tale servizio si

² *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, The Giovannini Group, novembre 2001 e *Second report on EU clearing and settlement arrangements*, The Giovannini Group, aprile 2003.

³ *Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*, Comunicazione della Commissione Europea al Consiglio e al Parlamento Europeo, 28.4.2004.

⁴ *Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in Europe*, CESR/ECB, ottobre 2004.

sostanza in un controllo formale della concordanza dei dati relativi alle operazioni concluse. Tali dati sono acquisiti normalmente in maniera elettronica e automatizzata dalle borse e dai mercati regolamentati. I contratti generati da borse con sistemi di *trading* di tipo *order driver* (dove le proposte vengono incrociate automaticamente dal sistema) sono, di solito, *pre-matched* (ossia già validati e riscontrati) e possono essere inoltrati direttamente ai sistemi di *clearing e settlement*⁵. Le operazioni eseguite al di fuori dei mercati regolamentati (contratti fuori borsa e OTC), che normalmente non sono assistite dalla garanzia della controparte centrale, sono inviate al sistema di riscontro e rettifica direttamente dagli intermediari e possono richiedere un controllo sulla concordanza dei dati segnalati dalle controparti di ogni contratto che implica maggiori attività manuali e non automatizzabili.

Tav. 1

**La catena del valore nei servizi di *clearing e settlement*
(transazione domestica su titoli azionari quotati)**

| Tipologia di servizio | RISCONTRO E RETTIFICA (MATCHING) | CLEARING E CONTROPARTE CENTRALE (CCP) | | SETTLEMENT | | CUSTODIA (CUSTODY) | SERVIZI ACCESSORI |
|--------------------------|--|---|---|---|---|---|--|
| | | Novazione e risk management | Exposure netting | Settlement netting | Settlement instructions | | |
| Descrizione del servizio | Acquisizione dei dati sulle operazioni (da intermediari o borse) e verifica concordanza dei termini delle transazioni. | La CCP (ove prevista) si interpone in ogni contratto (diviene acquirente di ogni venditore e venditore di ogni acquirente). La CCP gestisce il rischio di controparte con il calcolo e la richiesta dei margini di garanzia (ed eventualmente con il proprio capitale). | Le transazioni di uno stesso soggetto e su uno stesso titolo (stesso tipo conto e data valuta) concluse con più controparti vengono aggregate in un'unica transazione con la CCP (creazione di saldi bilaterali compensati con la CCP). | Transazioni di uno stesso soggetto e su uno stesso titolo (saldi compensati con la CCP e transazioni con altri soggetti) vengono compensate per minimizzare il numero totale di operazioni da regolare (creazione di saldi multilaterali compensati). | <ul style="list-style-type: none"> - Generazione delle istruzioni di trasferimento titoli e contanti (DVP o FOP). - Interazione con il sistema di pagamento <i>cash</i> - Gestione dei <i>fail</i> | <ul style="list-style-type: none"> - Gestione del conto titoli (di solito, in forma dematerializzata come <i>book-entry account</i>) e registrazione delle operazioni in accredito o addebito derivanti dalla fase di <i>settlement</i> - Gestione del <i>collateral</i> per le operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale | <ul style="list-style-type: none"> - Gestione delle <i>corporate actions</i> - Gestione <i>proxy voting</i> e gestione OPAS - Prestito titoli - Servizi bancari (<i>global/local agent</i>, depositi, concessione di finanziamenti) - Servizi fiscali connessi all'incasso di cedole e dividendi su titoli esteri |

La seconda fase del processo abbraccia i servizi genericamente definiti come *clearing*, che possono essere svolti, in tutto o in parte, dalla controparte centrale (CCP). Il primo è il servizio di novazione ed è il cuore dell'attività della CCP, poiché si sostanzia nella minimizzazione del rischio di controparte e nella garanzia di anonimato delle transazioni: la CCP si interpone in tutti i contratti e diviene l'acquirente di ogni venditore e il venditore di ogni acquirente. Si tratta di un servizio preordinato allo svolgimento del *clearing* in senso stretto, legato alle operazioni di *exposure netting e settlement netting*.

L'*exposure netting* consiste nell'aggregare i contratti di un dato soggetto su un dato strumento finanziario in un unico saldo nei confronti della CCP (saldo bilaterale compensato con la CCP). Si tratta di un'operazione necessaria per il corretto calcolo dei margini da parte della CCP e per la corretta gestione del rischio di controparte, che è l'elemento caratterizzante dell'attività della CCP.

⁵ In questi casi, il regolamento può avvenire in maniera completamente automatizzata ed elettronica, senza ulteriori interventi manuali nelle varie fasi della catena del valore (cosiddetto, *straight-through processing* o STP).

Il *settlement netting* consiste nel compensare le operazioni di segno opposto effettuate da un dato soggetto su un dato strumento finanziario nei confronti di tutti gli altri soggetti con cui ha operato, inclusa la CCP (con la creazione di saldi multilaterali compensati). Il servizio è teso a minimizzare il numero di operazioni da regolare. Nella Tav. 1, il servizio è stato inserito nella fase della catena del valore già identificata come vero e proprio *settlement*. Nei sistemi di liquidazione su base netta infatti possono confluire, oltre ai saldi “compensati” con la CCP, altre operazioni (dello stesso soggetto e sullo stesso strumento finanziario) con altre controparti, dando luogo a un ulteriore e più “efficiente” processo di *netting*. Non a caso, osservando il quadro europeo dell’industria (cfr. par. 2.3), si rilevano diverse soluzioni e assetti istituzionali che vedono la fase del *settlement netting* assegnata a controparti centrali così come a strutture definibili più propriamente come CSD.

A titolo di esempio, la Fig. 1 illustra, nel caso italiano, l’interazione fra il sistema di riscontro e rettifica (RRG) gestito da Monte Titoli Spa e la controparte centrale, la Cassa di Compensazione e Garanzia Spa. I sistemi di trading inoltrano a RRG contratti effettuati su mercati assistiti dalla garanzia della Cassa (sui quali è specificato il codice controparte centrale); il servizio di RRG interpone tra i soggetti originari la controparte centrale dando origine a due distinte operazioni (cosiddetto “raddoppio” e “novazione”)⁶. I contratti riportanti i soggetti originari vengono inviati alla Cassa per il calcolo dei margini. Gli intermediari inoltrano poi a RRG operazioni OTC sulle quali possono avvalersi della garanzia della Cassa (e sulle quali è pure specificato il codice controparte centrale). Analogamente, il servizio di RRG riscontra le operazioni OTC e invia i contratti alla Cassa. Il servizio infine aggrega in saldi bilaterali compensati (cosiddetti “compensi”) tutte le operazioni garantite (aventi stesso negoziatore, tipo conto, aderente generale, titolo) e inoltra tali saldi al servizio di liquidazione Express II.

Nel caso italiano, dunque, per le operazioni sui mercati assistiti dalla garanzia della CCP (Borsa e MTS⁷), l’attività di *exposure netting* non è svolta dalla controparte centrale, ma dalla stessa struttura che offre il servizio di riscontro. L’RRG, per i soli contratti garantiti dalla CCP, compensa le operazioni in acquisto e vendita di ogni soggetto con la Cassa e genera dei saldi bilaterali (intermediari-Cassa). La successiva fase di *settlement netting* (creazione di saldi multilaterali compensati) è poi effettuata dal servizio di liquidazione Express II (almeno con riferimento al ciclo di liquidazione su base netta)⁸. La soluzione organizzativa appena descritta è diversa da quella adottata in altri paesi (come si vedrà di seguito); tale diversità discende dal fatto che le varie fasi della catena del valore sono potenzialmente separabili e attivabili da soggetti distinti e indipendenti.

⁶ In realtà, i “flussi informativi” prodotti dall’ RRG per ogni contratto garantito sono 4: un acquisto della Cassa, una vendita della Cassa, un contratto di acquisto e uno di vendita per le due controparti originarie del contratto.

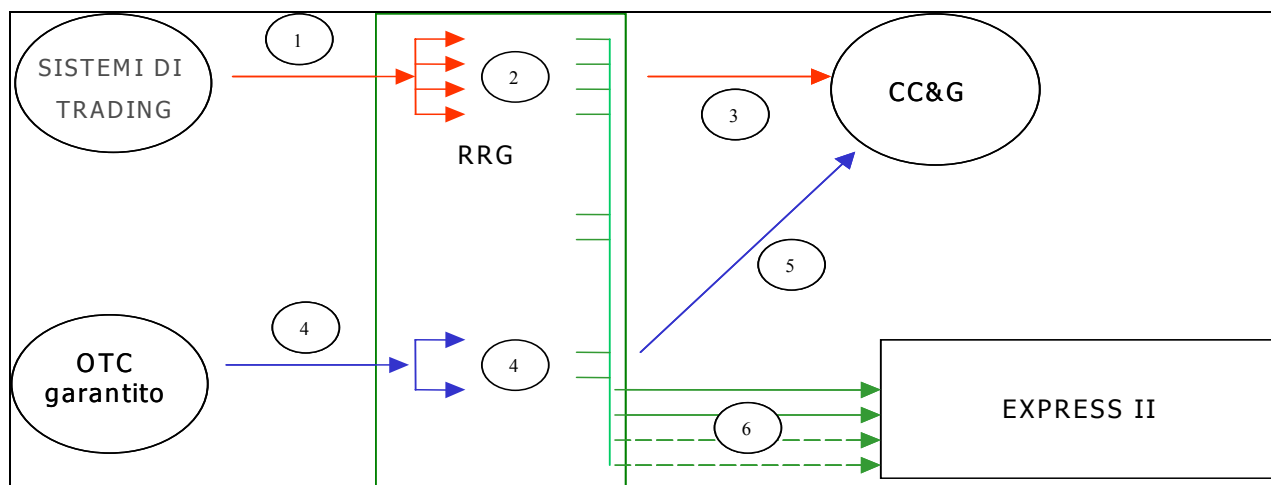
⁷ I negozianti operanti su MTS possono avvalersi di una CCP estera (Clearnet) oltre che della Cassa di Compensazione e Garanzia. Un contratto concluso su MTS può dunque essere assistito dalla garanzia di due diverse CCP (quella scelta dall’acquirente e quella scelta dal venditore). In tal caso, il processo di novazione determina un rapporto contrattuale fra le due CCP (ad esempio, una vendita di A a B verrebbe scomposta nei seguenti contratti: A vende a CCP italiana → CCP italiana vende a CCP estera → CCP estera vende a B) e la CCP estera deve aderire al sistema di liquidazione domestico Express II per regolare le posizioni con la CCP domestica.

⁸ Per le operazioni non assistite dalla CCP (fuori mercato e OTC non garantiti, operazioni con la Banca Centrale, pronti contro termine, esito di contratti derivati OTC, etc.) il servizio di RRG si limita al riscontro e all’invio delle operazioni al servizio Express II che quindi effettuerà il *settlement netting* (se l’operazione è immessa nel ciclo di liquidazione su base netta).

La terza fase della catena del valore, genericamente definita *settlement*, raggruppa le operazioni di *settlement netting*, finalizzate a ottimizzare il numero di transazioni da regolare, e di generazione delle istruzioni di accredito/addebito dei titoli e del contante. La generazione dei messaggi e delle istruzioni di trasferimento dei titoli e del contante è più complessa e articolata nei sistemi di liquidazione *delivery versus payment* (DVP), i quali riducono il rischio complessivo di regolamento assicurando che nessuna delle due controparti sia in possesso contemporaneamente dei titoli e del contante⁹.

Fig. 1

**Interazione fra il sistema di riscontro e rettifica (RRG)
la controparte centrale (CC&G) e il servizio di liquidazione su base netta (Express II) in Italia**



La gestione della parte “contante” del sistema di *settlement* è normalmente curata dalla Banca Centrale (in questi casi si dice che il regolamento avviene in “moneta di banca centrale”, cioè su conti intrattenuti dagli intermediari aderenti al sistema di liquidazione titoli direttamente presso la Banca Centrale), anche se in Europa vi sono diversi modelli organizzativi di interazione fra il sistema di *settlement* dei titoli e quello del contante¹⁰. In particolare, in alcuni paesi (Francia e Svezia) il sistema di *security settlement* gestisce anche i conti *cash* degli intermediari attraverso un accordo di *outsourcing* con la Banca Centrale. In questi casi la cosiddetta “finalità” o “definitività” del regolamento può avvenire direttamente a seguito delle registrazioni sui conti tenuti presso il CSD, sulla base di specifici accordi legali fra CSD e Banca Centrale.

L’ultima fase della catena del valore nei servizi di *clearing e settlement* riguarda, il servizio di custodia titoli, che sempre più frequentemente ha ad oggetto strumenti finanziari immessi in regime di dematerializzazione nell’ambito di un sistema di gestione accentrata. In

⁹ Questo risultato viene raggiunto spostando i titoli su conti transitori, non utilizzabili per altre operazioni di regolamento titoli, ovvero effettuando un blocco contabile dei titoli, fino al momento del trasferimento del contante. In altri termini, una volta “bloccati” sul conto del venditore, i titoli vengono trasferiti sul conto dell’acquirente solo quando il CSD ha avuto conferma del regolamento della parte contante. Ciò richiede una stretta interazione tecnico-operativa fra il CSD e il soggetto che gestisce i conti *cash* (Banca Centrale, qualora il regolamento avvenga in moneta di Banca Centrale; si veda oltre).

¹⁰ Cfr. *The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions*, European Central Bank, maggio 2004. Tutti i sistemi di *settlement* operanti nell’Unione Europea regolano in moneta di banca centrale, ad eccezione dei due CSD internazionali Euroclear e Clearstream, che regolano invece in moneta di banca commerciale (si veda oltre per ulteriori dettagli). Si stima, inoltre, che i pagamenti legati alle transazioni su valori mobiliari rappresentino circa la metà del totale dei pagamenti interbancari in Europa.

quest'ipotesi, il servizio di "custodia" si sostanzia nella tenuta dei conti in cui sono registrati gli strumenti finanziari.

Volendo schematizzare in base ai soggetti cui sono intestati i conti, la custodia di titoli accentrati e/o dematerializzati si articola nei seguenti tre servizi:

- gestione del conto "emittente";
- gestione dei conti "intermediario";
- gestione del conto "cliente"¹¹.

In generale, in un sistema di gestione accentrata sono tenute diverse tipologie di conto: in primo luogo, il conto intestato all'emittente nel quale è registrato l'ammontare globale di ciascuna emissione e, in secondo luogo, i conti degli intermediari che aderiscono direttamente al sistema, nei quali sono riportate le quantità di pertinenza di ciascun intermediario. I titoli di pertinenza dell'intermediario, a loro volta, possono essere registrati in "conto proprio", se si tratta di titoli appartenenti all'intermediario (ossia dei quali l'intermediario è il cosiddetto "*beneficial owner*"), ovvero in "conto terzi" (o conto omnibus), se si tratta di titoli gestiti dagli intermediari per conto dei propri clienti.

In relazione all'attività di custodia titoli, la società di gestione accentrata (CSD) per ogni emissione svolge, a monte, due distinte tipologie di servizio: da un lato, tiene il "conto emittente" quadrandolo quotidianamente con la somma dei saldi dei conti degli intermediari; dall'altro lato, concorre al regolamento degli scambi tramite l'addebito e l'accredito contestuale di titoli nei conti ("di proprietà" o "di terzi") degli intermediari (ossia effettua il trasferimento dei titoli, rispettivamente, dal conto dell'intermediario che ha operato in vendita a quello dell'intermediario che ha operato in acquisto) conformemente alle istruzioni generate nella fase di *settlement*.

Gli intermediari che aderiscono direttamente al sistema tengono, a loro volta, una contabilità che corrisponde esattamente a quella tenuta dal CSD e verificano per ciascuna specie di strumento finanziario che il saldo del conto di proprietà presso la società di gestione accentrata coincida con il saldo del conto di proprietà presso di loro e che il saldo del conto di terzi presso la società di gestione accentrata coincida con la somma dei saldi dei conti intestati ai propri clienti.

Se ha operato in conto proprio, l'intermediario conclude il regolamento dell'operazione con la movimentazione del conto di proprietà, la cui gestione non implica evidentemente la prestazione di un "servizio". Se ha operato in conto terzi, invece, l'intermediario conclude il regolamento effettuando, in corrispondenza della movimentazione del "conto terzi" *omnibus*¹², la registrazione (in accredito o in addebito) nei confronti del singolo cliente per conto del quale agisce; in questo caso si delinea un'ulteriore tipologia di servizio e cioè quello svolto dall'intermediario che, a valle, gestisce i singoli conti intestati ai propri clienti.

¹¹ Con riferimento ai titoli non accentrati, d'altronde, la custodia titoli si esaurisce nel servizio prestato dall'intermediario nei confronti del possessore della *chartula*. Tale servizio può essere effettuato avvalendosi di annotazioni contabili che però sono dotate di mera rilevanza interna. Del tutto assente, in questo caso, la prestazione dei servizi tipici del CSD.

¹² Al pari della movimentazione del conto di proprietà da parte dell'intermediario, anche l'attività di verifica che il saldo del conto di terzi presso la società di gestione accentrata coincida con la somma dei saldi dei conti intestati ai propri clienti non rappresenta un servizio a sé stante, ma piuttosto una funzione strumentale alla quadratura dei conti.

Il “cliente” può essere il *beneficial owner*, oppure un ulteriore intermediario che agisce nell’interesse di un terzo. In quest’ultimo caso, tra CSD e *beneficial owner* s’interpongono uno o più intermediari. Per i motivi che verranno meglio illustrati nel par. 3, questa catena d’intermediari tende ad allungarsi in presenza di operatività *cross-border*, laddove gli spazi di competizione tra intermediari e CSD si ampliano significativamente ed entra in gioco il cosiddetto *global custodian*¹³, ossia un intermediario tramite il quale un operatore attivo su titoli azionari di diversi paesi può centralizzare i conti titoli senza divenire membro dei singoli CSD locali o detenere conti presso i singoli intermediari che aderiscono direttamente a ciascun CSD. Si rimanda al paragrafo 3 per un esame dettagliato della dinamica della competizione fra CSD e *global custodian*.

2.2 I servizi *non core*

Ai servizi *core* della catena del valore si aggiungono i servizi accessori definiti anche *non core* o “a valore aggiunto”, non strettamente funzionali al regolamento di una transazione. Nella prassi, tali servizi sono spesso offerti dagli stessi soggetti che svolgono attività *core* del *clearing* e *settlement* e che, a causa della presenza di rilevanti economie di scopo, possono sfruttare le informazioni generate nella produzione dei servizi tipici.

Si illustrano di seguito, le caratteristiche dei servizi *non core* distinguendo tra quelli rivolti agli emittenti e quelli offerti agli intermediari e agli investitori.

2.2.1 I servizi per gli emittenti e la gestione delle *corporate action*

La gestione delle cosiddette *corporate actions* riguarda anzitutto la trasmissione delle informazioni anagrafiche sull’identità degli azionisti (o *beneficial owner* cosiddetti di “primo livello”, nel caso in cui la catena fra *beneficial owner* “finale” e titolare del conto sia più lunga) dagli intermediari che sub-depositano presso il CSD agli emittenti. In alcuni ordinamenti, come appunto in Italia, gli intermediari sono tenuti per legge a comunicare queste informazioni all’emittente, che a sua volta le utilizza per l’aggiornamento del libro soci. La trasmissione dei dati anagrafici avviene tipicamente in occasione di determinati eventi societari (pagamento del dividendo, richiesta di certificazione per partecipare a una assemblea, richiesta di esercizi di diritti di opzione, conversione, scambio, etc.).

