



AUTORITÀ GARANTE  
DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

# Bollettino

Settimanale

Anno XXIX - n. 12

Publicato sul sito [www.agcm.it](http://www.agcm.it)  
25 marzo 2019

## SOMMARIO

<b>INTESE E ABUSO DI POSIZIONE DOMINANTE</b>	<b>5</b>
<b>A523 - TICKETONE/CONDOTTE ESCLUDENTI NELLA PREVENDITA DI BIGLIETTI</b> <i>Provvedimento n. 27509</i>	5
<b>A523 - TICKETONE/CONDOTTE ESCLUDENTI NELLA PREVENDITA DI BIGLIETTI</b> <i>Provvedimento n. 27510</i>	9
<b>A523 - TICKETONE/CONDOTTE ESCLUDENTI NELLA PREVENDITA DI BIGLIETTI</b> <i>Provvedimento n. 27581</i>	22
<b>A505 - MONTE TITOLI/SERVIZI DI POST-TRADING</b> <i>Provvedimento n. 27582</i>	27
<b>A527 - COMUNE DI GENOVA/DISTRIBUZIONE GAS NATURALE</b> <i>Provvedimento n. 27585</i>	43
<b>OPERAZIONI DI CONCENTRAZIONE</b>	<b>57</b>
<b>C12218 - Q8 QUASER/RAMO DI AZIENDA GROSSETANA PETROL SERVICE</b> <i>Provvedimento n. 27583</i>	57
<b>ATTIVITA' DI SEGNALAZIONE E CONSULTIVA</b>	<b>59</b>
<b>AS1569 – GARA PER I SERVIZI DI ACCESSO ALLO STADIO OLIMPICO DI ROMA</b>	59
<b>AS1570 - COMUNE DI MAZZARRÀ SANT'ANDREA (ME) - ACQUISIZIONE PARTECIPAZIONI</b> <b>SOCIETÀ TIRRENOAMBIENTE</b>	62
<b>PRATICHE COMMERCIALI SCORRETTE</b>	<b>65</b>
<b>PS11103 - G4 VIGILANZA-SERVIZI DI VIGILANZA</b> <i>Provvedimento n. 27584</i>	65
<b>PS11233 - DAZN-PACCHETTI CALCIO SERIE A</b> <i>Provvedimento n. 27593</i>	78
<b>VARIE</b>	<b>92</b>
<b>RIVALUTAZIONE SOGLIE FATTURATO EX ART.16, COMMA 1, DELLA LEGGE N.287/90</b> <i>Provvedimento n. 27591</i>	92
<b>MODALITÀ DI CONTRIBUZIONE AGLI ONERI DI FUNZIONAMENTO DELL'AUTORITÀ GARANTE</b> <b>DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO PER L'ANNO 2019</b> <i>Provvedimento n. 27592</i>	93

**A505 - MONTE TITOLI/SERVIZI DI POST-TRADING**

*Provvedimento n. 27582*

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 7 marzo 2019;

SENTITO il Relatore Professor Michele Ainis;

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

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

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287 e, in particolare, l'articolo 14-ter introdotto dalla legge 4 agosto 2006, n. 248, che ha convertito con modifiche il decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223;

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

VISTA la propria delibera n. 23863 del 6 settembre 2012 con la quale è stata adottata la "Comunicazione sulle procedure di applicazione dell'articolo 14-ter della legge 10 ottobre 1990 n. 287";

VISTO il proprio provvedimento n. 27161 del 9 maggio 2018, con il quale è stato avviato, nei confronti della società Monte Titoli S.p.A., un procedimento istruttorio ai sensi dell'art. 14 della legge n. 287/90, per accertare l'esistenza di violazioni dell'art. 102 del TFUE, consistenti in politiche di prezzo con finalità escludente attraverso la compressione dei margini degli operatori attivi nel mercato dell'offerta dei servizi di *post-trading*, nonché in scelte discriminatorie nei confronti delle controparti contrattuali;

VISTA la comunicazione del 28 settembre 2018, con la quale Monte Titoli S.p.A. ha presentato una proposta d'impegni ai sensi dell'articolo 14-ter della legge n.287/90;