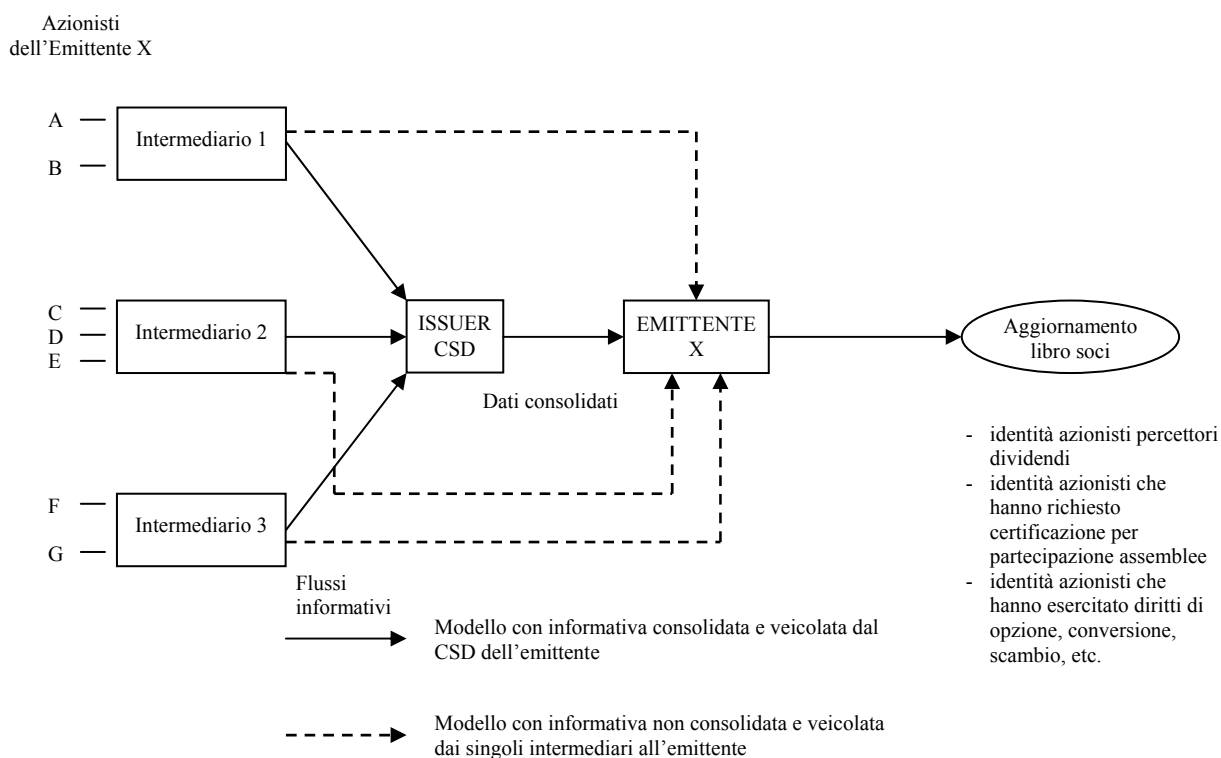
La Fig. 2 illustra due diverse modalità di gestione dell’informativa sugli azionisti. La prima, più semplice, non prevede il coinvolgimento del CSD: ogni singolo intermediario invia all’emittente i dati relativi all’identità dei propri clienti depositanti; l’emittente gestisce e consolida i vari flussi di dati. La seconda opzione prevede invece l’interposizione del CSD che consolida le informazioni inviate dai singoli intermediari aderenti al sistema (eventualmente controllando e “quadrando” i dati) e successivamente le trasmette all’emittente. Questa seconda opzione implica la prestazione di un servizio accessorio e opzionale da parte del CSD all’emittente. Esso può essere realizzato anche attraverso specifici accordi tecnico-informatici fra CSD e intermediari aderenti, per cui il CSD riesce a “vedere” i conti dei singoli clienti che concorrono a formare il conto terzi dell’intermediario aderente.

¹³ Se si escludono le principali banche americane (che sono i primi cinque operatori per quota di mercato), i maggiori *player* europei come *global custodian* sono UBS, BNP Paribas, HSBC, SIS e Société Générale; fra le banche italiane, invece, si segnalano Banca Intesa e Unicredito Italiano che sono, rispettivamente, al 18° e 21° posto della classifica mondiale per titoli in custodia (si veda globalcustody.net).

Si tratta quindi di un servizio per il quale non si pone un problema di competizione diretta fra intermediari e CSD, diversamente invece da quanto accade per altri servizi *non core*.

Fig. 2

Gestione dell'informativa sull'identità degli azionisti



Il vantaggio informativo nella produzione di questo servizio da parte dei CSD è connesso alla fase terminale della catena del valore rappresentata dalla custodia e gestione dei conti titoli. I contatti con gli intermediari depositanti e sub-depositanti permettono, infatti, alla società che offre il servizio di custodia di ottenere in maniera più agevole, rispetto ad altri potenziali concorrenti, le informazioni anagrafiche sui *beneficial owner* degli strumenti finanziari. Si tratta poi di un servizio che, per la sua stessa natura, può avere un valore per l'emittente solo se offerto in maniera centralizzata da un unico soggetto, ed è dunque inevitabile che il CSD si trovi ad avere un forte potere di mercato nei confronti degli emittenti.

Altri servizi accessori strettamente connessi alla gestione delle *corporate actions* riguardano la gestione delle deleghe di voto (*proxy voting*) e delle offerte di acquisto o scambio (OPAS). Un esempio del primo tipo di servizio è la procedura di *proxy voting* elettronica offerta dal CSD inglese CREST. Gli intermediari aderenti a CREST e i loro clienti possono trasmettere a CREST in forma elettronica le deleghe di voto (istruzioni di voto in relazione all'ordine del giorno dell'assemblea e soggetto delegato); CREST centralizza le informazioni e le trasmette, sempre in formato elettronico e in tempo reale, all'emittente¹⁴.

¹⁴ Il sistema consente anche agli emittenti di inoltrare elettronicamente a tutti gli aderenti a CREST la notizia circa la convocazione di un'assemblea (tipo di assemblea, data, ordine del giorno, ISIN degli strumenti i cui portatori sono ammessi a votare).

La gestione delle OPAS è simile, nel senso che il CSD diffonde l'informazione agli aderenti sul lancio di un'OPAS e può raccogliere e centralizzare il flusso informativo sulle adesioni alle offerte di scambio che pervengono dagli intermediari e dai loro clienti, indirizzandolo alla società o al soggetto proponente l'offerta.

2.2.2 I servizi per gli investitori e gli intermediari

Un altro importante insieme di attività accessorie attengono al prestito titoli. Si tratta di servizi accessori in cui è possibile sfruttare i vantaggi informativi legati alla fase della catena del valore che abbiamo definito come vero e proprio *settlement*¹⁵, a differenza dei servizi legati alle *corporate actions* che sfruttano i vantaggi informativi legati all'attività di custodia.

Un primo tipo di servizio legato al prestito titoli ha carattere esclusivamente statistico-informativo: il CSD a fronte delle informazioni sulle operazioni di prestito titoli immesse nel sistema di *settlement* genera un *report* giornaliero con i dati aggregati delle "posizioni corte" per ogni titolo accentrato nel sistema. Si tratta del servizio offerto ad esempio da CREST, che consente agli intermediari (dietro pagamento di una apposita *fee*) di avere un quadro del flusso aggregato di vendite allo scoperto e del *open interest* esistente su ogni titolo ad una certa data.

Un secondo esempio di servizio accessorio connesso all'attività di prestito titoli riguarda la gestione di una cosiddetta *securities lending facility*, simile a quella offerta dal sistema italiano EXPRESS II (così come da altri CSD europei), che è volta sostanzialmente a garantire il buon fine delle operazioni di regolamento nel caso di scoperti titoli. Il servizio offerto da EXPRESS II, ad esempio, genera operazioni automatiche di prestito titoli (nel ciclo notturno), incrociando posizioni di scopertura titoli con posizioni "lunghe" sulla base della disponibilità preventivamente manifestata dai singoli intermediari a partecipare come prenditori o prestatori automatici di titoli; il servizio consente inoltre di immettere (nel ciclo diurno) proposte di richiesta e offerta di titoli, configurando in questo caso un vero e proprio mercato in cui si incrociano le proposte di prestito titoli¹⁶.

Infine, lo stesso CSD può operare come soggetto prestatore di titoli, alla stregua di un normale intermediario finanziario, eventualmente assumendo in proprio le posizioni "lunghe" e "corte" in titoli (anziché incrociarle automaticamente come avviene nel caso della *securities lending facility*).

2.3 L'assetto dell'industria in Europa e negli USA

L'individuazione delle diverse fasi della catena del valore illustrata nei precedenti paragrafi è utile, oltre che per l'analisi delle dinamiche competitive (cfr. oltre), anche perché offre una chiave di lettura per tracciare il quadro dell'evoluzione dell'industria nei principali paesi.

¹⁵ Nel caso in cui il CSD assume posizioni in proprio in operazioni di prestito titoli, come verrà illustrato di seguito, vi possono essere rilevanti economie di scopo anche con l'attività di custodia; ad esempio, il CSD può prendere a prestito titoli detenuti in custodia e prestarli ai soggetti che sono "corti".

¹⁶ Un servizio di questo tipo può creare fenomeni di *moral hazard*. Gli operatori che vendono allo scoperto, infatti, potrebbero non effettuare l'operazione di coperture titoli al momento del *trade* (o con pari data valuta), ma aspettare la fase liquidazione. Se nessuno è disponibile a prestare i titoli nella fase di liquidazione l'operazione viene stralciata dal sistema e si attivano le procedure di insolvenza di mercato (*buy-in* o *sell-out* a seconda della parte insolvente).

Il panorama europeo dell'industria del *clearing* e *settlement* offre infatti un quadro abbastanza variegato per ciò che riguarda le soluzioni organizzative e il grado di integrazione verticale delle varie fasi della catena del valore.

La situazione è illustrata nella Fig. 3 con riferimento ad Italia, Germania, UK, Francia, Belgio, Olanda e USA. Schematizzando e utilizzando i parametri “grado di integrazione verticale” e “struttura di *governance*”, si possono individuare quattro modelli di assetto dell'industria.

1) Modello di piena integrazione verticale tra *trading* e *post-trading* con società *profit oriented*. È il caso del modello cosiddetto *silos*, che si riscontra in Italia e in Germania, dove le borse (rispettivamente, Borsa Italiana e Deutsche Borse) controllano tutte le varie fasi della catena del valore (*clearing*, *settlement* e custodia) attraverso società pienamente demutualizzate e *profit oriented*.

2) Modello di integrazione orizzontale con società *profit oriented*. È il caso del gruppo Euroclear al quale appartengono società operanti nella fase terminale della catena del valore – cioè *settlement* e custodia – operanti in UK, Francia, Olanda e Belgio. Tale integrazione, tuttavia, non ha condotto alla creazione di un unico sistema di *settlement* e custodia (sebbene sia stato avviato il progetto SSS, *Single Settlement System* che, pur mantenendo in vita le società operanti nei singoli paesi, si avvarrà di un sistema informatico unico centralizzato che sarà utilizzato dalla singole società domestiche¹⁷).

3) Modello di parziale integrazione verticale fra *trading* e *post-trading*. Si tratta del modello Euronext, in cui la borsa controlla esclusivamente la società che fornisce i servizi di controparte centrale (Clearnet). Clearnet è inoltre l'unico caso in Europa di CCP che offre i propri servizi a borse operanti in altri paesi (LSE e Virt-x in UK e MTS in Italia per i Titoli di Stato), se si esclude Eurex che offre i servizi di *post-trading* alla borsa svizzera (che però ne è anche l'azionista di riferimento insieme a Deutsche Borse).

4) Modello di totale integrazione verticale delle sole attività di *post-trading* gestite da un'unica società cooperativa o *not-for-profit*. È il caso del modello USA, in cui il gruppo DTCC controlla l'unica società di controparte centrale (NSCC) e l'unico CSD (DTC) che servono tutte le strutture di *trading* USA.

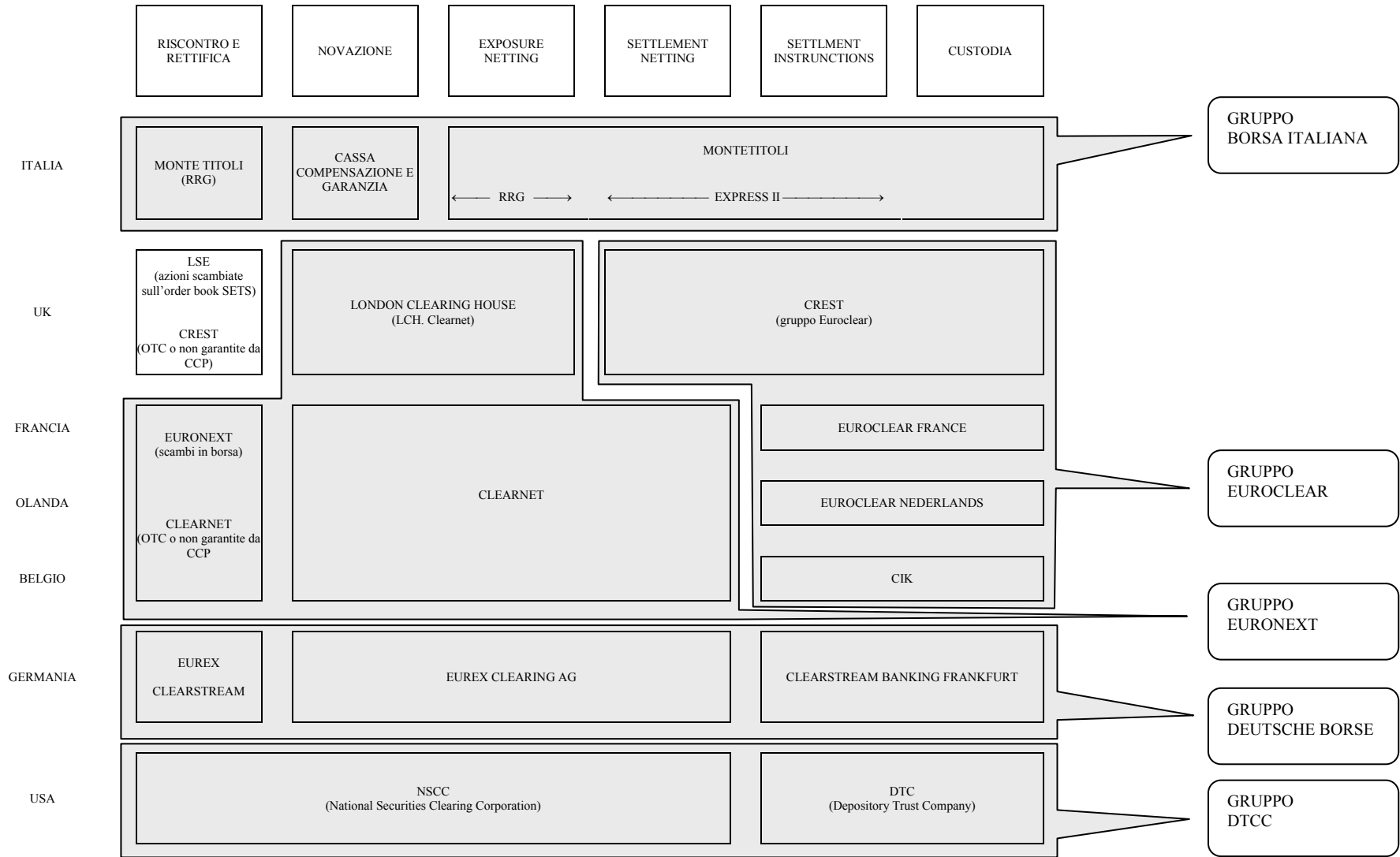
In Europa emergono, nel complesso, evidenti segnali di tendenza al consolidamento e ad operazioni di acquisizione e alleanze *cross-border* di notevole rilievo. Inoltre, nei paesi dove non si è affermato il modello *silos* (UK e paesi del gruppo Euronext), si osserva una chiara separazione proprietaria che colloca il punto di frattura nella catena del valore fra il *clearing* (o CCP), da un lato, e *settlement* e custodia (CSD), dall'altro.

È da rilevare, infine, come l'Italia sia di fatto l'unico paese esaminato in cui l'industria del *post-trading* si caratterizza per una situazione di totale isolamento dal processo di consolidamento in ambito europeo (sia come *target* che come acquirente).

¹⁷ Si tratterà di un sistema di *outsourcing*, per cui le società domestiche appalteranno i servizi informatici di gestione del sistema di *settlement* e custodia alla capogruppo, mentre dal punto di vista giuridico rimarranno pienamente titolari dei rapporti con gli intermediari aderenti (Euroclear, 2003).

Fig. 3

La struttura dell'industria del *clearing e settlement* in Europa e negli USA



A fronte delle differenti soluzioni organizzative e gradi di integrazione verticale, un recente studio sull'industria ha messo in luce l'esistenza di diverse modalità di tariffazione¹⁸, in particolare per ciò che riguarda l'accorpamento (*bundling*) dei diversi servizi che caratterizzano la catena del valore nel definire le diverse modalità di *pricing*.

I principali esempi di politiche di tariffazione riscontrabili in ambito internazionale sono i seguenti:

- CREST non applica una tariffa specifica per la custodia su titoli domestici (il *pricing* del servizio di custodia è quindi incorporato in quello del servizio di *settlement*);
- il gruppo Deutsche Borse prevede una tariffa unica per i servizi di *trading* e *post-trading*, che vengono dunque accorpati in un'unica tariffa;
- tutti i sistemi europei (salvo Euronext-Clearnet) applicano una tariffa per operazione immessa nel sistema di *clearing e settlement* (cosiddetto *pre-netting pricing*), mentre la DTCC e il gruppo Euronext praticano una tariffa riferita ad ogni operazione effettivamente regolata dopo il processo di compensazione (cosiddetto *post-netting pricing*).

Le tariffe possono essere differenziate anche in relazione ai mercati serviti, come si evince dalla Tav. 2 che riporta i prezzi del servizio di *clearing* applicati da LCH.Clearnet e i relativi prezzi del servizio di *settlement* applicati da CREST al mercato Virt-x e al mercato domestico LSE (circuito SETS, cioè i titoli dell'indice FTSE 100 scambiati sul *book order driven*).

Tav. 2

Tariffe di *clearing e settlement* applicate dalla London Clearing House (LCH) e CREST ai mercati azionari Virt-x e London Stock Exchange (LSE)

| | <i>Clearing fee (LCH)</i> | <i>Settlement fee (CREST)</i> |
|------------|---|---|
| Virt-x | 20 <i>pence</i> sulle prime 100.000 operazioni 15 <i>pence</i> sulle successive 100.000 operazioni 10 <i>pence</i> per le operazioni successive | 5 <i>pence</i> per operazione |
| LSE (SETS) | 15 <i>pence</i> sulle prime 100.000 operazioni 12 <i>pence</i> sulle operazioni successive | 10 <i>pence</i> per le prime 125.000 operazioni 7,5 <i>pence</i> per successive 75.000 operazioni 5 <i>pence</i> per le operazioni successive |

Fonte: www.lch.com/services/equityclear/2004-02-04.asp.

Tutte le strutture di *clearing e settlement* praticano poi tariffe graduate in funzione dei livelli di utilizzo del sistema e del numero di operazioni eseguite/regolate, come illustrato peraltro nella tavola 2. Anche i sistemi di *pricing post-netting* premiano gli intermediari più grandi che possono beneficiare maggiormente del processo di *netting*.

Per ciò che riguarda invece la custodia e la gestione accentrata, i moduli tariffari prevedono solitamente una componente fissa per ogni conto titoli intrattenuto ed una variabile, solitamente decrescente in funzione della giacenza media su ogni conto titoli.

¹⁸ NERA Economic Consulting (2004).

3. Le dinamiche competitive

Avendo chiarito quali sono le caratteristiche dei servizi e quali in concreto i modelli organizzativi prevalenti in Europa e USA che ne caratterizzano l' "offerta", si passa ora ad esaminare in dettaglio quali sono gli spazi e le dinamiche della competizione nell'offerta di tali servizi e quali sono i soggetti coinvolti, con particolare riferimento alle operazioni *cross border*.

Si analizza in primo luogo la dinamica della competizione fra i CSD e i cosiddetti *global custodian*. Come anticipato in precedenza, i *global custodian* sono banche, normalmente con una forte proiezione internazionale, specializzate nei servizi di custodia e gestione del conto titoli dei propri clienti. I *global custodian* provvedono a sub-depositare i titoli direttamente presso i CSD o presso altri intermediari (cosiddetti *local custodian* o *sub custodian*) che a loro volta sub-depositeranno i titoli presso i CSD.

Successivamente, si analizzeranno le possibili forme di competizione fra CSD operanti in diversi paesi.

3.1. La competizione fra CSD e *global custodian*

La competizione tra CSD e *global custodian* concerne sia il *core business* della liquidazione, sia i servizi *non-core* di natura creditizia, finora preclusi ai CSD nella maggioranza delle giurisdizioni nazionali.

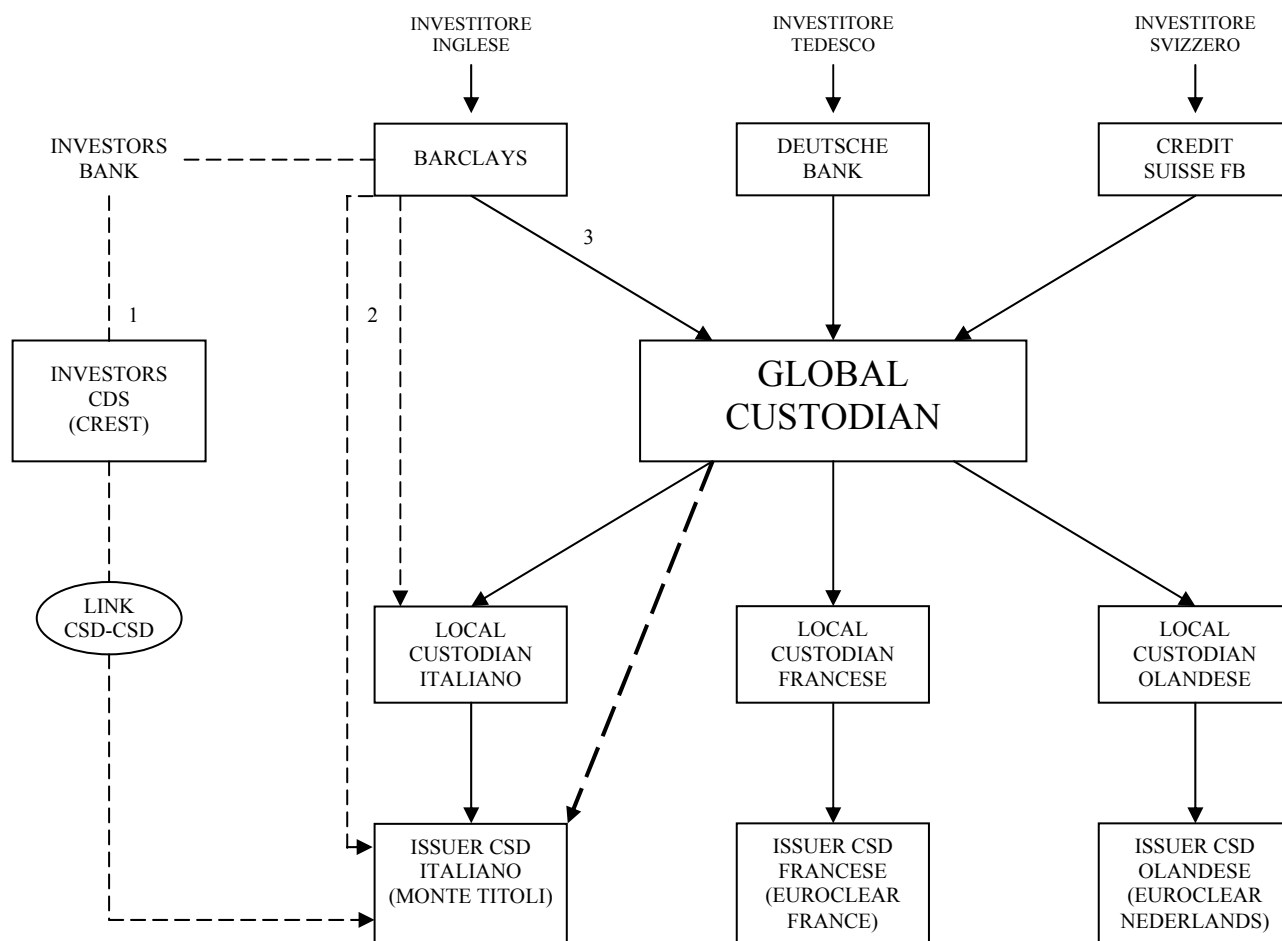
Con riferimento alla liquidazione, la competizione fra CSD e *global custodian* riguarda prevalentemente il regolamento delle operazioni cosiddette *cross-border*. Uno scambio *cross-border* è caratterizzato dal fatto che almeno una delle due controparti è un intermediario non residente nel paese in cui ha sede il CSD in cui sono accentrati i titoli dell'emittente (cosiddetto *issuer CSD*).

Il dibattito sulla scarsa competizione internazionale nel *clearing* e *settlement* muove spesso dalla constatazione che uno scambio *cross-border* implica costi da due a dieci volte superiori a quelli di uno scambio domestico e che di conseguenza l'assetto dell'industria è inefficiente o poco competitivo.

Come mostrato nella figura 4, uno scambio *cross-border* può essere regolato sfruttando l'esistenza di legami diretti (*link*) o accordi fra CSD operanti in diversi paesi (opzione 1) ovvero attraverso i servizi offerti da una banca agente (*local* o *global custodian*, rispettivamente opzioni 2 e 3). Si osservi che tutte le opzioni disponibili implicano un rischio di *settlement* maggiore rispetto al regolamento di un'operazione domestica, poiché normalmente il *settlement* avviene su base *free of payment* (FOP) e in moneta di banca commerciale.

Risulta utile illustrare con un esempio le modalità alternative di regolamento delle operazioni *cross-border*, tenendo presente, come anticipato in precedenza, che tra il proprietario finale dei titoli (*beneficial owner*) e l'intermediario che ha sub-depositato i titoli presso il CSD possono frapporsi diversi livelli intermedi.

Modalità alternative di regolamento nelle operazioni *cross-border*



Si consideri un investitore istituzionale del paese A che opera su titoli emessi nel mercato e accentrati presso il CSD del paese B (CSD B; cosiddetto *issuer CSD*) attraverso la propria banca di riferimento (cosiddetta *investor bank*; IB). L'investitore in questione sceglie di tenere i titoli in custodia presso IB; IB può, a sua volta, offrire il servizio di custodia secondo diverse modalità.

La prima è quella di utilizzare l'eventuale legame diretto (*link*) fra il CSD del paese A (CSD A; cosiddetto *investor* o *foreign CSD*) e il CSD B. Per comodità espositiva, si rimanda l'esame dettagliato di questa opzione al paragrafo successivo.

La seconda opzione è quella di aderire al CSD B, direttamente ovvero tramite una banca agente del paese B (cosiddetto *local agent*). Quest'ultima a sua volta sub-depositerebbe i titoli presso CSD B utilizzando il proprio conto terzi *omnibus*. L'inconveniente principale di questa opzione è dato dal fatto che IB, per soddisfare le esigenze dei propri clienti attivi su scala internazionale, deve intrattenere conti con i CSD o *local agent* presenti nei vari paesi di interesse.

La terza opzione disponibile è quella di utilizzare i servizi di un cosiddetto *global custodian*¹⁹. IB intratterrebbe dunque un rapporto di custodia titoli, per tutti i mercati sui quali i propri clienti sono attivi, con un unico *global custodian*, che a sua volta potrebbe accedere ai servizi dell'*issuer* CSD direttamente ovvero tramite un *local agent*.

I servizi erogati dai *global custodian* hanno assunto nel tempo un rilievo crescente. Dal lato dell'offerta, i fattori più significativi che hanno stimolato questo sviluppo riguardano l'aumento del volume degli scambi *cross-border* e lo sviluppo delle tecnologie informatiche, che hanno consentito ad alcune grandi banche internazionali di specializzarsi nell'offerta di tali servizi. Il mercato risulta dominato da pochi grandi *player* globali, poiché i margini di profitto sono significativi solo in presenza di volumi di attività molto elevati, per via delle economie di scala legate agli elevati costi fissi²⁰. Dal lato della domanda, le banche medio-piccole, con clientela locale ma attiva su scala internazionale, e le banche grandi, attive su scala internazionale ma con un forte *focus* sui servizi di *investment banking*, hanno trovato conveniente dare in *outsourcing* il servizio di gestione dei conti titoli ai *global custodian* (esternalizzando così gran parte dell'attività di *back office*)²¹.

La competizione fra CSD e *global custodian* generata dalla esistenza delle modalità alternative di regolamento delle operazioni *cross-border* di cui alle opzioni 2 e 3 (Fig. 4) assume connotati per molti versi analoghi a quelli che si riscontrano, ad esempio, nell'industria dell'energia o delle telecomunicazioni. Il *global custodian*, al fine di offrire i servizi di regolamento alle *investor bank*, deve necessariamente utilizzare l'infrastruttura fornita dal CSD domestico, esattamente come un produttore di energia elettrica deve utilizzare la rete di distribuzione nazionale per convogliare energia ai propri clienti. Il CSD può cercare di penalizzare i *global custodian* applicando loro tariffe di accesso sfavorevoli, in modo da condizionare i prezzi praticati da questi ai propri clienti²².

Nel contesto del *post-trading*, ricorre un ulteriore elemento che rafforza l'incentivo del CSD ad adottare misure penalizzanti per i concorrenti. Al crescere del numero di *investor bank* che passano attraverso il *global custodian*, cresce il volume di operazioni che possono essere regolate direttamente "sui libri" del *global custodian* stesso (in virtù del fatto che aumenta la probabilità che acquirente e venditore detengano entrambi un conto titoli presso il *global custodian*). In altri termini, se il *business* migrasse verso il *global custodian*, questi non dovrebbe ricorrere all'infrastruttura del CSD.

È evidente dunque l'interesse del CSD a disincentivare le *investor bank* a ricorrere a un *global custodian*. Lo strumento che i CSD potrebbero utilizzare per raggiungere questo obiettivo consiste, come già ricordato, nella penalizzazione dei *global custodian* attraverso l'applicazione di onerosi moduli tariffari di adesione.

Si consideri ad esempio il seguente schema tariffario semplificato: l'aderente all'infrastruttura del CSD paga una quota fissa pari a 100 per ogni conto titoli aperto e un

¹⁹ Fra i *global custodian* rientrano i cosiddetti ICSD relativamente ai titoli per i quali non svolgono la funzione di *issuer* CSD. Come già ricordato, i due ICSD sono registrati come banche e sono gli *issuer* CSD per gli *eurobond*, taluni *Abs*, *covered warrants*, etc..

²⁰ Un ulteriore motivo, al di là delle economie di scala, per cui l'offerta del servizio è economicamente conveniente solo al raggiungimento di volumi di attività molto elevati verrà illustrato di seguito nel testo.

²¹ L'utilizzo di un *global agent* piuttosto che di diversi *local agent* consente, inoltre, di ottimizzare la gestione del rischio di controparte, le operazioni di prestito titoli, l'ottenimento di linee di credito, etc..

²² Si veda Holthausen e Tapking (2004).

prezzo unitario pari a 1 per ogni operazione regolata²³. Il costo complessivo di utilizzo dell'infrastruttura per l'*investor bank*, che supponiamo essere un utente medio-piccolo che effettua in media 100 operazioni è pari a:

$$100 + 1*100=200$$

Il CSD potrebbe tuttavia adottare un altro modulo tariffario basato su un costo fisso pari a 50 e un prezzo per operazione regolata pari a 1,5. In questa maniera il costo complessivo per l'*investor bank* non cambia; esso sarà pari infatti a:

$$50+1,5*100=200$$

Questo modulo tariffario risulta però assai più oneroso per un utente medio-grande quale può essere un *global custodian* che, almeno in una fase iniziale, è costretto a regolare un gran numero di operazioni attraverso l'infrastruttura del CSD²⁴.

È possibile dunque che in una fase iniziale i *global custodian*, al fine di attrarre nuovi clienti, siano costretti ad operare in perdita. Essi infatti dovranno necessariamente fissare prezzi inferiori a quelli praticati dai CSD al fine di attrarre le *investor bank*; ma i prezzi praticati dal CSD coincidono con i costi che il *global custodian* deve sopportare. Esso quindi dovrà fronteggiare una situazione iniziale di prezzi inferiori ai costi²⁵. Successivamente, raggiunta una certa massa critica di clienti, i *global custodian* possono “internalizzare” il regolamento di gran parte delle operazioni e di conseguenza ridurre progressivamente i costi connessi all'utilizzo dell'infrastruttura del CSD.

3.2 La competizione e i *link* fra CSD nelle operazioni *cross-border*

I collegamenti tra CSD offrono, come già ricordato, una delle modalità di regolamento delle operazioni *cross-border*.

I *link* possono essere diretti, qualora consentano a diversi sistemi di interfacciarsi direttamente, o indiretti, qualora siano gestiti attraverso altri CSD o un *global custodian* e/o una banca agente residente nel paese di origine dell'emittente; in questo ultimo caso, l'operatività del *link* prescinde da eventuali accordi fra i due CSD coinvolti (in altri termini, l'*issuer* CSD potrebbe non essere a conoscenza del fatto che la banca agente opera per conto di un CSD estero²⁶). Sia i *link* diretti che quelli indiretti permettono esclusivamente la liquidazione *free of payment* (FOP) e su base lorda in tempo reale (RTGS)²⁷. I *link* possono,

²³ Si tratta di un modulo tariffario che rispecchia la cosiddetta *two part tariff*, le cui implicazioni e il cui utilizzo a fini di regolazione delle tariffe sarà esaminato in dettaglio nel par. 4.

²⁴ Cfr. Holthausen e Tapking (2004).

²⁵ Si tratta naturalmente di un ragionamento schematico. I *global custodian* possono ad esempio offrire altri servizi *non core* a valore aggiunto che potrebbero subsidiare le perdite iniziali sui servizi *core*.

²⁶ Ad esempio, il *link* fra CREST e Monte Titoli (per ciò che riguarda i titoli italiani “immessi” in CREST) è attivato in maniera indiretta attraverso il CSD svizzero SIS (SIS SegInterSettle AG), il cui conto presso Monte Titoli è gestito da Banca Intesa (che quindi funge da banca agente per CREST, via SIS). La liquidazione delle operazioni su titoli italiani tramite il *link* CREST- Monte Titoli avviene esclusivamente su base lorda e in tempo reale (*real time gross settlement*, RTGS).

²⁷ Ciò dipende essenzialmente dal fatto che, sebbene quasi tutti i CSD europei abbiano sistemi di liquidazione su base netta che garantiscono il regolamento DVP, l'organizzazione e il funzionamento tecnico di tali sistemi (in particolare, orari di operatività e interazione con i sistemi di pagamento gestiti dalle Banche Centrali) varia (spesso in maniera rilevante) da paese a paese (si veda il par. 2.1). Sulla base di questa constatazione, i rapporti

inoltre, essere unilaterali o bilaterali a seconda, rispettivamente, che uno solo o entrambi i CSD coinvolti abbiano un conto *omnibus* presso l'altro. Essi, inoltre, possono essere limitati a certe tipologie o specie di titoli (azioni, obbligazioni, etc.).

Molti CSD europei hanno concluso accordi per attivare *link* diretti, quasi sempre bilaterali²⁸; la maggior parte di questi *link* è anche riconosciuto dalla Banca Centrale Europea per il trasferimento *cross-border* di titoli ai fini della costituzione di garanzie nelle operazioni di rifinanziamento²⁹.

L'esistenza di *link* fra CSD consentirebbe agli intermediari, almeno in prima battuta, di regolare le operazioni *cross border* senza ricorrere a *global custodian* o a banche agenti nei paesi di residenza degli emittenti, secondo modalità operative che vengono illustrate nell'esempio che segue.

Sia X un emittente con residenza legale nel paese A che abbia deciso di accentrare le proprie azioni (supponiamo pari a 100) presso il CSD localizzato nel proprio paese³⁰. Si supponga che un intermediario residente in un altro paese B (I_B) acquisti (per conto di un proprio cliente) 50 azioni di X da un intermediario residente in A. L'intermediario I_B può utilizzare il *link* fra il CSD del paese A (cioè l'*issuer* CSD) e il CSD del proprio paese (se esiste), invece di aderire direttamente al sistema di gestione accentrata del CSD del paese A; in alternativa, I_B può rivolgersi a una banca agente del paese A.

Se l'operazione è regolata sfruttando l'eventuale esistenza di un *link* fra il CSD del paese A e quello del paese B, la situazione dei conti tenuti dai due CSD dopo l'operazione è illustrata nella Fig. 5. Il capitale (rappresentato da 100 azioni) è detenuto per metà da uno o più intermediari "domestici" e per metà dall'intermediario "estero" I_B tramite il *link* fra i due CSD. Nell'esempio riportato nella Fig. 5, il *link* è unilaterale; i *link* possono essere, comunque, anche bilaterali qualora ognuno dei due CSD abbia un conto *omnibus* presso l'altro. Essi, inoltre, possono essere limitati a certe tipologie o specie di titoli (azioni, obbligazioni, etc.).

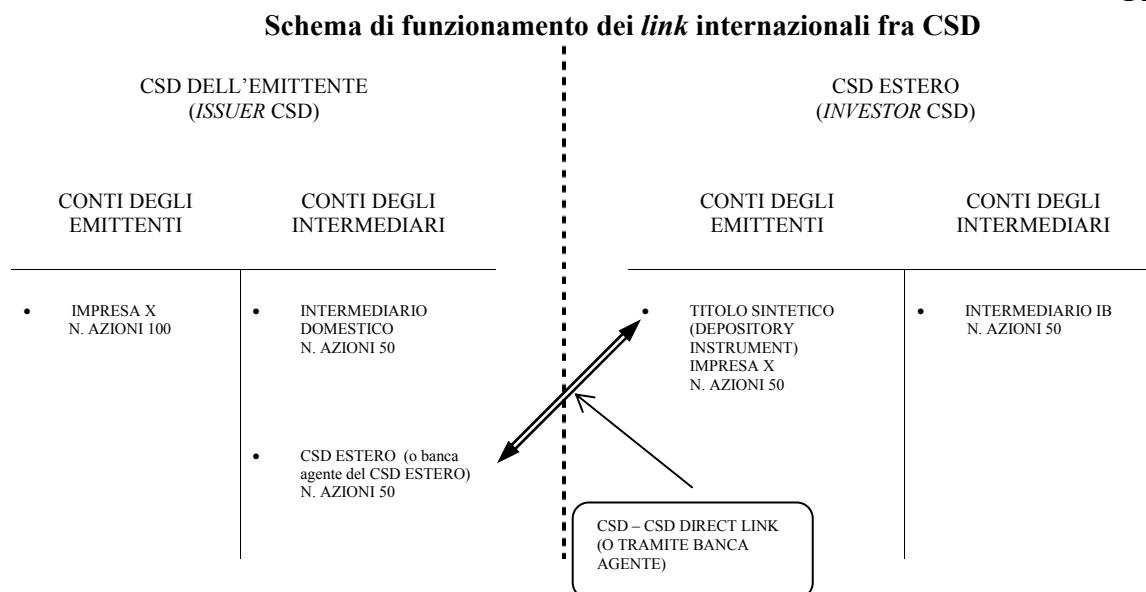
A fronte di un conto detenuto direttamente – o come spesso accade tramite una banca agente – dal CSD estero presso il CSD dell'emittente, il CSD estero "crea" titoli dematerializzati rappresentativi delle azioni dell'impresa (*depository receipts* o *depository instruments*) e "immette" nel proprio sistema titoli accentrati presso altri sistemi. Dal punto di vista operativo ed economico, il CSD estero svolge quindi un ruolo perfettamente identico a quello che svolgerebbe un *global custodian*. Esso, infatti, tiene in custodia i titoli per conto dell'intermediario I_B aderendo all'infrastruttura fornita dall'*issuer* CSD, ossia aprendo un conto *omnibus* presso l'*issuer* CSD.

Giovannini auspicano una armonizzazione completa delle regole operative di funzionamento dei CSD, senza però indicare in alcuni casi le soluzioni e gli standard verso le quali tale armonizzazione dovrebbe convergere.

²⁸ Esiste anche un *link* diretto (cioè non gestito da una banca agente) fra CREST e la DTC americana che consente ai due sistemi di interfacciarsi direttamente (in sostanza il sistema CREST consente di immettere operazioni in cui è indicato direttamente il codice DTC dell'intermediario americano sul cui conto devono essere addebitati/accreditati i titoli).

²⁹ In questo caso i *link* devono soddisfare alcuni requisiti tecnico-operativi (si veda *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, gennaio 1998).

³⁰ Nel seguito, si illustreranno i motivi per i quali, nella prassi, gli emittenti scelgono di accentrare i titoli presso il CSD del paese di residenza e le conseguenti distorsioni della competizione fra CSD.



Si tratta dunque di un servizio del tutto analogo a quello che offrono i *global custodian*. CSD e *global custodian* possono quindi esercitare lo stesso tipo di pressioni competitive sugli *issuer* CSD nell'offerta dei servizi di regolamento *cross-border*.

La competizione si manifesta infatti secondo dinamiche analoghe a quanto illustrato nel paragrafo precedente. Ritornando all'esempio prima esposto, qualora l'intermediario estero I_B vendesse parte delle azioni ad un altro intermediario residente nel suo stesso paese, il regolamento dell'operazione potrebbe essere effettuato utilizzando esclusivamente il sistema di *settlement* del CSD estero (ossia senza utilizzare il *link* con il CSD dell'emittente).

L'*issuer* CSD è dunque esposto al rischio che, attraverso i *link* internazionali ovvero a seguito dell'operatività dei *global custodian*, un certo numero di operazioni venga regolato su CSD esteri o "sui libri" degli intermediari: l'elevato costo dei collegamenti e l'applicazione di strutture tariffarie penalizzanti rappresentano le barriere con le quali l'*issuer* CSD può proteggersi dalle pressioni concorrenziali. Nella prassi, tutti i CSD praticano infatti *fee* molto più elevate per i regolamenti *cross-border* basati sui *link* (sia diretti che indiretti) con altri CSD, rispetto a quanto accade per le transazioni regolate interamente all'interno del sistema.