VISTA la propria delibera n. 27380 del 24 ottobre 2018, con la quale è stata disposta la pubblicazione sul sito *web* dell'Autorità, a far data dal 29 ottobre 2018, degli impegni proposti da Monte Titoli S.p.A., al fine di consentire ai terzi interessati di esprimere le loro osservazioni;

VISTE le osservazioni di Intesa SanPaolo S.p.A., Iccrea Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas Securities Services S.C.A. e NEXI S.p.A. pervenute, in data 29 novembre e 14 dicembre 2018, nell'ambito del *market test* svolto in ordine agli impegni proposti da Monte Titoli S.p.A.;

VISTE le repliche alle osservazioni sugli impegni e le modifiche accessorie alla proposta di impegni sottoposta a *market test*, formulate da Monte Titoli S.p.A., pervenute in data 28 dicembre 2018;

VISTI gli atti del procedimento;

CONSIDERATO quanto segue:

**I. LE PARTI**

1. Monte Titoli S.p.A. (nel seguito, anche 'Monte Titoli' o 'MT') è un operatore attivo nel *post-trading* finanziario, mercato nel quale si realizza il perfezionamento delle compravendite di

strumenti finanziari attraverso i servizi di regolamento (c.d. *settlement*) delle transazioni e di custodia dei titoli finanziari. Nel 2017, Monte Titoli ha generato ricavi derivanti dalle commissioni per i servizi di custodia, amministrazione del *settlement* e servizi fiscali pari a circa [30-100]<sup>1</sup> milioni di euro.

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

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

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

3. Iccrea Banca S.p.A. - Istituto Centrale del Credito Cooperativo (di seguito anche ICCREA) è al vertice del Gruppo bancario ICCREA. ICCREA è una banca di secondo livello che fornisce servizi alle banche di credito cooperativo che ne detengono, in modo parcellizzato, il capitale. Inoltre, ICCREA Banca fornisce attraverso le attività di *pre-settlement* e *settlement* un supporto alla negoziazione dei valori mobiliari, degli strumenti derivati e dei prodotti strutturati.

Il totale dell'attivo realizzato da ICCREA nel 2017 è stato pari a circa [40-50] miliardi di euro.

4. Société Generale Securities Services S.p.A. (di seguito anche SGSS) è una banca controllata da Société Générale S.A. (di seguito anche SocGen). SocGen, tramite le proprie controllate (il Gruppo SocGen), è attiva in tutto il mondo nella fornitura dell'intera gamma dei servizi bancari sia al dettaglio che alle imprese. Il *core business* del Gruppo SocGen è rappresentato principalmente dalle attività realizzate nei settori dei servizi bancari *retail* e servizi finanziari, della gestione patrimoniale, *Private Banking*, *Global Securities Services* e servizi *online* per i risparmiatori e del *Corporate* ed *Investment Banking*. Dal 2006 SocGen, attraverso la sua controllata SGSS, è attiva in Italia nel settore dei servizi finanziari e, più specificamente, nell'offerta integrata di *securities services* tra i quali rilevano le attività di banca depositaria, di banca corrispondente e di custodia e regolamento titoli, di calcolo di valore delle quote NAV dei fondi, di amministrazione dei fondi e di *back-office*, fornendo quindi servizi di *post trading* agli investitori istituzionali, tra i quali

---

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

servizi di custodia, banca depositaria a fondi italiani e soggetto incaricato dei pagamenti per i fondi esteri.

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

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

6. NEXI S.p.A. (già ICBPI S.p.A.) è, a seguito del cambio di denominazione sociale avvenuto in data 8 gennaio 2018 dalla precedente denominazione Istituto Centrale Banche Popolari Italiane S.p.A., la capogruppo del Gruppo bancario che fornisce servizi e infrastrutture, per la competitività e la crescita di banche, istituzioni finanziarie e assicurative, Pubblica Amministrazione. NEXI ha, quale attività prevalente, quella di rendere più intensa ed efficace l'opera delle banche popolari italiane, alle cui finalità è ispirata la propria azione. NEXI è specializzata nella gestione dei *Payment Services* e in quella dei *Securities Services*, svolgendo servizi di *post-trading*, *settlement* e custodia. NEXI è una banca di secondo livello non abilitata a svolgere servizi *retail*. Il totale dell'attivo realizzato da ICBPI (ora NEXI) nel 2017 è stato pari a circa [9-10] miliardi di euro.