Se, da un lato, questo atteggiamento consente ai CSD di fronteggiare le pressioni competitive dei CSD esteri, dall'altro, esso contribuisce determinare il dominio dei *global custodian* e delle banche agenti nell'ambito dei regolamenti *cross-border*³¹.

L'applicazione di tariffe che rendono costoso l'uso dei *link* incentiva gli intermediari a regolare le operazioni sull'*issuer* CSD. Nell'esempio di cui sopra, se lo "spostamento" di titoli dal primo al secondo sistema è (come accade nella prassi) eccessivamente oneroso³², I_B

³¹ L'associazione dei CSD europei (ECSDA) stima che solo il 5% degli scambi *cross-border* avviene tramite l'utilizzo diretto di *link* fra CSD, mentre il restante 95% è effettuato tramite banche agenti. Non vi sono indicazioni precise però circa la ripartizione del mercato fra *local* e *global custodian*.

³² Per "spostamento" si intende l'operazione di addebito del conto titoli presso il CSD A e di accredito del conto titoli di I_B presso CSD B. Il conto dell'emittente continua invece a rimanere sul CSD A.

preferirà regolare attraverso un *global custodian* o una banca agente del paese A, anche in presenza di un *link* tra il CSD A e il CSD B.

Tali costi potrebbero favorire l'*issuer* CSD anche nel caso di scambi tra intermediari esteri aderenti a diversi sistemi di *clearing* e *settlement*. A titolo esemplificativo, Supponiamo che lo scambio di azioni X avvenga fra due intermediari esteri I_C e I_D, entrambi aderenti diretti sia del CSD A che del CSD B. I due intermediari potrebbero accordarsi per regolare sul sistema meno costoso o più efficiente, ad esempio il CSD B. È tuttavia necessario che l'intermediario venditore abbia i titoli X da consegnare all'acquirente già disponibili su un conto su CSD B (e che l'acquirente sia disposto a riceverli su un conto titoli su CSD B). In caso contrario, ancora una volta lo "spostamento" dei titoli da un CSD all'altro aumenterebbe drasticamente il costo di utilizzo del sistema di regolamento estero.

L'incentivo per l'*issuer* CSD ad applicare misure penalizzanti per l'operatività dei *link* viene rafforzato dal fatto che (similmente a quanto visto nel caso dei *global custodian*) una volta raggiunta una massa critica di intermediari aderenti, il CSD estero potrebbe regolare un numero sempre più consistente di operazioni al proprio interno, senza dover più ricorrere all'infrastruttura fornita dall'*issuer* CSD. Affinché ciò avvenga, tuttavia, è necessario, almeno per una volta, "spostare" i titoli fra CSD e quindi sostenere almeno *una tantum* gli oneri connessi a questa operazione: penalizzare questo spostamento può dunque essere una misura efficace per scoraggiare i potenziali concorrenti³³.

I costi di spostamento diventano tanto più rilevanti nel caso in cui tale operazione debba essere effettuata non *una tantum* bensì più volte. Si pensi al caso, ad esempio, in cui il titolo X, pur continuando a essere quotato sul mercato del paese di residenza dell'emittente, sia oggetto di negoziazioni prevalentemente da parte di intermediari esteri, di diversa nazionalità. Tali intermediari, negoziando fra loro, dovrebbero necessariamente "spostare" continuamente i titoli dal CSD del venditore al CSD dell'acquirente (entrambi diversi dall'*issuer* CSD). I due CSD esteri dovrebbero comunque utilizzare, almeno in una fase iniziale, l'infrastruttura dell'*issuer* CSD, con conseguente aggravio di costi per gli intermediari. Tale aggravio potrebbe incentivare gli intermediari a regolare con l'*issuer* CSD e a utilizzare *global custodian* o banche agenti del paese di residenza dell'emittente (per evitare l'adesione diretta all'*issuer* CSD).

Gli ostacoli alla libera scelta del sistema di regolamento sono, quindi, rilevanti. La piattaforma di *trading* Virt-x, sulla quale possono essere negoziate le principali *blue chips* europee³⁴, rappresenta un esempio dell'importanza di tale problema. Per le operazioni concluse su Virt-x, infatti, esiste la possibilità di scelta sia della CCP sia del sistema di *settlement*, grazie ai *link* fra i diversi sistemi di CSD e CCP che supportano la piattaforma stessa. In particolare, gli intermediari possono scegliere come CCP fra London Clearing House o SIS x-clear, e come sistema di *settlement* fra Euroclear, SIS e CREST³⁵. Rimane però il problema dello spostamento dei titoli da un CSD a un altro (e dei conseguenti costi di *settlement*) necessario nel caso di una transazione sia effettuata fra intermediari aderenti a CSD diversi.

³³ I maggiori costi potrebbero essere sostenuti non solo *una tantum*, ma stabilmente, qualora anche i costi di custodia per titoli dematerializzati presso CSD esteri siano più elevati rispetto ai titoli domestici..

³⁴ In particolare, su Virt-x, società di diritto inglese controllata dalla borsa svizzera, possono essere negoziate le azioni dei seguenti indici: AEX, DAX 30, CAC 40, MIB30, FTSE 100, DJ Euro Stoxx 50, FTSE Eurotop 100.

³⁵ Anche nel caso di MTS, gli intermediari possono scegliere la CCP fra Cassa di Compensazione e Garanzia e Clearnet; per quanto riguarda il sistema di *settlement*, invece, le operazioni in titoli di Stato possono essere regolate solo su Express II (il sistema di *settlement* di Monte Titoli), mentre gli scambi su obbligazioni possono essere regolati su Euroclear o Clearstream.

3.3. Le barriere alla competizione internazionale

Le argomentazioni appena esposte mostrano che gli ostacoli principali alla competizione internazionale fra CSD sono, essenzialmente, due.

Il primo riguarda la preferenza dell'emittente di accentrare i titoli nel CSD del paese del mercato di quotazione, che di solito coincide con il paese sede legale dell'emittente. I motivi alla base di tale preferenza sono riconducibili a svariati fattori. Anzitutto, rileva la maggiore facilità nella gestione delle *corporate action*, dovuta anche alla familiarità del CSD domestico con il sistema legale e il diritto commerciale alla base della disciplina di tali *corporate action*. In secondo luogo, se residenti prevalentemente nel paese dove la società ha la sede legale, è verosimile che gli azionisti detengano i titoli tramite banche domestiche, che a loro volta sub-depositano presso il CSD domestico. Nei paesi dove prevale il modello *silos*, inoltre, può accadere che le regole di *listing* fissate dalla borsa impongano agli emittenti l'accentramento dei titoli presso il CSD da essa stessa controllato. Non si può escludere, infine, la presenza di un effetto *lock-in*, dovuto all'onerosità o alla complessità per l'emittente di cambiare il CSD sul quale ha originariamente accentrato i propri titoli.

La seconda barriera alla concorrenza deriva, come si è accennato, dalla possibilità per l'issuer CSD di arginare le pressioni di *global custodian* e CSD esteri attraverso l'applicazione di moduli tariffari di adesione penalizzanti per i *global custodian*, ovvero attraverso il mantenimento di elevati costi di utilizzo dei *link* internazionali con altri CSD.

Per queste ragioni, è dunque inevitabile che il CSD scelto dall'emittente per accentrare i propri titoli abbia una posizione di monopolio, o comunque un fortissimo potere di mercato, nell'offerta dei servizi di *settlement e custodia* su tali titoli. Ciò spiega anche perché quasi sempre si riscontra un'integrazione verticale fra *settlement* e gestione accentrata.

Secondo alcuni osservatori, la risposta alla crescente internazionalizzazione dell'attività di negoziazione e all'aumento delle operazioni *cross-border* non può poggiare, dunque, sulla esistente struttura di *link* fra CSD europei³⁶. Tale struttura, implicando come si è visto il continuo "spostamento" di titoli da un CSD ad un altro, comporta il sostenimento di costi elevati (relativamente alle tariffe applicate dai CSD per il regolamento tramite i *link*), una minore efficienza nell'attività di *exposure* e *settlement netting* delle singole CCP e CSD e un aumento della complessità e dei costi di gestione delle *corporate action*.

4. Le iniziative regolamentari in ambito internazionale

Come evidenziato nell'introduzione, i problemi legati alla struttura e all'evoluzione dell'industria del *clearing* e *settlement* sono da diversi anni all'attenzione dei *regulators* nazionali e internazionali. Le iniziative regolamentari più importanti, almeno in ambito europeo, sono rappresentate dalla citata Comunicazione della Commissione Europea³⁷ e dagli *standard* ECB-CESR³⁸.

³⁶ Il punto è sollevato nel documento del *London Stock Exchange* di commento al primo rapporto del "Gruppo Giovannini" del 7 febbraio 2002.

³⁷ *Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*, Comunicazione della Commissione Europea al Consiglio e al Parlamento Europeo, 28.4.2004.

³⁸ *Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in Europe*, ECB-CESR, ottobre 2004.

Si tratta di documenti che contengono – o delineano - approcci regolamentari che impattano sia sui profili di stabilità e contenimento dei rischi sia su quelli di tutela della concorrenza e di creazione di un *level playing field*. I due aspetti sono spesso strettamente interrelati, poiché come detto nell'introduzione, esiste un *trade off* strutturale fra i due profili che condiziona profondamente la scelta della strategia regolamentare.

Come verrà illustrato in dettaglio di seguito, il documento della Commissione Europea pare più ispirato alla preoccupazione di assicurare un *level playing field* e una maggiore competizione, sia nei servizi *core* che *non core*, mentre gli standard ECB-CESR sono incentrati sulle problematiche dell'efficienza operativa e del controllo dei rischi. Gli standard, come si illustrerà, impattano però sugli aspetti concorrenziali nel momento in cui prefigurano oneri regolamentari non perfettamente omogenei fra CSD e *global custodian*, sia nei servizi *core* che *non core*.

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti ha chiarito i termini della questione relativa alla possibilità che i CSD offrano anche alcuni servizi bancari *non core* (o possano addirittura essere registrati come banche) e, specularmente, le modalità attraverso le quali le banche possono offrire alcuni servizi *core* del *clearing* e *settlement*.

Come già accennato, i due CSD attivi a livello internazionale (cosiddetti ICSD), Euroclear Bank e Clearstream Luxemburg, sono registrati come banche e offrono alla clientela un'ampia gamma di servizi bancari oltre a quelli di custodia e *settlement* su certi tipi di strumenti finanziari per i quali possono essere considerati gli *issuer* CSD (essenzialmente *eurobonds*, *covered warrants*, *asset backed securities* o Abs, etc.); per altre tipologie di strumenti finanziari, essi offrono invece un servizio analogo a quello offerto dai *global custodian* o da altre banche agenti.

Al di là del caso particolare degli ICSD, le posizioni delle *lobbies* e dei soggetti coinvolti nell'industria sono, ovviamente, ben differenziate. Gli intermediari sono naturalmente contrari a misure regolamentari che consentano ai CSD di offrire prodotti *non core* e/o di essere registrati come banche; l'associazione dei CSD europei (ECSDA) osserva viceversa che, poiché gran parte degli scambi *cross-border* avviene per il tramite di banche agenti e *global custodian*, i CSD devono poter essere in grado di offrire gli stessi servizi delle banche agenti allo scopo di competere su quel mercato in condizioni di parità. Per ciò che riguarda i servizi *core*, invece, gli intermediari sono contrari ad una regolamentazione specifica che si sovrapporrebbe inevitabilmente alla disciplina generale di stabilità e di contenimento dei rischi già prevista per le banche (Basilea II). Anche i CSD sembrano tendenzialmente contrari ad una regolamentazione prudenziale e sul controllo dei rischi troppo intrusiva che costituirebbe uno svantaggio competitivo e rischierebbe di non incidere sul livello dei costi delle transazioni *cross border*.

Come verrà illustrato in dettaglio di seguito, su questi temi i documenti della Commissione Europea e ECB-CESR propongono degli approcci regolamentari in alcuni casi espliciti e in altri un po' più sfumati ovvero, in particolare nel caso degli standard ECB-CESR, che lasciano agli Stati Membri significativi spazi di autonomia decisionale.

4.1 La Comunicazione della Commissione Europea

La Comunicazione della Commissione Europea dell'aprile 2004 fa seguito ai lavori del cosiddetto "gruppo Giovannini", al quale nel 2001 la Commissione aveva dato mandato di

studiare il settore e di formulare proposte specifiche. Dai lavori del gruppo sono poi scaturiti due rapporti³⁹.

I lavori del gruppo Giovannini si focalizzano essenzialmente sul problema delle barriere di tipo operativo e legale che rendono difficoltosa e/o onerosa l'interoperabilità e il funzionamento dei *link* fra i CSD. Ad esempio, i rapporti evidenziano i problemi legati alla gestione delle *corporate action*⁴⁰ derivanti dalla necessità di un coinvolgimento di uno o più CSD esteri (che devono raccogliere informazioni da tutti gli intermediari con i quali intrattengono conti, fornire la certificazione ai soggetti esteri per l'esercizio dei diritti, quali partecipazioni in assemblea, etc.) e dalla maggiore complessità nella riconciliazione dei conti⁴¹. Sul piano legale, i rapporti evidenziano l'ambiguità giuridica dovuta alla non chiara definizione dei diritti di proprietà sui titoli quando sono tenuti su conti accentrati in paesi esteri e il conseguente rischio legale⁴².

La tesi di fondo alla base dei lavori del gruppo Giovannini è che la piena armonizzazione del quadro legale e delle prassi operative dovrebbe permettere agli emittenti e agli intermediari di scegliere uno specifico CSD solo sulla base dei costi e della qualità dei servizi offerti. In altri termini, la rimozione delle barriere individuate nei rapporti Giovannini renderebbe legalmente e operativamente sicuro ed efficiente l'utilizzo dei *link* internazionali, lasciando ad emittenti ed intermediari la piena libertà di scelta.

Tale posizione non è però unanimemente condivisa. Secondo alcuni osservatori, infatti, anche qualora venissero rimosse le barriere legali e tecniche alla piena "interoperabilità" fra CSD (rendendo quindi legalmente e operativamente sicuro ed efficiente l'utilizzo dei *link*), la riduzione del costo dell'utilizzo dei *link* internazionali non sarebbe garantita. Per le ragioni prima ricordate, i CSD non hanno infatti nessun incentivo economico a ridurre i costi di utilizzo dei *link*; parimenti incerti sarebbero gli effetti sulla decisione degli emittenti circa l'accentramento dei propri titoli su un CSD diverso da quello del paese di residenza o da quello controllato dal mercato di quotazione⁴³.

L'istanza di creazione di un quadro di maggiore competizione e di maggiore "libertà di scelta" da parte dei fruitori dei servizi *clearing e settlement* - che è alla base dell'impostazione dei rapporti Giovannini - ha comunque trovato seguito nell'approccio adottato dalla Commissione Europea sia nella direttiva sui Mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta MiFID) sia nella citata comunicazione in materia di *clearing e settlement*.

La MiFID mira a garantire agli intermediari la possibilità di scelta del sistema di *settlement* (consentendo loro di accedere senza restrizione ai sistemi di CCP e *settlement* di altri paesi, anche se non sono membri delle borse servite da tali sistemi⁴⁴) e alle borse di

³⁹ *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, The Giovannini Group, novembre 2001 e *Second report on EU clearing and settlement arrangements*, The Giovannini Group, aprile 2003.

⁴⁰ Si veda la "barriera 3" del primo rapporto Giovannini.

⁴¹ Altri rischi operativi e legali insiti nell'utilizzo di *link* internazionali fra CSD sono analizzati in dettaglio nello standard 19 del documento ECB-CESR (cfr. par. successivo).

⁴² Vi sono altri problemi legali, quali ad esempio la presenza di discipline diverse in tema di dematerializzazione dei titoli fra due paesi, ovvero problemi fiscali legati al ruolo dell'intermediario non residente nell'operare ritenute alla fonte su cedole e frutti dei titoli in base alla legislazione tributaria del paese dell'emittente.

⁴³ Questa è in particolare la posizione del *London Stock Exchange*.

⁴⁴ In proposito, gli standard ECB-CESR raccomandano che i CSD e le CCP, oltre ad avere procedure di accesso trasparenti, prevedano restrizioni basate solo su criteri di controllo e minimizzazione dei rischi (si veda il par. successivo per una dettagliata illustrazione degli standard ECB-CESR).

utilizzare CCP (ma non anche i sistemi di *settlement!*) operanti in altri Stati membri. La comunicazione invece afferma il principio della libertà di CCP e CSD di accedere a CCP e CSD di altri paesi per poter prestare i propri servizi alle borse che si avvalgono di tali CSD o CCP (in particolare le borse che negoziano titoli accentrati in tali CSD).

La Comunicazione della Commissione contiene però un esplicito riconoscimento dello *status quo* e della posizione di forte potere di mercato assunto dai CSD nei servizi *core*, affermando la necessità di attivare una attenta azione di vigilanza *antitrust* anche in ambito europeo⁴⁵. La Commissione non indica interventi precisi, salvo una generica azione di *enforcement* delle regole generali di *antitrust* valide per tutti i settori industriali e l'adozione di alcune regole di *corporate governance* che potrebbero mitigare gli incentivi ad abusare di posizioni dominanti⁴⁶.

In definitiva, per ciò che riguarda i servizi *core*, sembrano quindi escluse forme di intervento più intrusive, che hanno invece trovato applicazione in settori industriali dalle caratteristiche simili (ad esempio, nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia). Si tratta, come noto, di misure che prevedono controlli sul livello delle tariffe (*price cap*) o dei profitti (*rate of return regulation*), ovvero di interventi sulla *governance* che impongono, ad esempio, l'adozione di modelli cooperativi e mutualistici (come nel caso nordamericano; si veda più oltre il par. 5).

Secondo alcuni osservatori, l'assenza di misure più incisive a tutela della concorrenza rischia di far sì che l'obiettivo di garantire i "diritti di accesso" affermato nella MiFID e nella Comunicazione della Commissione rimanga una mera dichiarazione di intenti (o una maniera per impedire restrizioni alla competizione che potrebbero derivare da comportamenti eccessivamente discrezionali da parte delle autorità di vigilanza dei singoli paesi membri)⁴⁷.

Per ciò che riguarda invece i servizi *non core*, si pone, come indicato in precedenza, un problema di competizione tra CSD e intermediari bancari o imprese di investimento sul piano della potenziale posizione dominante nell'offerta di servizi di prestito titoli e contante da parte dei CSD rispetto agli intermediari.

La Comunicazione della Commissione Europea in materia di *clearing* e *settlement* non ha preso una posizione netta sulla regolamentazione dell'offerta di servizi finanziari e bancari da parte di società autorizzate come CSD, e quindi sull'opportunità di un approccio rigidamente funzionale anche per i servizi *non core*⁴⁸.

La Commissione sembrerebbe tuttavia orientata a consentire l'offerta di servizi *non core* da parte dei CSD in presenza di determinati presidi di *governance* e vigilanza *antitrust*. In particolare, la Commissione indica alcuni interventi regolamentari specifici con riguardo al

⁴⁵ Anche il secondo rapporto del "gruppo Giovannini", oltre all'indicazione di *policy* chiave circa l'eliminazione delle barriere legali e tecniche, indica esplicitamente un rimedio regolamentare basato sul controllo delle tariffe o dei profitti, anche con riferimento al caso di un consolidamento su base europea che porti alla creazione di una o poche strutture con forte potere di mercato.

⁴⁶ In particolare, si suggerisce che la struttura proprietaria sia rappresentativa di tutte le categorie di soggetti interessati all'utilizzo dei servizi *core* e che nel consiglio di amministrazione vi siano amministratori indipendenti.

⁴⁷ Questa è implicitamente la posizione della stessa ECSDA, quando afferma che una regolamentazione che tuteli i diritti di accesso sulla base del passaporto europeo probabilmente non basterebbe a ridurre di molto i costi di *clearing* e *settlement* (ECSDA *recommendations to the Commission*, 10 agosto 2004).

⁴⁸ Si veda *Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*, Comunicazione della Commissione Europea al Consiglio e al Parlamento Europeo, 28.4.2004, pag. 17.

problema dell'offerta dei servizi *non core* che, oltre a potere confluire in una futura direttiva, possono essere un punto di riferimento per i *regulator* nazionali. In particolare, si suggerisce di:

a) introdurre una contabilità separata fra attività *core* e *non core* (cioè un vero e proprio sistema di contabilità industriale, per prodotto o linea di *business*), per rilevare correttamente margini di profitto e potere di mercato nell'offerta dei due tipi di servizi e impedire forme di sussidi incrociati (ciò presuppone che le regole di ripartizione dei costi amministrativi generali e altri costi fissi si basino su criteri ragionevoli e principi contabili accettati a livello internazionale);

b) vietare l'accorpamento (cosiddetto *bundling*) dei servizi *core* e *non core*, per impedire che l'utilizzo dei primi sia subordinato all'acquisto dei secondi.

4.2 Gli standard ECB-CESR

Alle iniziative assunte dalla Commissione Europea si è affiancata l'iniziativa di un gruppo un gruppo di lavoro ECB-CESR che ha elaborato una serie di *standard* diretti a promuovere una maggiore sicurezza ed efficienza dei servizi di *clearing* e *settlement* in ambito UE. Il lavoro trae spunto dall'iniziativa di un precedente gruppo CPSS-IOSCO, in cui vengono affrontati pure alcuni dei problemi inizialmente individuati nei rapporti Giovannini e successivamente nella Comunicazione della Commissione.

Per ciò che riguarda i problemi di stabilità e contenimento dei rischi, il problema regolamentare di fondo è legato al fatto che, se ai CSD venisse concesso di offrire un'ampia gamma dei servizi bancari e finanziari (ed eventualmente di essere registrati come banche o imprese di investimento) come nel caso dei CSD internazionali o dei *global custodian*, ai normali rischi legati alla gestione di un sistema di *settlement* si sommerebbero i rischi di liquidità e di controparte (e in generale i rischi di stabilità) tipici di un intermediario bancario o finanziario⁴⁹.

Data la delicatezza e l'importanza sistemica della strutture di *post-trading*, un approccio regolamentare rigidamente funzionale (cioè senza creazione di riserve di attività e basato sulla regolamentazione di una funzione indipendentemente dal soggetto che la svolge) può aumentare i rischi in capo ai CSD e amplificare i rischi di instabilità sistemica associati ai malfunzionamenti dei sistemi di *settlement*. Ma occorre anche sottolineare che l'approccio funzionale non esclude certo la possibilità di graduare gli obblighi di contenimento del rischio in relazione alla tipologia di rischi assunti.

Gli Standard ECB-CESR adottano una prospettiva funzionale basata sui rischi connessi ai servizi svolti dai diversi soggetti coinvolti nei processi di liquidazione, indipendentemente dal loro rispettivo *status* giuridico. La regolamentazione dei servizi prestati da CSD e *global custodians* s'incentra quindi sull'esigenza di prevenire il rischio sistemico e sulla graduazione delle misure di contenimento del rischio in relazione alla tipologia di rischi assunti.

⁴⁹ Bisogna osservare che il problema della concentrazione dei diversi tipi di rischi si pone essenzialmente con riferimento alle CCP che agiscono in qualità di *principal* e garantiscono il buon fine delle operazioni, mentre i CSD e i sistemi di *settlement* che operano su base DVP e liquidano in moneta di banca centrale non assumono ovviamente né rischi di controparte né rischi di liquidità (né tanto meno rischi di mercato), affrontando essenzialmente rischi che potremmo definire tecnico-operativi. Non è questo il caso, però, dei due CSD internazionali che liquidano in moneta di banca commerciale.

Da questa prospettiva la regolamentazione delle dinamiche competitive non rientra direttamente nelle finalità proprie degli Standard. Essi non incidono nei modelli organizzativi e negli assetti concreti dell'industria, i quali sono viceversa affidati alle forze spontanee di mercato.

D'altronde, gli Standard riconoscono esplicitamente la necessità di evitare l'abuso di eventuali posizioni dominanti da parte dei CSD o dei *custodians*. Il tema della competizione è effettivamente intrecciato con la regolamentazione della gestione dei rischi, in quanto la fissazione di misure adeguate al contenimento di questi ultimi si riflette sui costi sopportati dai soggetti coinvolti nei processi di liquidazione e può quindi indirettamente suscitare fenomeni di spiazzamento competitivo o la duplicazione di regole e controlli a carico di determinate categorie di soggetti.

L'intreccio tra competizione e regolamentazione funzionale dei rischi assume risalto, anzitutto, con riferimento agli Standard riguardanti i *custodians*. Nei confronti dei *global custodians* considerati rilevanti sistemicamente (*significant custodians*), infatti, gli Standard non escludono l'impiego di misure di contenimento del rischio ulteriori e più stringenti rispetto a quelli che si applicheranno in genere alle istituzioni bancarie sulla base all'accordo di Basilea II. Tali misure supplementari accrescono certamente la stabilità dell'intero sistema, ma potrebbero anche alterare il *level playing field* tra i *significant custodians* e quelli che soggiacciono esclusivamente ai presidi previsti da Basilea II.

La valutazione relativa alla concreta rilevanza sistemica dei *custodians* sarà effettuata dalle Autorità nazionali competenti in relazione alle caratteristiche quantitative e qualitative dei servizi di liquidazione prestati. Sussiste, quindi, l'eventualità che ciascuna Autorità nazionale, sulla base delle peculiari caratteristiche del proprio mercato domestico, adotti criteri non uniformi nell'individuazione dei *significant custodians*, rendendo così questi ultimi meno competitivi nel contesto comunitario ed internazionale.

Per prevenire tale eventualità ed assicurare, viceversa, la parità di trattamento in ambito UE, lo Standard n. 18 prefigura forme di regolare e strutturato coordinamento tra le Autorità nazionali, in virtù delle quali le stesse sono tenute, tra l'altro, alla reciproca *disclosure* delle *policy* adottate in ambito domestico.

Molti aspetti non secondari sono peraltro demandati alla cosiddetta *Assessment Methodology*, che è la metodologia da seguire nella verifica del corretto adempimento degli obblighi sanciti negli Standard. Analogamente all'*Assessment Methodology* elaborata in relazione alle Raccomandazioni CPSS/IOSCO, essa si sostanzierà in una serie di parametri che serviranno alle Autorità nazionali, alle Istituzioni Internazionali e – in definitiva – agli stessi operatori, per verificare il grado d'implementazione degli Standard.⁵⁰

In questo contesto, come accennato, alcune questioni ancora aperte potrebbero essere ulteriormente analizzate e definite in stretta cooperazione con il mercato. Gli Standard ne forniscono un elenco non esaustivo, includendovi anche questioni strettamente inerenti alla regolamentazione (e alla concorrenza) dei servizi *core* quali l'individuazione dei criteri in base ai quali un *custodian* va qualificato sistemicamente "*significant*" e l'analisi dei rischi di stabilità associati all'attività di tali *custodian*, l'opportunità d'imporre ai *significant custodians*

⁵⁰ Il carattere non secondario delle questioni lasciate aperte nell'ottica di una loro rivisitazione nell'ambito dell'*Assessment Methodology* trova conferma nell'esplicito riconoscimento da parte degli Standard del fatto che la loro applicazione negli Stati membri non sarà formalmente verificata fintanto che non sia adottata l'*Assessment Methodology* medesima.

di organizzarsi al fine di prestare il servizio di Settlement c.d. “DVP” (*delivery versus payment*), nonché l’eventuale armonizzazione dei cicli di Settlement in ambito europeo.

Oltre al problema del diverso grado di omogeneizzazione fra regolamentazione dei *custodian* e dei CSD, gli standard prefigurano all’interno stesso della categoria dei CSD due possibili modelli organizzativi (*Standard* n. 6).

In base a un primo modello, i CSD sono tenuti (per statuto o per legge) a prestare esclusivamente i servizi *core* e possono quindi assumere soltanto i rischi tipicamente associati a tale categoria di servizi (l’*operational risk* e il *liquidity risk* connesso all’eventuale non utilizzo della moneta di banca centrale per il *Settlement*).

In base a un secondo modello, in aggiunta ai servizi *core* i CSD possono prestare anche servizi *non-core*, a condizione che questi ultimi siano connessi e strumentali ai primi. In tal caso, lo Standard 6 pone esplicitamente l’esigenza di mitigare una pluralità dei rischi e, in particolare, anche i rischi di credito connessi alle attività di finanziamento in titoli o valuta.

Dal momento che la gestione di tali rischi non è esente da costi, risulta evidente che l’adesione di un CSD al primo o al secondo modello comporta rilevanti riflessi sul piano delle dinamiche competitive.⁵¹

Va osservato, in proposito, che i due modelli sopra delineati non esauriscono tutte le possibili sfumature dei rischi che possono essere assunti da un soggetto che presta i servizi di *clearing* e *settlement*, ma si pongono agli estremi opposti di uno spettro piuttosto articolato in cui la qualità (ovvero la tipologia e non solo la quantità) dei rischi assunti da ciascun attore potrebbe differenziarsi da quella di ogni altro “*competitor*”.

L’approccio funzionale, infatti, comporta la possibilità di graduare gli obblighi di contenimento del rischio in relazione alla tipologia di rischi assunti in maniera estremamente flessibile, così che le aree di competizione – in precedenza fatte schematicamente coincidere con i due modelli di CSD – sono in via di principio tanto numerose quanto le possibili combinazioni di rischio.

Ciò rende estremamente complesso assicurare sul piano regolamentare il medesimo *level playing field*, sia nei rapporti concorrenziali tra CSD, sia anche nei rapporti tra i CSD che assumono rischi di credito e i *significant custodian*.

È sintomatico, in tal senso, che lo Standard 6 metta esplicitamente in relazione le misure di contenimento di una molteplicità di rischi e cioè, in particolare, quelle delineate negli Standard 5 (*Securities Lending*), 9 (*credit risk*), 10 (*cash settlement assets*) e 11 (*Operational Risk*)⁵².

La complessità è accresciuta dal fatto che negli Standard si demanda ai singoli Stati membri, pur nel quadro di un coordinamento costante e strutturato tra Autorità, sia il compito d’individuare i *custodians* che rientrano nel perimetro delle misure di contenimento del rischio

⁵¹ Un discorso diverso ovviamente per le CCP la cui funzione è proprio quella di assumere in proprio il rischio di controparte; da questo punto di vista, gli standard suggeriscono di separare legalmente l’attività di CCP da quella di CSD, qualora svolte dal medesimo gruppo.

⁵² Vero è che nello standard n. 17 si vieta il *bundling* dei servizi *core* e *non core*, ma ciò al solo scopo di prevenire che l’utilizzo dei servizi *core* sia subordinato all’acquisto di servizi *non core*.

tipicamente connesse ai servizi *core*, sia la facoltà di consentire o meno ai CSD che ricadono sotto la propria giurisdizione di prestare anche i servizi *non-core*.

In definitiva, la scelta compiuta negli Standard di affidare un certo margine di manovra agli Stati membri è espressione di una logica di compromesso che riflette la complessità dell'intreccio tra regolamentazione dei rischi e dinamiche competitive, ma che rappresenta ugualmente un notevole passo in direzione dell'armonizzazione delle regole in ambito UE. Nonostante le accennate limitazioni, infatti, gli Standard rendono omogenei molteplici profili regolamentari concernenti la gestione dei rischi associati ai servizi *core* e *non-core* da parte dei CSD.

Entrando più in dettaglio nelle specifiche previsioni degli Standard, per quanto riguarda la regolamentazione dei rischi associati ai servizi *core* di particolare rilievo sono gli Standard 6 e 19.

Lo Standard 6 mette in risalto la centralità dei CSD nella prestazione dei servizi *core* raccomandando agli ordinamenti nazionali, anzitutto, di ricorrere il più possibile all'accentramento e alla dematerializzazione degli strumenti finanziari, di guisa da estendere la circolazione scritturale degli stessi tramite CSD, che è l'infrastruttura responsabile in via principale (quando non esclusiva) della salvaguardia dell'integrità delle emissioni in gestione accentrata.

Per questa ragione lo Standard 6 raccomanda ai CSD di dotarsi di elevati standard tecnici e operativi che presiedano all'effettuazione e al controllo delle registrazioni contabili, di coordinarsi con gli altri soggetti eventualmente coinvolti nelle registrazioni (ad es.: l'emittente) al fine di rendere sicure le procedure di quadratura dei conti e d'implementare presidi di contenimento del rischio operativo in maniera da assicurare la *business continuity* anche in situazioni di emergenza, predisponendo piani idonei ad assicurare la continuità di tali funzioni anche nel caso-limite costituito dall'insolvenza del CSD.

La valenza d'infrastruttura di mercato riconosciuta ai CSD nello svolgimento di tali funzioni nello svolgimento del processo di *settlement* comporta inoltre che lo Standard 6 raccomandi ai CSD, in linea di principio, di limitare al massimo l'assunzione di rischi di credito e di liquidità.

Assume peraltro rilievo, sia sul piano della governance dei CSD, sia sul piano della ripartizione dei costi e dei margini di profitto, la raccomandazione di dotarsi di regole di *governance* dirette ad assicurare che i vantaggi derivanti dalla prestazione dei servizi *core* e *non core* da parte di un CSD ricadano anche a beneficio dei propri aderenti.

Sotto altro profilo, lo Standard 19 affronta i rischi operativi e legali insiti nell'utilizzo di *link* fra CSD, il che comporta una serie di presidi soprattutto con riferimento ai *link* internazionali per il regolamento delle operazioni *cross-border*. Il contenuto dello Standard è in linea con l'approccio indicato dalla Commissione Europea nella ISD2, che mira a garantire agli intermediari la possibilità di scelta del sistema di *settlement* (consentendo loro di accedere senza restrizione ai sistemi di CCP e *settlement* di altri paesi anche se non sono membri delle borse servite da tali sistemi). Nello Standard 19 si raccomanda ai CSD, in particolare, di valutare l'adeguatezza finanziaria e operativa degli altri CSD con i quali s'intende stabilire una connessione e di evitare che i *link* accrescano i livelli di rischio o pregiudichino l'integrità dei cicli di *settlement*.

Passando invece alla regolamentazione dei rischi associati ai servizi *non core*, assumono specifico rilievo gli Standard 5, 9 e 17.

Lo Standard 5 è dedicato al tema del prestito titoli e raccomanda, anzitutto, al soggetto che svolge tale servizio (indipendentemente dal fatto che si tratti di un CSD o di un *global custodian*) di evitare scoperti sui conti titoli ovvero alla “creazione di titoli”, sottolineando come l’eventuale utilizzo di titoli sub-depositati per conto della clientela in operazioni di prestito titoli debba avvenire sempre con l’esplicito consenso dei beneficiari ultimi dei titoli.

Benché lo Standard 5, da un lato, affermi che il prestito titoli rappresenta uno strumento di estrema utilità al fine di accrescere la speditezza e la sicurezza del servizio di *settlement*, dall’altro lato, esso prende atto che in molti ordinamenti sussistono limitazioni alla prestazione di tale servizio da parte dei CSD legate alla disciplina fiscale o contabile. Al riguardo, lo Standard 5 invoca la rimozione di tali impedimenti legali e l’adozione di solide procedure automatizzate che ne favoriscano lo sviluppo anche sul piano tecnico-operativo.

L’eventuale gestione di una *centralized securities lending facility* da parte del CSD è considerata in linea di principio un fattore positivo di sviluppo dell’efficienza del *settlement*, sebbene si sottolinei che nei mercati con limitati casi di *fail* tale modalità di prestazione del servizio di prestito titoli potrebbe essere problematica sul piano del rapporto costi-benefici.

Nel contesto di una *automated centralized securities lending facility* si raccomanda ai CSD di assicurare parità di accesso a tutti gli aderenti al sistema di *settlement*, di guisa che eventuali restrizioni d’accesso dipendano esclusivamente da criteri trasparenti e corretti quali ad esempio, l’esigenza di prevenire l’adesione di operatori inadeguati sul piano tecnico o operativo, specialmente in termini di *risk management*. Tali regole si coordinano con le previsioni contenute nello Standard 14.

Particolarmente importante è la regolamentazione dei rischi connessi all’eventualità che un CSD offra la *centralized securities lending facility* come “*principal*” e cioè prestando titoli interponendosi nell’operazione non soltanto come mediatore tra il prestatore e il prestatario, bensì come controparte nei confronti di entrambi. In questa specifica ipotesi si raccomanda di adottare specifiche misure di gestione del rischio, molte delle quali sono descritte dallo Standard 9 che è dedicato, tra l’altro, alle misure di contenimento del rischio che devono essere assunte dai CSD che estendono crediti ai loro partecipanti.

Lo Standard 9 sottolinea l’importanza di tali misure in quanto nell’estendere crediti (in valuta o in titoli) un CSD non si limita a prestare soltanto un servizio accessorio alla liquidazione, ma svolge un’attività tipica degli intermediari bancari. In proposito, lo Standard 9 raccomanda di limitare il prestito alla necessità di garantire l’ordinato funzionamento del sistema di *settlement* e di acquisire sempre una copertura integrale a garanzia delle esposizioni creditizie. Tale garanzia deve essere costituita da titoli con *rating* non inferiore alla soglia dell’*investment grade*.

In casi limitati, da identificarsi a priori, è ammesso che i CSD concedano crediti non interamente collateralizzati, ma in tal caso è necessaria l’implementazione di misure di contenimento del rischio particolarmente rigorose, tra le quali sono incluse anche la fissazione di limiti alla dimensione o alla durata del credito e controlli sulla solvibilità del debitore, con l’obbligo di comunicare regolarmente alle Autorità competenti a livello nazionale le esposizioni creditorie di più elevato ammontare connesse allo svolgimento del servizio di *settlement*.

Analogamente, tali misure di contenimento del rischio di credito, nonché ogni eventuale deviazione dalle stesse, devono costantemente essere vagliate dalle competenti autorità nazionali, che a loro volta – come accennato – sono tenute a coordinarsi con le Autorità degli altri Stati dell'UE.

Lo Standard 17, infine, assume rilievo sotto il profilo della trasparenza delle politiche di *pricing*. In particolare, esso prevede che l'offerta di servizi a valore aggiunto da parte di CSD e CCP deve essere effettuata a prezzi trasparenti e ben distinti da quelli associati ai servizi *core*. L'appropriata descrizione delle tariffe, infatti, pone gli utenti del sistema in condizione di scegliere ciascun servizio *non core* indipendentemente dalla fruizione dei servizi *core* da parte di un determinato sistema.

Lo Standard 17 rileva anche sul piano delle categorie di soggetti tenuti alla trasparenza sui servizi prestati e sulle politiche tariffarie. Infatti, non soltanto i CSD e le CCP sono tenuti a rendere pubbliche tali informazioni, ma anche eventuali altri “*services providers*” che offrano servizi strumentali alla liquidazione quali, ad esempio, il servizio di “*trade confirmation*” o i servizi di network.

In definitiva, lo Standard 17 mette ulteriormente in evidenza la stretta connessione tra competizione e regolamentazione dei servizi di liquidazione, là dove esso afferma che la trasparenza e le informazioni sui prezzi e sui servizi offerti sono idonee a promuovere la competizione tra i diversi *providers*, con benefici effetti sul livello dei costi e della qualità del servizio reso agli utenti.

5. Competizione e tariffazione dei servizi core: le riflessioni della teoria economica

I problemi di competizione nell'industria del *post trading* hanno orientato un filone del dibattito verso l'analisi dell'opportunità di utilizzare forme di controllo delle tariffe e dei prezzi di accesso all'infrastruttura allo scopo di arginare fenomeni di abuso della posizione dominante degli *issuer* CSD.

Alla luce della discussione dei paragrafi precedenti, un intervento regolamentare di questo tipo dovrebbe riguardare tre aspetti: le tariffe di adesione praticate dall'*issuer* CSD nei confronti dei *global custodian*; i costi di utilizzo dei *link* tra CSD; le tariffe applicate dall'*issuer* CSD nei confronti degli emittenti per la gestione del conto titoli e delle *corporate actions*.

Ai fini della formulazione di proposte di intervento è necessario, in via preliminare, verificare se i meccanismi di funzionamento dell'industria del *clearing* e *settlement* possano essere ricondotti a uno schema teorico generale, in grado di fornire spunti di riflessione sul piano sia positivo che normativo.

In proposito, si possono individuare essenzialmente due schemi di riferimento, che sebbene strettamente legati concentrano l'attenzione su aspetti differenti. Il primo è quello della regolamentazione dei beni/servizi di pubblica utilità offerti in rete dal medesimo soggetto che, in regime di monopolio naturale, gestisce la rete.

Il secondo è quello delle cosiddette *platform industries*, nelle quali i beni/servizi offerti in rete sono fruiti da due categorie complementari di soggetti che traggono beneficio dalle interazioni legate all'accesso a una piattaforma comune. Tale approccio sintetizza e mette in relazione le conclusioni della teoria della regolamentazione del monopolista multiprodotto, che ruota attorno al tema delle interdipendenze tra mercati di beni complementari, con le conclusioni della regolamentazione delle industrie di rete⁵³.

Entrambi gli schemi saranno brevemente analizzati nei paragrafi che seguono, con particolare riferimento alle analogie e alle implicazioni di carattere regolamentare che possono scaturirne per l'industria del *post trading*.

5.1 La regolazione di settori con economie di rete

Le industrie di beni e servizi offerti in rete possono essere caratterizzate attraverso quattro tratti salienti: i primi tre concernono la domanda; l'ultimo riguarda l'offerta⁵⁴.