## II. IL PROCEDIMENTO

7. In data 19 dicembre 2016, con successive integrazioni pervenute, da ultimo, in data 4 dicembre 2017, le società Intesa SanPaolo S.p.A., Iccrea Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas Securities Services S.C.A., NEXI S.p.A. (nel seguito, anche, 'segnalanti') hanno segnalato presunte condotte abusive di Monte Titoli S.p.A. (nel seguito, anche, 'Monte Titoli' o 'MT') nel settore dei servizi del c.d. 'post-trading' finanziario.

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

- applicazione di commissioni di maggior favore ai soggetti che si rivolgono a MT per il servizio integrato di *settlement* (ICP – *Indirectly Connected Parties*, secondo la terminologia del settore) rispetto alle sole condizioni di *settlement* applicate ai segnalanti (DCP – *Directly Connected Parties*). Inoltre, i segnalanti evidenziano la politica di scontistica applicata da MT ai nuovi clienti;
- applicazione di commissioni di *settlement* maggiormente favorevoli ai CSD stranieri (*issuer* CSD di altri Paesi) facenti parte della piattaforma T2S rispetto a quelle applicate ai segnalanti.

9. In data 9 maggio 2018, l'Autorità ha deliberato di avviare un procedimento nei confronti di Monte Titoli al fine di verificare la sussistenza di violazioni dell'art. 102 del TFUE concernenti le politiche di *pricing* adottate da Monte Titoli. rispetto ai servizi di *post-trading*.

10. Con comunicazione del 28 settembre 2018, Monte Titoli ha presentato una proposta di impegni ai sensi dell'art. 14-ter della legge n. 287/90. A partire dal 29 ottobre 2018, gli impegni proposti sono stati pubblicati sul sito *web* dell'Autorità, al fine dello svolgimento del *market test*.

11. Intesa SanPaolo S.p.A., Iccrea Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas Securities Services S.C.A. e NEXI S.p.A. hanno presentato osservazioni, in ordine agli impegni proposti da Monte Titoli S.p.A., pervenute in data 29 novembre e 14 dicembre 2018.

12. In sede di replica alle osservazioni giunte nel corso del *market test*, in data 28 dicembre 2018 Monte Titoli ha presentato modifiche accessorie agli impegni, recependo così alcune delle osservazioni che erano pervenute durante il *market test*.

### III. I MERCATI INTERESSATI E LA POSIZIONE DELLE PARTI

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

14. La gestione delle piattaforme di scambi finanziari risulta caratterizzata dall'erogazione di numerosi e differenti servizi lungo la filiera. I principali sono quelli della quotazione di titoli e dello scambio degli stessi su apposite piattaforme mentre, quelli del c.d. *post-trading*, posizionandosi alla fine della filiera, sono dedicati al perfezionamento delle transazioni. I differenti servizi possono essere così sintetizzati:

- servizi di quotazione di titoli finanziari (c.d. *listing*) – tale servizio è erogato nei confronti dei c.d. soggetti emittenti (società ma anche Governi, nel caso dei titoli di Stato) che, al fine di ottenere finanziamenti attraverso il collocamento e la successiva negoziazione dei propri titoli presso il pubblico, richiedono la quotazione presso una determinata piattaforma. Gli emittenti pagano delle *fees* di quotazione ai gestori delle piattaforme;

- servizi di negoziazione dei titoli quotati (c.d. *trading*) – tale attività si sostanzia nell'organizzazione e definizione delle regole che consentono la conclusione di accordi di prezzo e quantità per lo scambio dei titoli quotati. I servizi di *trading* sono offerti a titolo oneroso (pagamento di commissioni che possono variare in funzione di diversi parametri, come ad esempio il numero di scambi) nei confronti di istituti e intermediari finanziari che effettuano le transazioni per conto proprio o dei consumatori finali, ovvero dei risparmiatori;