Anzitutto, i consumatori acquistano un "paniere" di beni e/o servizi complementari, piuttosto che un singolo prodotto (basti pensare ad esempio all'industria informatica, dove il paniere è costituito da *hardware* e *software*). L'utilizzo congiunto di due o più beni solleva l'esigenza della compatibilità, ovvero dell'utilizzo di standard comuni a più produttori. Ciò crea un problema di coordinamento, che può presentare anche profili critici sul piano della tutela della concorrenza.

In secondo luogo, nelle economie di rete il beneficio dei consumatori dipende dal numero di partecipanti alla rete. Il valore del bene/servizio può essere pensato come la somma di due componenti: una intrinseca legata alla fruizione anche in assenza di altri utenti (*autarky value*), e l'altra "esterna" in quanto legata all'interazione con altri utenti (*synchronization value*). In altri termini, il valore di un'unità del bene cresce al crescere della domanda attesa: la funzione di domanda è dunque negativamente inclinata ma trasla verso l'alto all'aumentare della quantità totale attesa⁵⁵.

L'ultimo profilo relativo alla domanda riguarda il cosiddetto effetto *lock-in*, a causa del quale il consumatore del bene/servizio rimane vincolato ad esso a causa degli elevati costi (*switching costs*) che dovrebbe sostenere qualora decidesse di allacciarsi a una rete connotata da standard, tecnologie e operatività distinte⁵⁶.

Sul lato dell'offerta, i beni/servizi in rete si connotano per il fatto di annoverare tra i fattori produttivi l'utilizzo di infrastrutture installate e gestite in regime di monopolio naturale. Coesistono dunque due strutture di mercato, rispettivamente concorrenziale (almeno

⁵³ Con riferimento alla teoria in materia di regolamentazione del monopolio naturale e multiprodotto si veda, per tutti, Laffont e Tirole (1993).

⁵⁴ Per una trattazione completa in materia di economie di rete si veda Liebowitz e Margolis (2003); Shy (2001).

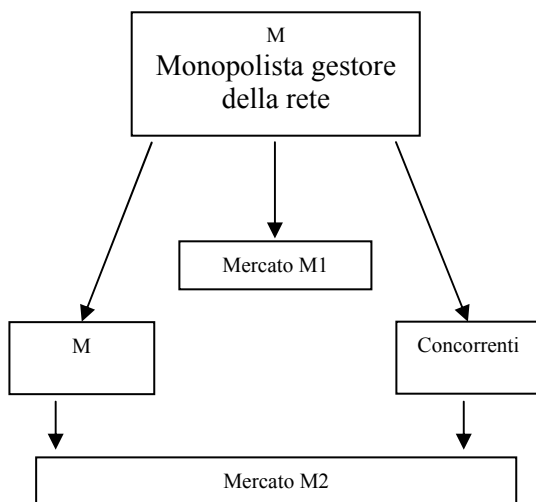
⁵⁵ Lo sviluppo della rete dipende in modo cruciale dalle aspettative dei potenziali utenti: ne consegue che, *ex ante*, gli equilibri possibili sono multipli e includono sia la circostanza nella quale tutti i soggetti interessati si allacciano alla rete sia la circostanza opposta. Entrambi gli equilibri sono razionali; il ricorrere dell'uno o dell'altro è legato alla massa critica minima di utenti necessaria per indurre tutti i potenziali consumatori a fruire della rete.

⁵⁶ Nella letteratura sono stati classificati cinque gruppi di *switching costs*: quelli relativi alla stipulazione di contratti, all'apprendimento, alla conversione di dati, alla ricerca, alla perdita di servizi accessori (Shapiro e Varian, 1999).

potenzialmente) per i beni/servizi offerti “a valle” e monopolistica per la rete “a monte”. La struttura del mercato può essere schematicamente rappresentata come riportato nella Fig. 6.

La Fig. 6 delinea una situazione nella quale il monopolista M entra in rapporto con i potenziali concorrenti sul mercato M2 su basi asimmetriche, che gli conferiscono un vantaggio in quanto possessore dell’infrastruttura (cosiddetto *upstream bottleneck input*). A titolo esemplificativo, si pensi al caso delle telecomunicazioni: il monopolista M gestisce la rete e fornisce direttamente un servizio ai consumatori finali (ad esempio la telefonia urbana) in condizioni di monopolio (mercato M1). La rete può inoltre essere utilizzata per la fornitura di un altro servizio (la telefonia extra-urbana) in condizioni concorrenziali (mercato M2). Il gestore della rete a monte che fornisca anche il servizio a valle può dunque sfruttare la propria posizione per limitare l’accesso a valle di potenziali concorrenti. In questa circostanza, gli interventi regolamentari di tipo tariffario ricadono nella categoria nota come regolamentazione dell’accesso (ovvero, nella terminologia anglosassone, *access price* o *one way access regulation*).

Fig. 6



Fonte: Armstrong et al. (1994).

In alternativa, il monopolista M può entrare in rapporto con i potenziali concorrenti sul mercato M2 su basi simmetriche, nel senso che sia M che i concorrenti posseggono, rispettivamente, un’infrastruttura di rete indipendente alla quale ciascuno degli operatori deve ricorrere per rendere un certo servizio. Nel caso delle telecomunicazioni, ad esempio, questa situazione ricorre con riferimento alle compagnie telefoniche locali (siano esse nazionali o regionali) che devono accedere alla rete di altri gestori per terminare le chiamate che partono dalla propria area verso le aree servite dai concorrenti. In questa circostanza, gli interventi regolamentari di tipo tariffario ricadono nella categoria nota come regolamentazione dell’interconnessione (ovvero, nella terminologia anglosassone, *interconnection pricing* o *two ways access regulation*)⁵⁷.

⁵⁷ Il settore delle telecomunicazioni, a causa della concorrenza esistente tra i diversi operatori, viene di solito citato come un esempio di accesso *two ways* con concorrenza; ad esso si affiancano i settori con accesso *two ways* senza concorrenza (posta internazionale, ad esempio) e i settori con accesso *one way* (fornitura dell’energia elettrica, ad esempio). Per una sintetica rassegna della letteratura in materia di *one way* e *two ways regulation* si veda Vogelsang (2004).

Le analogie tra l'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli con le economie di rete sono molteplici. Ricorrono, anzitutto, i caratteri tipici delle economie di rete. Si pensi alle esternalità nel consumo, derivanti dalla preferenza degli investitori per i sistemi che regolano il maggior numero di operazioni (a causa della maggiore efficienza del *netting*). Sussistono, inoltre, l'effetto *lock-in* e gli elevati costi di passaggio da una rete all'altra (*switching costs*), particolarmente elevati in un regime di accentramento della custodia di titoli dematerializzati. Parimenti significativa è la presenza di economie di scala e di scopo nella funzione di custodia titoli, svolta dunque in condizioni di monopolio naturale (nei termini della Fig. 6, è il mercato M1), mentre le attività di *clearing* e *settlement* (in particolare per le operazioni *cross-border*) sono potenzialmente aperte alla concorrenza (mercato M2)⁵⁸. Evidenza in tal senso emerge anche da un recente studio empirico che, sebbene debba essere interpretato con cautela per talune problematiche di tipo metodologico, mostra, con riferimento a 16 sistemi che svolgono attività di *book entry* e di *clearing* e *settlement* in paesi diversi, che un incremento del 100% del volume delle operazioni di liquidazione corrisponde a un incremento (in valore mediano) dei costi compreso tra il 53 e il 70%, mentre un incremento del 100% del volume di titoli in deposito corrisponde a un incremento (in valore mediano) dei costi pari al 18%⁵⁹.

I profili dell'industria del *post trading* che la accomunano alle economie di rete si sommano alla caratteristica tipica delle *platform industries* in virtù della quale il fornitore del servizio si rivolge a due categorie di utenti, ossia gli emittenti, da un lato, e gli investitori, dall'altro.

Sebbene le funzioni di *book entry* siano relativamente semplici e poco costose, il fatto che vengano svolte in un regime di monopolio naturale permette agli *issuer CSD* di sfruttare la propria posizione per prestare anche servizi di *settlement* e rendere costoso l'accesso a potenziali concorrenti (*global custodian* e *investor CSD*), come è stato diffusamente commentato nel paragrafo 3. In particolare, la competizione tra CSD e *global custodian* potrebbe essere ricondotta allo schema teorico del *one way access*, essendo il CSD il possessore della rete in posizione dominante.

I rapporti tra CSD potrebbero, d'altro canto, essere rappresentati come rapporti tra monopolisti geograficamente separati. In questo caso, lo schema teorico noto come *two ways access regulation* potrebbe fornire spunti di riflessione utili alla configurazione di una struttura tariffaria di interconnessione tale da rendere effettivamente operativi i *link* tra CSD attualmente esistenti.

I paragrafi che seguono riportano le principali prescrizioni della teoria economica in materia di *one way* e *two ways access regulation* e le relative possibili applicazioni all'industria del *post trading* a seconda che i soggetti coinvolti siano CSD e *global custodian* (par. 5.1.1) ovvero *issuer CSD* e *investor CSD* (par. 5.1.2).

⁵⁸ Questa analogia è discussa in Milne (2002).

⁵⁹ Si veda Schmiedel et al. (2002). I dati impiegati per lo studio riguardano i sistemi di 16 paesi (Canada, USA, 2 paesi asiatici e 12 nazioni europee) per il periodo 1993-2000. Gli autori stimano le funzioni di costo usando un approccio *top-down*, ossia basato sui dati di costo e ricavo desumibili, in forma aggregata, dai documenti contabili ufficiali. Questa metodologia rischia di risultare approssimativa in quanto non permette, tra le altre cose, di cogliere le differenze nei servizi offerti dai vari CSD dovute a differenze nel cosiddetto *bundling*. La significatività delle economie di scala è particolarmente accentuata per gli istituti europei, mentre nel caso statunitense sembrerebbe che sia stato raggiunto il livello di produzione ottimale, visto che al raddoppio dei volumi di produzione corrisponderebbe una crescita dei costi pari al 94%. Sulla base di questa evidenza, gli autori concludono che anche in Europa si dovrebbero incentivare integrazioni orizzontali, allo scopo di sfruttare le economie di scala legate a livelli di attività più elevati.

5.1.1 La regolamentazione dell'accesso

La posizione dell'*issuer* CSD, come si è sottolineato più volte, è analoga a quella del monopolista gestore di rete che offre sia servizi su un mercato a monte in condizioni di monopolio naturale (custodia titoli), sia servizi su un mercato a valle che potenzialmente possono essere resi in condizioni concorrenziali (regolamento e compensazione). In questo contesto, i *global custodian* rappresentano i concorrenti sul mercato a valle, nei confronti dei quali il CSD può esercitare un potere monopolistico e imporre ai *global custodian* tariffe di adesione (ossia di accesso alla rete) penalizzanti, come descritto nel par. 3.1. Sorge dunque la questione di come regolare tali tariffe.

In generale, il regolatore che intenda controllare la tariffa di accesso alla rete gestita da un monopolista deve scegliere, in via preliminare, la struttura del mercato. Se la scelta cade sul monopolio integrato verticalmente, in virtù della quale il gestore della rete fornisce tutti i servizi, il problema dell'accesso viene internalizzato, ovvero, in altri termini, viene completamente rimosso il problema della definizione delle condizioni di accesso. In questo caso, il regolatore disciplina il prezzo finale (e la qualità) del servizio.

La quantificazione del prezzo di accesso emerge, invece, come materia di intervento del regolatore nei casi, rispettivamente, di separazione verticale con liberalizzazione e di integrazione verticale con liberalizzazione. La prima opzione prevede la separazione verticale e strutturale dell'impresa M, legittimata ad operare solo nel mercato M1 (connotato da condizioni di monopolio naturale) ma non sul mercato M2 (connotato da condizioni concorrenziali). L'ingresso su M2 è riservato a imprese che usano quale fattore produttivo la rete del monopolista senza essere da questi partecipate. Il regolatore, dal canto suo, interviene sia sul prezzo finale su M1 sia sul prezzo di accesso al mercato M2⁶⁰.

La seconda opzione, nota come integrazione verticale con liberalizzazione, permette al gestore di rimanere verticalmente integrato e quindi di operare su entrambi i mercati (Fig. 6). In questo contesto, il regolatore impone al monopolista di tenere una contabilità separata che consenta di identificare costi e ricavi imputabili all'offerta su M1 e all'offerta su M2. Il regolatore è chiamato a fissare, in questo caso, sia i prezzi finali dei beni su entrambi i mercati, sia il prezzo di accesso a M2.

La determinazione dei prezzi di accesso presenta livelli di difficoltà differenti a seconda che si opti per la separazione strutturale ovvero per l'integrazione verticale con liberalizzazione. Nel caso di separazione solo contabile, il compito del regolatore è più arduo in quanto deve tener conto della tendenza del monopolista ad abusare della posizione dominante anche su M2. Le imprese che operano su M2, infatti, si trovano in una posizione asimmetrica rispetto al gestore della rete, poiché quest'ultimo controlla uno dei fattori produttivi da queste utilizzato e può limitarne l'attività ovvero indurle ad uscire dal mercato aumentando artificiosamente i costi di accesso all'infrastruttura (*cost raising strategy*)⁶¹. Dal punto di vista teorico, inoltre, per la scelta del regolatore rileva anche la forma di

⁶⁰ Questa soluzione presenta il vantaggio di eliminare l'incentivo del monopolista a mettere in atto comportamenti anticompetitivi, visto che i concorrenti che operano su M2 non sono legati da rapporti proprietari al monopolista stesso. La separazione strutturale può, tuttavia, penalizzare il perseguimento dell'efficienza produttiva (realizzata quando ogni impresa opera al minimo costo e le attività sono assegnate alle imprese che minimizzano i costi del settore) se le economie di scopo sono pronunciate.

⁶¹ Con specifico riferimento al *post trading*, l'*issuer* CSD di fatto attua una *cost raising strategy* nel momento in cui rende eccessivamente costoso il *link* attraverso il quale il *global custodian* (o l'*investor* CSD) potrebbe regolare le negoziazioni effettuate su titoli custoditi presso l'*issuer* CSD. Si veda, al proposito, l'esempio tratto da Houlthausen e Taping e citato nel par. 3.1.

competizione nel mercato a valle, che può essere perfetta o imperfetta, nonché il grado di omogeneità dei beni offerti⁶².

In estrema sintesi, a seconda della struttura prescelta dal regolatore e delle caratteristiche del mercato a valle gli interventi di carattere tariffario possono essere classificati nel modo che segue.

A) Nel caso di separazione verticale se il mercato a valle è perfettamente concorrenziale il prezzo del bene finale che si forma spontaneamente su M2 è quello efficiente e non richiede alcun intervento regolamentare⁶³; il prezzo di accesso ottimale è invece quello che eguaglia la tariffa al costo marginale di allacciamento alla rete (ossia al costo marginale sostenuto dall'impresa M per garantire l'accesso alla rete alle imprese che operano su M2; in altri termini, questa è la soluzione di *first best*). Questa soluzione non consente, come noto, la copertura dei costi fissi del monopolista; il regolatore deve dunque determinare una tariffa di accesso che permetta la massimizzazione del benessere della collettività sotto il vincolo che il gestore della rete raggiunga il punto di pareggio (soluzione di *second best*)⁶⁴. Se il bene finale non è omogeneo, la tariffa di accesso ottimale è quella determinata secondo la nota regola di Ramsey: nella pratica, questa soluzione incontra grossi ostacoli nel fatto che essa richiede informazioni dettagliate sulla funzione di costo del monopolista (difficili da raccogliere in condizioni di asimmetria informativa) e sulla domanda dei diversi gruppi di utenti del bene finale⁶⁵.

Se il mercato a valle non è perfettamente concorrenziale, il prezzo di accesso deve essere calcolato in modo da evitare le distorsioni legate alla cosiddetta doppia marginalizzazione, derivante dal fatto che anche le imprese a valle hanno un potere di mercato e fissano il prezzo del bene finale a un livello superiore al costo marginale. In questo contesto può essere opportuno fissare la tariffa di accesso a un valore inferiore al costo marginale per contenere il prezzo del bene finale. Questa soluzione, tuttavia, può non essere valida qualora anche gli operatori su M2 sostengono elevati costi fissi: in questo caso, infatti, una tariffa di accesso inferiore al costo marginale potrebbe stimolare l'ingresso di un numero di imprese superiore a quello (socialmente) ottimale, con conseguente duplicazione di infrastrutture. In questo caso, la tariffa d'accesso ottimale deve dunque essere superiore al costo marginale per contenere sprechi di risorse.

⁶² Un ulteriore fattore importante ai fini della determinazione della tariffa di accesso concerne l'effetto della tariffa sulla dimensione della rete. Si è già ricordato, infatti, che l'utilità del singolo utente e la relativa disponibilità a pagare dipende anche dal numero di aderenti alla rete.

⁶³ Il prezzo finale, in questo caso, è pari alla somma della tariffa di accesso e degli addizionali costi marginali di produzione sostenuti dalle imprese su M2.

⁶⁴ Si tratta della nota *two part tariff* pari alla somma del costo marginale e del costo medio fisso (calcolato come rapporto tra il costo fisso e la quantità totale di prodotto offerta dalle imprese operanti su M2).

⁶⁵ Se il bene finale non è omogeneo, è ottimale che i consumatori finali con la domanda più rigida contribuiscano maggiormente alla copertura dei costi fissi. Supponendo che la domanda di ogni bene i dipenda esclusivamente dal prezzo del bene i , come noto, i prezzi di Ramsey si discostano dal costo marginale in misura inversamente proporzionale rispetto alla elasticità della domanda al prezzo. La logica di fondo consiste nel non alterare significativamente, rispetto al costo marginale, i prezzi indirizzati agli utenti con la domanda più elastica, in quanto questi ultimi potrebbero ridurre significativamente i consumi, prelevando per contro margini maggiori presso gli utenti con la domanda più rigida che, anche in presenza di tariffe elevate, diminuiscono i consumi in misura più contenuta rispetto all'ottimo sociale. In termini più generali (validi anche nel caso in cui le elasticità incrociate siano diverse da zero), le quantità di Ramsey sono ridotte rispetto a quelle efficienti nella stessa proporzione, in modo tale da eguagliare i costi totali ai ricavi totali.

B) Nel caso di integrazione verticale, le indicazioni della teoria economica tengono conto del fatto che il monopolista, operando su entrambi i mercati, può trarre vantaggio dal possesso della rete per danneggiare i concorrenti. Il regolatore può proporsi di determinare, simultaneamente, la tariffa di accesso e i prezzi dei beni finali, seguendo la regola di *first best* del costo marginale, ovvero la regola di *second best* di Ramsey. Si è già fatto cenno, tuttavia, ai motivi che rendono queste soluzioni impraticabili. In alternativa, il regolatore può scindere la determinazione dei prezzi finali dalla quantificazione della tariffa di accesso, fissando i primi in via preventiva e determinando la seconda dati i primi⁶⁶. La regola che soddisfa questo criterio è la nota *Efficient Component Pricing Rule* (ECPR) di Baumol-Willig, denominata anche principio di imputazione o principio di parità⁶⁷: essa prevede che la tariffa di accesso includa non solo il costo diretto di allacciamento ma anche il costo opportunità (ossia il mancato guadagno) sostenuto dal monopolista a seguito della sottrazione del traffico da parte delle imprese concorrenti⁶⁸.

Il compito del regolatore è nella prassi più complesso di quanto delineato sinora, a causa di molteplici fattori. Anzitutto, l'asimmetria informativa, che pone il regolatore in una posizione di svantaggio, richiede un incremento della tariffa d'accesso tale da incentivare il monopolista a rivelare la propria funzione di costo e/o le proprie caratteristiche. In secondo luogo, le imprese a valle possono avere un potere di mercato e produrre distorsioni che richiedono un aumento (o una riduzione) della tariffa di accesso rispetto al costo marginale della rete al ricorrere di particolari condizioni. La considerazione di aspetti dinamici solleva, infine, la necessità di tenere in conto le ripercussioni delle tariffe di accesso sulle decisioni di investimento delle imprese in innovazioni di processo e di prodotto⁶⁹.

La tavola 3 sintetizza quanto discusso sinora in merito alle soluzioni di ottimo (*first best*) e di *second best*, distinguendo tra separazione e integrazione verticale nel caso di accesso singolo (*one way access*).

⁶⁶ In questo modo, il regolatore persegue l'efficienza allocativa (ossia la massimizzazione del benessere della collettività) attraverso la fissazione dei prezzi finali e influenza l'efficienza produttiva (ossia l'entrata nel settore competitivo e il recupero dei costi fissi della rete) attraverso la tariffa di accesso.

⁶⁷ Questa denominazione deriva dal fatto che il gestore della rete imputa a se stesso la medesima tariffa di accesso che viene pagata dai concorrenti.

⁶⁸ La regola garantisce il raggiungimento dell'efficienza produttiva, ossia l'ingresso sul mercato di imprese più efficienti del monopolista; tuttavia essa trascura l'efficienza allocativa, garantita dalla regola di Ramsey. Inoltre, sotto particolari condizioni può consentire al gestore della rete di conseguire rendite di monopolio e di tenere condotte anticompetitive. Per una discussione dettagliata dell'ECPR si veda, tra gli altri, Economides e White (1995).

⁶⁹ I temi citati sono oggetto di un dibattito accademico molto tecnico e non è questa la sede opportuna per una loro compiuta trattazione; si è ritenuto utile citarli comunque anche a supporto della tesi, sostenuta diffusamente in letteratura, secondo la quale alla tariffa d'accesso si attribuiscono, nella prassi, troppe finalità (che dovrebbero invece essere perseguite attraverso la combinazione di più strumenti).

TARIFFE DI ACCESSO

| Casi | Tariffa | Eventuali problemi |
|--|---|--|
| SEPARAZIONE VERTICALE | | |
| <i>Competizione perfetta a valle</i> | | |
| <i>First best</i> | Costo marginale (sostenuto dal monopolista) | I costi fissi del monopolista che controlla la rete non sono coperti |
| <i>Second best</i> (il bene su M2 è omogeneo) | Costo medio (in modo da permettere al monopolista il pareggio) | |
| <i>Second best</i> (il bene su M2 non è omogeneo) | Tariffe alla Ramsey | Necessarie informazioni su costi dell'impresa e funzioni di domanda |
| <i>Competizione imperfetta a valle</i> | | |
| Senza costi fissi di entrata su M2 | Tariffa ridotta (per contenere la doppia marginalizzazione) | I costi fissi del monopolista non sono coperti |
| Con costi fissi di entrata su M2 | Tariffa maggiorata (per evitare che entrino troppe imprese su M2) | Ostacolare l'entrata può penalizzare la varietà di prodotto |
| INTEGRAZIONE VERTICALE | | |
| <i>First best</i> | Costo marginale | I costi fissi del monopolista che controlla la rete non sono coperti |
| Determinazione simultanea di prezzi accesso e finali: <i>second best</i> | Tariffe alla Ramsey | Necessarie informazioni su costi dell'impresa e funzioni di domanda |
| Tariffa accesso dati i prezzi finali | ECPR | Regola parziale se i prezzi finali non sono regolati |

Fonte: Cambini et al. (2000).

5.1.2 La regolamentazione dell'interconnessione

La determinazione della tariffa di accesso è stata analizzata, sinora, con riferimento ad un contesto in cui esiste un gestore di una rete che è anche l'unica disponibile. Un contesto alternativo, come si è già ricordato, è quello in cui esistono più reti in competizione tra loro e i rispettivi gestori hanno esigenza di scambiarsi l'accesso alle rispettive reti (il già ricordato *two ways access*).

I rapporti tra CSD, come si è già detto, potrebbero essere rappresentati secondo questo schema, ossia come rapporti simmetrici tra monopolisti geograficamente separati ma collegati, laddove esistano, da *link*. In questo contesto, un intervento regolamentare ispirato ai principi del *two ways access regulation* avrebbe come finalità quella di definire tariffe di interconnessione tali da rendere effettivamente operativi i *link* tra CSD attualmente esistenti.

In generale, a fronte dell'esistenza di molteplici monopolisti gestori di rete sorge anzitutto la necessità di verificare se nella prassi sussistono le condizioni affinché le parti raggiungano spontaneamente un accordo e se tale eventuale accordo non sia comunque penalizzante per la concorrenza e/o per gli utenti del bene finale. L'accesso alle diverse reti permette a mercati separati di comunicare tra loro determinando una espansione del mercato di ciascun gestore: ciò crea un incentivo alla conclusione di accordi di interconnessione non discriminatori. D'altro canto, l'accesso alle reti comporta anche competizione reciproca: ciò crea l'incentivo a fissare condizioni di accesso penalizzanti per i concorrenti. Quest'ultimo incentivo è particolarmente rilevante nel caso in cui i rivali insistono sullo stesso bacino di utenza, offrono lo stesso prodotto e sono caratterizzati da dimensioni asimmetriche: in tal

caso, un grosso monopolista non ha interesse a concedere l'accesso a condizioni ragionevoli a un piccolo concorrente (che dal canto suo può sopravvivere sfruttando solo questa possibilità).

Nel caso specifico dell'industria del *post trading*, i meccanismi che stimolano la creazione di *link* si discostano in parte da quelli appena menzionati con riferimento al caso generale dei monopolisti di rete. L'attivazione di un *link* se da un lato offre all'*issuer* CSD la possibilità di ampliare la quota di mercato, dall'altro lo espone al rischio che un numero sempre maggiore di operazioni venga regolato sull'*investor* CSD (come si è discusso nel par. 3.2). In questo contesto, è verosimile quindi che, contrariamente alle conclusioni della teoria generale, siano le infrastrutture maggiori ad avere interesse alla definizione di accordi di interconnessione.

Tornando al caso generale delle reti simmetriche, può accadere che le imprese, pur raggiungendo un accordo, utilizzino le tariffe di interconnessione come strumento collusivo. In particolare, come mostrato da alcuni contributi teorici, tariffe molto elevate di fatto vincolano ogni aderente all'accordo a non ridurre i prezzi sul mercato del bene finale; contemporaneamente, l'utente del bene finale sopporta i maggiori costi di produzione⁷⁰.

Con riferimento all'industria del *post trading*, l'uso di moduli tariffari particolarmente onerosi può essere letto in modi differenti a seconda che i soggetti coinvolti siano o meno in posizione simmetrica. In particolare, a costo di una interpretazione schematica, si potrebbe infatti pensare che tariffe elevate siano il risultato di un comportamento collusivo quando i CSD coinvolti sono in posizione simmetrica, ovvero (come argomentato nel par. 3.2) siano il risultato di una strategia di difesa attuata dal CSD con una quota di mercato minore nei confronti delle pressioni competitive dei CSD di maggiori dimensioni.

La soluzione prescritta dalla teoria per correggere le distorsioni derivanti dall'applicazione da parte dei monopolisti di tariffe di interconnessione troppo elevate (seguita nella prassi della disciplina dei gestori di rete in svariati settori) consiste nella previsione del principio di reciprocità, in virtù del quale le tariffe di accesso alle varie reti devono essere uguali. Si tratta, tuttavia, di uno strumento imperfetto: anzitutto, il monopolista gestore di una rete può evitare l'accesso ricorrendo a misure di deterrenza alternative al prezzo; in secondo luogo, nel caso di imprese con posizione simmetrica, l'applicazione del principio di reciprocità non esclude comportamenti collusivi da parte delle imprese coinvolte. Per ovviare a questi inconvenienti, è stato proposto di applicare l'ECPR per fissare un tetto massimo alla tariffa di interconnessione (tale tetto può risultare pari, a seconda delle circostanze e delle ipotesi di partenza, al costo marginale ovvero al costo medio di allacciamento).

5.2 Le *platform industries*

Le argomentazioni espone sinora sono state orientate ad individuare le misure che potrebbero essere applicate per regolare l'accesso dei *competitors*, rispettivamente *global custodian* e *investor* CSD, alla rete gestita dall'*issuer* CSD. Nessuna attenzione è stata dedicata, invece, al tema delle tariffe praticate dal CSD ai soggetti che, in qualità di utenti finali, accedono alla piattaforma di servizi offerta dal CSD stesso. Si tratta degli emittenti, che utilizzano l'infrastruttura in quanto vi accentrano i titoli, e degli investitori, che vi accedono

⁷⁰ Un esempio dell'utilizzo delle tariffe di interconnessione in modo collusivo può essere delineato con riferimento alla telefonia: se un operatore attira più utenti riducendo le tariffe al dettaglio rispetto ai concorrenti, originerà più chiamate in uscita di quelle in entrata e dovrà quindi sostenere maggiori spese di interconnessione con il rivale. Si veda Cambini et al. (2000) per una discussione dettagliata su questo aspetto e per riferimenti bibliografici.

indirettamente tramite gli intermediari. Emittenti e investitori individuano due segmenti della domanda che interagiscono tra loro nell'ambito di un rapporto di complementarità. È utile verificare, quindi, se inquadrare l'attività dei CSD in uno schema teorico che dia enfasi all'interazione tra piattaforma di servizi, da un lato, e domanda articolata su due segmenti complementari, dall'altro, possa fornire indicazioni sui meccanismi di tariffazione applicati dall'*issuer* CSD ai propri clienti e sulla dinamica competitiva tra *issuer* CSD e *investor* CSD.

Il modello teorico della *platform competition* offre al proposito interessanti spunti di riflessione. Lo schema attinge sia all'impostazione teorica delle imprese multiprodotto che al modello delle economie di rete per individuare le condizioni di equilibrio di quei settori nei quali l'offerta di un determinato bene/servizio è diretta a due categorie di soggetti legati da un rapporto di forte complementarità (*two sided markets*). Gli esempi di questa struttura di mercato sono numerosi: si pensi al caso dei circuiti di pagamento basati su carte di credito e di debito, nei quali i soggetti coinvolti sono sia i possessori della carta che i commercianti che aderiscono al circuito⁷¹. A differenza di quanto accade nel caso del modello di monopolio multiprodotto, che prevede che il consumatore finale acquisti i beni/servizi complementari (ad esempio: *hardware* e *software*), nel caso della *platform competition* la complementarità derivante dall'interazione tra i due lati del mercato non viene internalizzata dal consumatore finale. Le corrispondenti esternalità devono dunque essere tenute in conto in sede di fissazione dei prezzi (come accade nel caso delle economie di rete). La politica di prezzo ottimale per il gestore della piattaforma si fonda sulla individuazione di un segmento *loss leader*, ossia sussidiato ma che "traina" la domanda di entrambi i lati del mercato, e di un segmento *profit making*. Ritornando all'esempio delle carte di credito, il segmento *loss leader* è quello dei clienti possessori delle carte, mentre il segmento *profit making* è quello dei commercianti.

Lo schema teorico più semplice è quello di una piattaforma *for profit* che offre un bene/servizio a due categorie di soggetti: acquirenti e venditori; per ipotesi, non vi sono costi fissi di accesso alla piattaforma e la struttura tariffaria è lineare. Il monopolista che possiede e gestisce la piattaforma sostiene un costo marginale per transazione costante; il monopolista deve fissare un prezzo per gli acquirenti P_b e un prezzo per i venditori P_s . Come nel modello standard del monopolio, anche in questo caso la quantità prodotta e i prezzi sono inefficienti (ossia, rispettivamente, inferiore e superiori a quelli corrispondenti alla concorrenza perfetta)⁷².

Uno schema teorico più complesso è quello che analizza il caso di due piattaforme in concorrenza tra loro. Si supponga che i venditori possano scegliere di accedere ad entrambe le piattaforme (*multihoming*) e che, in tal caso, sia l'acquirente a determinare su quale piattaforma avverrà la transazione. Nel caso delle carte di credito, ad esempio, i commercianti possono aderire a più circuiti; tuttavia l'acquirente sceglie, al momento del pagamento, quale circuito utilizzare. È possibile verificare che, date le ipotesi di partenza, l'equilibrio è simmetrico, nel senso che ciascuna piattaforma applica prezzi P_b e P_s che, come nel caso del

⁷¹ Rochet e Tirole (2001) riportano altri esempi con riferimento ai software informatici, ai portali di internet e ai media. I risultati teorici riportati nel seguito sono quelli sviluppati nello studio citato.

⁷² In particolare, è possibile verificare che in questo modello (nel quale il surplus degli acquirenti/venditori – ma non la domanda/offerta – dipende dal numero di venditori/acquirenti che utilizzano la piattaforma) la somma dei prezzi P_b e P_s è funzione della somma delle elasticità delle domande di acquirenti e venditori (in altri termini, la soluzione riferita al prezzo $P = P_b + P_s$ è uguale a quella del problema standard di massimizzazione del profitto di un monopolista). I prezzi fissati dal monopolista risultano maggiori dei prezzi alla Ramsey, ossia dei prezzi ottimali che si otterrebbero massimizzando una funzione di benessere sociale definita solo dalla somma dei surplus dei soggetti che accedono alla piattaforma (e che dunque assegna peso nullo al profitto del monopolista), sotto il vincolo di bilancio in pareggio per il monopolista. Solo al ricorrere di condizioni specifiche (ossia funzioni di domanda lineari) i prezzi fissati dal monopolista e quelli alla Ramsey coincidono.

monopolista prima citato, sono funzione della elasticità della domanda riferita al proprio mercato (*own-brand elasticity*). Anche nel caso in cui le piattaforme sono in competizione, dunque, i prezzi di equilibrio non sono efficienti e richiedono, pertanto, un intervento regolamentare.

Tornando al *post trading*, l'applicazione dello schema delle *platform industries* permette di spiegare le politiche tariffarie dei CSD praticate nei confronti degli emittenti a seconda del fatto che gli emittenti possano essere identificati o meno come un segmento *loss leader*. Ciò dipende, a sua volta, dal fatto che la scelta tra più piattaforme da parte degli investitori sia o meno resa possibile dalla presenza di un *link* tra CSD. Uno studio recente ha indagato questi aspetti, nell'ambito di un modello di concorrenza duopolistica tra CSD operanti in paesi diversi, anche allo scopo di verificare l'impatto di eventuali misure regolamentari circa l'apertura e l'utilizzo di un *link*⁷³.

Si supponga che non esista alcuna barriera per gli emittenti, ossia che gli emittenti possano scegliere il CSD presso il quale accentrare i titoli (questa ipotesi, sebbene poco realistica per gli strumenti azionari per i quali sussistono, come si è visto nei paragrafi precedenti, diversi elementi che favoriscono il CSD domestico, è realistica invece per gli strumenti quali obbligazioni e *covered warrant*). In questa circostanza, l'elemento cruciale diviene la presenza o meno di *link* tra CSD. In assenza di collegamenti, gli investitori sono obbligati a tenere i conti presso l'*issuer* CSD: la struttura tariffaria ottimale per i CSD consiste dunque nell'offrire la custodia titoli a prezzo zero (o comunque inferiore ai costi realmente sostenuti dal CSD) e il servizio di liquidazione a tariffe monopolistiche. Questo risultato si spiega alla luce del fatto che, date le ipotesi di partenza, i CSD sono esposti alle pressioni concorrenziali sul segmento emittenti (poiché questi ultimi non sono vincolati nella scelta relativa all'accentramento dei titoli), mentre possono invece agire in condizioni di monopolio sul segmento investitori. Gli emittenti sarebbero dunque il segmento *loss-leader*.

Qualora intervenisse la creazione di un *link* operativo, i CSD dovrebbero competere soprattutto per attrarre gli investitori: poiché questi ultimi potrebbero liquidare le operazioni anche presso l'*investor* CSD, per i CSD diverrebbe meno rilevante attrarre gli emittenti. In queste circostanze, il segmento *loss-leader* diventerebbe quello degli investitori.

In questo contesto, un intervento regolamentare che imponga la creazione di un *link* e ne fissi le tariffe di utilizzo non andrebbe necessariamente a beneficio degli investitori. Al contrario, i CSD potrebbero aumentare le tariffe per tutte le transazioni, domestiche e non, portandole a un livello che, sotto certe condizioni, potrebbe risultare superiore a quello delle transazioni *cross border* in assenza di *link*.

Queste conclusioni di *policy*, sebbene interessanti soprattutto perché maturate nell'ambito di un contesto teorico che ben si attaglia all'industria del *post trading*, vanno interpretate con cautela. Il modello si basa, infatti, su ipotesi semplicistiche circa le condizioni della domanda degli investitori per le transazioni *cross border* (si suppone, infatti, che la domanda sia indipendente dalle tariffe di *settlement*), circa l'omogeneità degli investitori (non si distingue, ad esempio, tra famiglie e investitori istituzionali) e circa la libertà di scelta degli emittenti del CSD presso il quale accentrare i propri titoli. Viene trascurato, infine, il fatto che nella prassi molte infrastrutture di mercato sono partecipate dalle imprese di investimento: un'estensione dell'analisi a questa tipologia di assetti proprietari dei CSD potrebbe modificare

⁷³ Si veda Kauko (2002).

le conclusioni del modello sulle politiche tariffarie ottimali per i CSD stessi e sulle implicazioni di *policy* di eventuali interventi di controllo delle tariffe di utilizzo del *link*.

5.3 *Access regulation e post trading: spazi di applicazione e profili di criticità*

Le argomentazioni dei paragrafi precedenti e talune caratteristiche dell'industria del *post trading* suggeriscono, come più volte sottolineato, che le linee di un intervento a tutela della concorrenza applicabili in questo contesto dovrebbero ispirarsi ai principi del *two ways access regulation* con riferimento ai rapporti tra CSD, e a quelli del *one way access regulation* con riferimento ai rapporti tra CSD e *global custodian*.

Nel caso della regolamentazione dei *link* tra CSD, eventuali misure di controllo tariffario non esauriscono la gamma di interventi che sarebbero necessari per rendere effettivo l'utilizzo dei *link* stessi. Il presupposto imprescindibile è, infatti, una vasta armonizzazione degli standard, anche tecnologici, impiegati per la prestazione dei servizi di *clearing* e *settlement* (come ampiamente discusso nei rapporti Giovannini). Non rientrerebbe tra i compiti del regolatore definire gli standard, bensì garantirne l'affermazione assecondando le tendenze degli operatori che già si stanno adoperando in questo senso (si pensi, ad esempio, all'iniziativa nota come GSTP – *Global straight through processing*).

L'applicazione dei principi dell'*access price regulation* richiederebbe, inoltre, un'azione coordinata a livello internazionale che garantisca condizioni di reciprocità e di omogeneità di applicazione fra i diversi paesi. Iniziative realizzate solo in ambito nazionale avrebbero verosimilmente l'effetto di alterare la concorrenza tra i CSD di diversi paesi. Il CSD "regolamentato", infatti, sarebbe costretto ad aprire o a facilitare l'accesso alla propria infrastruttura ai suoi *competitors*, cioè CSD esteri e *global custodian*, e potrebbe subire una contrazione della propria quota di mercato (trovandosi nella posizione di dover subire l'effetto "massa critica" prima ricordato). I CSD "non regolamentati" potrebbero invece mantenere la posizione monopolistica con riferimento ai titoli accentrati presso di loro e, allo stesso tempo, avere maggiori possibilità di sottrarre quote di mercato ai rivali assoggettati a regolamentazione.

Un'ultima riflessione, che si potrebbe definire di politica economica della regolamentazione, riguarda le reazioni con le quali gli operatori potrebbero accogliere iniziative di controllo delle tariffe avviate in ambito internazionale. Si è già avuto modo di ricordare i motivi per i quali gli *issuer* CSD maggiori hanno interesse alla creazione di *link*, a differenza delle infrastrutture minori per le quali l'attivazione di un collegamento potrebbe risolversi in una perdita significativa della quota di mercato. Alla luce di questa differenza di posizioni, è verosimile ritenere che una proposta di controllo tariffario, implicando una maggiore esposizione alle pressioni concorrenziali per i CSD minori, incontrerebbe maggiori opposizioni da parte dei CSD che attualmente detengono una quota di mercato contenuta.

Passando alla regolamentazione dell'accesso dei *global custodian* alla rete gestita dai CSD, anche in questo caso si ripropone l'esigenza di un coordinamento internazionale per i motivi che sono stati citati prima con riferimento all'interconnessione dei CSD.

Un ulteriore profilo di criticità riguarda il fatto che l'applicazione delle prescrizioni della teoria della *one way access regulation* comporterebbe non solo l'intervento sulle condizioni di adesione dei *global custodian* ai CSD bensì anche un intervento sui prezzi praticati dai *global custodian* per i servizi di regolamento resi agli utenti finali. Il controllo dei prezzi del servizio

finale sarebbe necessario in quanto gli operatori a valle (ossia i *global custodian*), avendo potere di mercato, fissano il prezzo a un livello superiore a quello efficiente (ossia a un livello maggiore del costo marginale). Una simile soluzione, volta a determinare simultaneamente il prezzo di accesso e i prezzi finali, risulterebbe di difficile implementazione: più praticabile sebbene imperfetta sarebbe, invece, coerentemente a quanto accade anche in altre industrie di rete, lasciare la determinazione dei prezzi finali alle forze di mercato e fissare soltanto la tariffa di accesso (che potrebbe essere eventualmente calibrata a un livello inferiore al costo marginale in modo da contenere le distorsioni derivanti dal già ricordato fenomeno della doppia marginalizzazione).