- servizi di *post-trading* – successivi alla fase di negoziazione, tali servizi comprendono le procedure con le quali sono perfezionati i contratti aventi ad oggetto gli strumenti finanziari negoziati, comunemente i servizi di *clearing* e di *settlement* e custodia. Come quelli del *trading*, tali servizi sono erogati nei confronti di istituti e intermediari finanziari che effettuano le transazioni per conto proprio, di altre società o intermediari finanziari e dei consumatori finali.

15. Con specifico riguardo al *post-trading*, i servizi di *clearing* (compensazione) assicurano che compratore e venditore si siano accordati su condizioni di vendita identiche, che il venditore sia legittimato a vendere e che lo scambio avvenga nel rispetto della normativa applicabile.

16. Nella fase del *settlement* (liquidazione) gli strumenti finanziari oggetto di compravendita vengono consegnati all'acquirente a fronte del pagamento concordato (oramai la consegna dei titoli avviene esclusivamente tramite scritture digitali). In tale fase, pertanto, si dà attuazione a tutti

gli obblighi contrattuali e, pertanto, verrà registrato il passaggio di proprietà di uno strumento finanziario dal venditore all'acquirente. Tale passaggio di proprietà è registrato attraverso specifiche scritture contabili effettuate dal soggetto presso cui è depositata la totalità degli strumenti finanziari, ossia il c.d. Depositario Centrale – Monte Titoli nella sua veste di *issuer* CSD – *Central Security Depository*).

17. I servizi di *settlement* erogati da Monte Titoli in qualità di *issuer* CSD sono definiti, nella prassi del settore, come *settlement* primario e si distinguono dai servizi di *settlement* secondario erogati dai *custodian*, in quanto questi ultimi sono svolti ad un livello differente (*downstream*) rispetto a quello primario. Alla luce delle condotte oggetto di analisi, rileva che qualora il *settlement* di una transazione finanziaria possa essere internalizzato e processato a livello secondario (dai *custodian*), non risulta necessario effettuare il *settlement* primario attraverso l'issuer CSD (Monte Titoli) e, pertanto, vi è un rapporto di sostituibilità tra *settlement* primario e secondario. Tuttavia, qualora non sia possibile procedere al *settlement* secondario (dai *custodian*), risulta necessario il coinvolgimento dell'issuer CSD che perfezionerà l'operazione attraverso il *settlement* primario<sup>2</sup>.

Pertanto, i *custodian* necessitano dei servizi di *settlement* primario di Monte Titoli al fine di poter erogare un completo servizio di *settlement* alla propria clientela. Oltre ai servizi di *settlement* secondario, i *custodian* offrono, sempre in concorrenza con Monte Titoli, altri servizi a valore aggiunto quali la gestione dei conti titoli, attività volta a registrare le operazioni di addebito e accredito del singolo operatore, come risultanti dalla fase del *settlement*, ed a gestire eventi societari quali, ad esempio, le operazioni sul capitale societario.

18. Il contesto normativo e regolatorio definisce le attività di *settlement* come mercato autonomo e distinto rispetto agli altri servizi di *post-trading*. I servizi di *settlement* erogati da MT in qualità di *issuer* CSD, ossia il *settlement* primario, sono strumentali e necessari ad erogare ulteriori servizi di *post-trading* a valore aggiunto, ossia i servizi di *settlement* secondario e quelli della c.d. custodia finanziaria. Tali servizi, erogati dai *custodian* in concorrenza tra loro, sono quelli della c.d. custodia intermedia, ossia la registrazione degli atti di trasferimento degli strumenti finanziari disposti dalla clientela, come anche servizi di tipo non bancario (servizi fiscali, di gestione delle garanzie, di prestito titoli, di notariato, ecc.) e servizi bancari quali la fornitura di conti correnti ai partecipanti di un sistema di regolamento titoli, apertura di linee di credito, servizi di pagamento ecc.<sup>3</sup>. Pertanto, i servizi di *settlement* e custodia sono caratterizzati da una relazione di tipo verticale rispetto alla quale il servizio di *settlement* primario rappresenta il mercato a monte (*upstream*), mentre, i servizi accessori del *settlement* secondario e della custodia finanziaria, caratterizzano il mercato a valle (*downstream*).