L'ultimo tema che si affronta in questa sede riguarda l'eventuale controllo delle tariffe praticate dall'*issuer* CSD agli emittenti per la custodia dei titoli e la prestazione di servizi accessori quali le *corporate actions*. Come si è già avuto modo di sottolineare, molteplici barriere e fattori di carattere giuridico e legale vincolano gli emittenti ad accentrare i titoli presso il CSD domestico, che esercita dunque un potere monopolistico: è quanto accade soprattutto per le azioni, mentre di fatto i vincoli sono meno marcati o inesistenti per altri strumenti finanziari (obbligazioni e *covered warrant*, ad esempio). La teoria economica, sia nello schema tradizionale del monopolio naturale che negli sviluppi più recenti dei modelli delle *platform industries*, avallerebbe in questo contesto interventi regolamentari di controllo delle tariffe. Tale misura di *policy* potrebbe rivelarsi opportuna anche se condotta solo in ambito nazionale. Non si può tuttavia non sottolineare che, anche con riferimento a iniziative come quella in commento, sarebbe opportuno un intervento regolamentare coordinato a livello internazionale, in modo da evitare che interventi isolati, imponendo una contrazione dei profitti ai soli CSD regolamentati, possano penalizzare la posizione competitiva di singoli operatori.

5.4 Consolidamento, modelli organizzativi e *corporate governance*

I processi di consolidamento in atto nell'industria del *post trading* hanno alimentato il dibattito circa l'ottimalità dei vari modelli di integrazione possibili. Taluni, prendendo ad esempio il modello statunitense e sulla base delle economie di scala che connotano le attività in discorso, hanno sostenuto l'opportunità di incoraggiare processi di integrazione orizzontali tra CSD anche in ambito europeo senza riscuotere tuttavia grossi entusiasmi⁷⁴.

Altri hanno sottolineato i possibili conflitti di interessi e le distorsioni che potrebbero derivare dal consolidamento verticale tra *trading* e *post trading* che pure costituisce una tendenza diffusa in ambito europeo⁷⁵. Un importante profilo di criticità riguarda eventuali forme di discriminazione tariffaria connesse all'integrazione verticale, che soprattutto nella forma del *price bundling* potrebbero alimentare fenomeni di *cross-subsidisation* tra attività facenti capo al gruppo. È evidente che simili pratiche si rivelerebbero, *coeteris paribus*, distorsive della concorrenza tra i soggetti che offrono servizi di regolamento delle operazioni su titoli. Si è paventata la possibilità, inoltre, che la tutela degli interessi del gruppo possa avere ripercussioni negative sul piano dell'efficienza, penalizzando l'innovazione tecnologica, ovvero eventuali processi di integrazione orizzontale tra CSD; non meno rilevanti sarebbero poi i conflitti che potrebbero emergere in sede di distribuzione dei profitti e dell'allocazione degli investimenti all'interno del gruppo.

⁷⁴ Si veda la citazione (riportata in Milne, 2002) dell'intervento di Don Cruickshank pubblicato nel Financial Times del 27 aprile del 2001. Lo stesso Milne (2002) sostiene l'opportunità di lasciare alle forze di mercato la determinazione della struttura industriale ottimale.

⁷⁵ Si veda Russo et al. (2004).

I pochi contributi della teoria economica su questo tema non giungono a conclusioni univoche. Un recente studio teorico confronta gli effetti ascrivibili a diversi modelli di integrazione delle strutture di *trading* e *post trading* nell'ambito di un modello a due paesi⁷⁶. In particolare, vengono prese in considerazione tre soluzioni distinte. La prima corrisponde al caso in cui i mercati e le strutture di *post trading* sono gestite da imprese indipendenti in entrambi i paesi. La seconda è quella dell'integrazione verticale per effetto della quale in ciascun paese il mercato e le strutture di *post trading* sono gestite all'interno di un gruppo. La terza è quella dell'integrazione orizzontale, per effetto della quale i mercati rimangono gestiti da soggetti autonomi mentre i CSD dei due paesi fanno capo a una sola impresa; questa forma di integrazione può essere solo giuridica ovvero anche tecnica a seconda che le piattaforme tecnologiche impiegate dai due CSD rimangano o meno distinte.

In virtù di un risultato maturato nell'ambito della teoria dell'economia industriale e date le particolari ipotesi alla base del modello, l'integrazione verticale delle funzioni di *trading* e di *post-trading* all'interno di ciascun paese potrebbe determinare l'applicazione di tariffe più basse di quelle che sarebbero state applicate nel caso di separazione delle attività⁷⁷. Che l'integrazione verticale sia anche la soluzione migliore rispetto alla forma di integrazione orizzontale solo giuridica dei CSD dipende dalle pressioni concorrenziali ai quali sono esposti i CSD e, quindi, dai costi del *link* eventualmente esistente. Se tali costi sono molto elevati, di fatto il *link* non viene mai utilizzato e i CSD non competono: l'integrazione verticale risulta dunque essere l'assetto migliore. Viceversa, se tali costi sono contenuti (e inferiori a una determinata soglia), allora è possibile verificare che la combinazione dei prezzi di regolamento delle operazioni e del servizio di *link* sono inferiori nel caso di integrazione orizzontale dei CSD.

Forme totali di integrazione orizzontale, che prevedano cioè anche l'integrazione delle piattaforme tecnologiche, sono sempre preferibili per i vantaggi che esse comportano sul piano dell'efficienza, ossia della riduzione dei costi operativi e della possibilità di migliorare il processo di *netting*. Questa conclusione ignora, ovviamente, gli effetti distributivi dell'integrazione che, nel breve termine, potrebbero essere rilevanti dato che i CSD trasferirebbero verosimilmente agli utenti finali i maggiori costi dell'integrazione.

Il consolidamento si è accompagnato a un processo di demutualizzazione per effetto del quale – come accaduto nel caso delle borse – gli operatori si sono trasformati da società mutualistiche a società *for profit*. Per comprendere le ragioni di questo passaggio, è utile richiamare brevemente i motivi che tradizionalmente hanno favorito l'affermazione della struttura organizzativa della cosiddetta *mutual ownership*⁷⁸. Nel caso specifico delle borse, la forma mutualistica permetteva agli aderenti, ossia agli intermediari, di tutelarsi contro l'applicazione di prezzi monopolistici da parte della società di gestione del mercato (spesso operante in regime di monopolio) e al tempo stesso di erigere barriere all'entrata che consentivano loro di applicare prezzi più elevati agli investitori finali. Ulteriori vantaggi potevano rinvenirsi nel controllo delle scelte di investimento che potevano avere ripercussioni e richiedere innovazioni anche delle strutture, dell'organizzazione e dell'operatività degli intermediari membri. Non mancavano, tuttavia, gli svantaggi: tra questi, è sufficiente ricordare la difficoltà di reperire risorse all'esterno, le possibili inefficienze operative, gli ostacoli all'innovazione.

⁷⁶Si veda Tapking e Yang (2004).

⁷⁷ In estrema sintesi, si tratta del risultato in base al quale, la fusione tra le imprese che competono *à la Bertrand* conduce in equilibrio all'applicazione di prezzi maggiori rispetto a quelli fissati separatamente se i relativi prodotti sono sostituti, ovvero a prezzi inferiori se i relativi prodotti sono complementari.

⁷⁸ Si veda Lee (1998).

Negli ultimi anni, lo scenario è profondamente mutato. I mercati competono per attrarre flussi di ordini sia con altri mercati, sia con gli intermediari internalizzatori, sia con i sistemi di scambi organizzati. L'incremento delle pressioni concorrenziali ha dunque ridotto l'esposizione degli intermediari al potere monopolistico (ormai scemato) delle borse, nonché la relativa dipendenza tecnologica dalle borse stesse. In altri termini, sono diminuiti i vantaggi sui quali potevano contare i membri di un mercato.

Alla luce di queste considerazioni, non è infondato ritenere che anche nell'ambito del *post trading* il passaggio dalla forma mutualistica a quella *for-profit* trovi fondamento ed è destinata ad essere rafforzata dalla maggiore competitività tra gli operatori (*issuer* e *non-issuer CSD* e *global custodian*) che offrono servizi di *clearing* e *settlement*.

I fenomeni di consolidamento – orizzontale o verticale – dei CSD, la presenza di CSD organizzati in forme diverse – mutualistica *versus for-profit* – e la coesistenza di soggetti che offrono i medesimi servizi pur adottando forme legali differenti – bancaria e no – richiamano l'attenzione sul tema dei conflitti di interesse che possono emergere all'interno delle infrastrutture che offrono servizi di *post trading* e sulla definizione di regole di *corporate governance* effettive.

Talune problematiche possono essere affrontate utilizzando gli schemi degli *internal checks and balances* che, nell'ambito di qualsiasi una struttura societaria, sono funzionali all'allineamento degli interessi del management e degli azionisti, da un lato, e degli interessi degli azionisti di maggioranza e degli azionisti di minoranza, dall'altro.

Ricorrono tuttavia talune specificità che nel caso dei CSD e delle infrastrutture di *settlement* richiedono un'estensione dei meccanismi di controllo: l'interesse dei clienti e le implicazioni di carattere pubblico dei servizi offerti suggeriscono la necessità di ampliare gli strumenti di tutela anche attraverso l'uso di controlli esterni e di presidi della concorrenza⁷⁹. Ulteriori elementi di specificità si colgono con riferimento alla già ricordata estensione del perimetro di attività *non core* di natura bancaria svolte dai CSD che sollevano le criticità, in tema di regolamentazione dei rischi e di stabilità, analizzate nel paragrafo 3 e al quale si rimanda.

I meccanismi di tutela degli interessi dei clienti sono molteplici: oltre alla già ricordata struttura proprietaria del tipo *user-ownership*, si pensi alla definizione di obblighi di rappresentanza degli utenti nel consiglio di amministrazione, ovvero al coinvolgimento dei soggetti interessati nei processi decisionali mediante meccanismi pubblici di consultazione.

La tutela dell'interesse pubblico passa essenzialmente attraverso il regime di rilascio da parte dell'autorità competente di licenza/autorizzazione e di verifica dei requisiti (ad esempio di competenza e onorabilità, di tipo organizzativo e gestionale, di trasparenza degli assetti proprietari) funzionali alla licenza/autorizzazione. Ulteriori strumenti si rinvengono nei poteri di vigilanza informativa ed ispettiva dell'autorità competente; in taluni ordinamenti, infine, a presidio della concorrenza, le autorità hanno la facoltà di verificare la ragionevolezza ovvero di controllare le tariffe applicate dai CSD.

⁷⁹ Questi temi sono trattati in Russo et al. (2004); le considerazioni che seguono ne riprendono alcune riflessioni.

6. Conclusioni

Il presente lavoro affronta il tema dell'industria dei servizi di compensazione e di regolamento fornendo una dettagliata descrizione e discussione dei servizi, delle dinamiche competitive, delle iniziative regolamentari già intraprese e delle iniziative regolamentari possibili.

Sul piano dell'assetto dell'industria, il lavoro evidenzia come stia progressivamente venendo meno una chiara demarcazione di ruoli fra CSD e intermediari: i CSD offrono alcuni servizi *non core* di natura prettamente bancaria (o possano addirittura essere registrati come banche) e, specularmente, le banche possono offrire alcuni servizi *core* del *clearing* e *settlement*. Sul piano delle dinamiche competitive, il lavoro chiarisce come la concorrenza fra CSD e banche (*global custodian*) è analoga a quella che si instaura fra il CSD che gestisce il conto dell'emittente (*issuer CSD*) e altri CSD (tipicamente operanti in altri paesi o che non gestiscono direttamente il conto dell'emittente).

Il lavoro mette a fuoco i motivi per i quali il CSD sul quale l'emittente decide di accentrare i propri titoli (*issuer CSD*) assume inevitabilmente una posizione di monopolio o di fortissimo potere di mercato nell'offrire servizi di regolamento sui quei titoli.

I CSD, tuttavia, possono stabilire accordi operativi (*link*) che rendono teoricamente possibile per un CSD offrire servizi di regolamento su titoli accentrati in altri CSD. La teoria economica suggerisce tuttavia che i CSD hanno scarsi incentivi a rendere efficiente e poco costoso l'utilizzo di tali *link*, poiché così facendo ognuno di loro perderebbe (o ridurrebbe) il proprio ruolo di quasi-monopolista nei servizi di regolamento dei titoli che ha in custodia.

L'idea alla base dei rapporti del gruppo di lavoro Giovannini è che l'armonizzazione delle pratiche legali e operative alla base del funzionamento dei CSD favorirebbe l'interoperabilità, dando luogo ad una maggiore competizione. Altri osservatori, invece, per quanto appena argomentato, sostengono che ciò non è sufficiente: i CSD non hanno interesse ad abbassare i costi dell'utilizzo dei *link* perché ciò implica l'esposizione a maggiori pressioni competitive.

Questo dibattito traspare dalla Comunicazione della Commissione Europea, laddove si riconosce la strutturale posizione di vantaggio dei CSD, sia nel controllare "l'accesso alla rete", sia nell'offerta dei servizi *non core*, e dunque la necessità di un'attenta vigilanza *on going* sull'abuso di posizioni dominanti.

Per ciò che riguarda invece la questione della regolamentazione dei rischi e dell'efficienza e sicurezza operativa, il lavoro mette in luce come l'approccio "funzionale" adottato negli Standard ECB-CESR non implica che i CSD e le banche soggiacciano esattamente alle medesime regole, ma suggerisce piuttosto l'opportunità di valutare in che misura il superamento della tradizionale incompatibilità fra il ruolo di CSD e lo svolgimento di alcuni servizi bancari favorisca lo sviluppo di dinamiche competitive "sostenibili" sul piano anche della prevenzione del rischio sistemico.

Non a caso, gli Standard ECB/CESR dichiarano di volere adottare un "*risk-based functional approach*" e la Commissione Europea, nella citata comunicazione, si interroga fino a che punto, nel concreto, è opportuno spingersi nel seguire questo approccio.

Si deve osservare, infine, che la possibilità di “scrivere da zero” la regolamentazione si scontra con un quadro in cui vi sono rendite di posizione che si sono ormai consolidate nel corso di un processo evolutivo del settore avvenuto, come detto, in assenza di un quadro regolamentare armonizzato in ambito europeo.

Sul piano dell’economia industriale, se si assume che i CSD che gestiscono il conto dell’emittente (*issuer* CSD) siano destinati – almeno nel breve periodo – a mantenere un forte potere di mercato nell’offerta dei servizi relativi ai titoli che hanno in custodia per conto dell’emittente, i *regulator* potrebbero confrontarsi con il problema della opportunità di contemplare forme di controllo delle tariffe e dei prezzi di accesso all’infrastruttura.

L’*access price regulation* potrebbe essere un utile schema di riferimento per disciplinare i rapporti (asimmetrici) tra *issuer* CSD e *global custodian* (secondo i principi del *one way access*), nonché i rapporti (simmetrici) tra CSD (secondo i principi del *two ways access*). Il regolatore dovrebbe, in altri termini, rendere omogenei e non discriminatori i costi e le modalità di accesso alla “rete” gestita dall’*issuer* CSD per tutte le tipologie di utenti, cioè intermediari, *global custodian* e *investor* CSD, allo scopo di consentire loro di accedere, direttamente come membro o indirettamente attraverso una infrastruttura analoga, al conto titoli presso l’*issuer* CSD e di effettuare le operazioni di accredito o addebito derivanti dal regolamento di operazioni sui titoli ivi accentrati.

Qualsiasi regolamentazione tariffaria rischierebbe di rivelarsi poco efficace sul piano delle dinamiche concorrenziali qualora non venisse combinata con interventi orientati all’armonizzazione degli standard operativi e alla rimozione delle barriere legali e fiscali che, al momento, possono vincolare gli emittenti, gli intermediari e gli investitori nella scelta dell’infrastruttura di *post trading*, come ampiamente evidenziato nei due rapporti del Gruppo Giovannini.

È opportuno notare, inoltre, che eventuali iniziative di regolamentazione dell’accesso all’infrastruttura realizzate solo in ambito nazionale avrebbero verosimilmente l’effetto di alterare la concorrenza tra i CSD di diversi paesi. Il CSD “regolamentato”, infatti, sarebbe costretto ad aprire o a facilitare l’accesso alla propria infrastruttura ai suoi *competitors*, cioè CSD esteri e *global custodian*, e potrebbe subire una contrazione della propria quota di mercato. I CSD “non regolamentati” potrebbero continuare a trarre vantaggio dalla posizione monopolista per i titoli accentrati presso di loro e allo stesso tempo avere maggiori possibilità di sottrarre quote di mercato ai rivali assoggettati a regolamentazione. L’applicazione dei principi dell’*access price regulation* richiederebbe dunque un’azione coordinata a livello internazionale in grado di garantire condizioni di reciprocità e di omogeneità di applicazione fra i diversi paesi.

È verosimile che proposte di controllo tariffario vengano accolte diversamente dagli operatori dell’industria, a seconda dell’attuale potere di mercato e, dunque, del rischio di erosione della propria quota di mercato indotto dall’apertura alla concorrenza. I motivi per i quali gli *issuer* CSD maggiori hanno interesse alla creazione di *link*, a differenza delle infrastrutture minori per le quali l’attivazione di un collegamento potrebbe risolversi in una contrazione significativa della quota di mercato, sono stati ampiamente discussi. Alla luce di questa differenza di posizioni, è ragionevole ritenere che una proposta di controllo tariffario potrebbe incontrare un’opposizione minore da parte dei CSD che attualmente detengono quote di mercato significative, visto che per questi soggetti la penalizzazione conseguente alla maggiore esposizione alle pressioni concorrenziali sarebbe di gran lunga più contenuta rispetto a quella subita dai CSD minori.

Riferimenti bibliografici

Armstrong, M., S. Cowan e J. Vickers (1994), *Regulatory reform: economic analysis and British experience*, Cambridge The MIT Press London.

Banca Centrale Europea (2004), *The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions*.

Commissione Europea, *Clearing and Settlement in the European Union – The way forward*, Comunicazione della Commissione Europea al Consiglio e al Parlamento Europeo, 28.4.2004.

CESR/ECB (2004), *Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in Europe*.

Deutsche Börse Group (2005), *The European Post-Trade Market. An Introduction*.

Economides, N. e L.J. White (1995), *Access and Interconnection Pricing: How Efficient is the Efficient Component Pricing Rule?*, The Antitrust Bulletin, vol. XL, no. 3, pp. 557-579.

Euroclear (2003), *The Single Settlement Engine (2005) and Subsequent Business Model Deliverables*, Consultation Paper.

Giovannini Group (2001), *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.

Giovannini Group (2003), *Second report on EU clearing and settlement arrangements*.

Holthausen C. e J. Tapking (2004), *Raising rival's Costs in the Securities Settlement Industry*, Banca Centrale Europea, working paper n. 376.

Kauko, K. (2002), *Links between securities settlement systems: An oligopoly theoretic approach*, Bank of Finland Discussion Papers, 27.

Kauko, K. (2005), *Interlinking securities settlement systems. A strategic commitment?*, Banca Centrale Europea, working paper series n. 427.

Laffont J.J. e J. Tirole (1990), *The Regulation of Multiproduct Firms*, in Journal of Public Economics, 43: 37-66.

Laffont J.J. e J. Tirole (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press.

Lannoo, K. e M. Levin (2001), *The Securities Settlement Industry in the EU – Structure, Costs and the Way Forward*, Centre for European Policy Studies (CEPS).

Lee, R. (1998), *What is an Exchange?*, Oxford University Press.

Liebowitz, S.J. e S.E. Margolis (2003), *The Economics of QWERTY: History, Theory, and Policy*, L. Peter ed., EH.NET.

Milne, A. (2002), *Competition and the rationalisation of European securities clearing and settlement*, mimeo.

NERA Economic Consulting (2004), *The Direct Costs of Clearing and Settlement: An EU-US Comparison*.

Rochet, J.C. e Tirole, J. (2001), *Platform Competition in Two-Sided Markets*, mimeo.

Russo, D., T. Hart, M.C. Malaguti, C. Papathanassiou (2004), *Governance of Securities Clearing and Settlement Systems*, Banca Centrale Europea, Occasional Paper Series, n. 21.

Schmiedel, H., M. Malkamaki, J. Tarkka (2002), *Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems*, Bank of Finland Discussion Papers, 26.

Shapiro, C. e H. R. Varian (1999), *Information rules: Le regole dell'economia dell'informazione*, Etas: Milano.

Shy, O. (2001), *The Economics of Network Industries*, Cambridge University Press.

Tapking J. e J. Yang (2004), *Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement*, Banca Centrale Europea, working paper series, n. 387.

Vogelsang, I. (2004), *Price Regulation of Access to Telecommunications Networks*, mimeo.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)
- N. 39 *Studi e Ricerche* *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche* *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)
- N. 41 *Studi e Ricerche* *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti* *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)
- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)

- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)