19. In merito alla dimensione geografica del mercato del *settlement* e dei servizi ad esso accessori, la stessa è riconducibile alla dimensione nazionale in quanto gli strumenti finanziari nazionali (azioni, obbligazioni e Titoli di Stato) sono depositati presso Monte Titoli in quanto CSD

---

<sup>2</sup> A tale riguardo, si veda la decisione della Commissione europea relativa al caso COMP/38.096 – Clearstream (Clearing and Settlement), § 29 e seguenti, §156 e seguenti.

<sup>3</sup> Si veda, al riguardo, il Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n. 236/2012.

nazionale; conseguentemente tale operatore dovrà essere necessariamente coinvolto nello svolgimento dell'attività di *settlement*.

20. Nel mercato a monte del *settlement* primario, Monte Titoli rappresenta l'operatore in posizione dominante, in quanto unico operatore nazionale autorizzato ad erogare i servizi di *settlement* primario sulla piattaforma europea T2S in qualità di Depositario Centrale. Nello specifico, Monte Titoli è l'operatore presso cui sono depositati tutti gli strumenti finanziari emessi in Italia e che, in virtù di tale attività, sui propri conti intestati ai diversi intermediari finanziari, è in grado di registrare i passaggi di proprietà di uno strumento finanziario emesso in Italia ed oggetto di transazione tra qualsiasi controparte contrattuale.

21. Nel mercato a valle, gli operatori attivi sono i *custodian* che, oltre al *settlement* secondario, offrono servizi accessori ai propri clienti che effettuano transazioni finanziarie su strumenti e titoli nazionali. Oltre ai segnalanti, nel mercato a valle opera anche Monte Titoli, nella sua veste di operatore di mercato.

22. Pertanto, nel mercato dei servizi di *settlement* e di quelli accessori della custodia, Monte Titoli opera con un duplice ruolo: come infrastruttura di mercato nel mercato a monte della regolazione delle transazioni (*settlement* primario), in cui risulta qualificabile come operatore in posizione dominante; come operatore di mercato in concorrenza con gli altri *custodian* nel mercato a valle dell'offerta del *settlement* e dei servizi ad esso accessori.

#### IV. I COMPORAMENTI CONTESTATI

23. Le presunte condotte abusive di Monte Titoli concernono la politica di *pricing* applicata rispetto ai servizi di *settlement* a partire dal 2016, che si sostanzierebbero in comportamenti con finalità escludente nei confronti dei *custodian*. In particolare, è oggetto del provvedimento di avvio dell'istruttoria la presunta strategia escludente di compressione dei margini posta in essere da Monte Titoli a danno dei *custodian* concorrenti nell'offerta dei vari servizi di *settlement* secondario e della custodia. Gli effetti di tale strategia risulterebbero amplificati dalla politica di scontistica applicata in favore dei nuovi clienti della stessa Monte Titoli.

24. A margine di tali comportamenti, oggetto del procedimento di avvio sono altresì le commissioni di *settlement* applicate da MT ai CSD stranieri - *issuer* CSD di altri Paesi anch'essi aderenti alla piattaforma T2S – che risultano maggiormente favorevoli rispetto a quelle applicate alle imprese segnalanti.

25. Con riguardo ai profili escludenti, Monte Titoli applicherebbe commissioni di *settlement* ai *custodian* concorrenti che risultano differenziate rispetto a quelle applicate ai soggetti che si avvalgono dei servizi integrati di Monte Titoli. Nella prassi tecnica del mercato, tali prezzi differenziati sono dipendenti dalla modalità di connessione delle due tipologie di operatori alla piattaforma T2S<sup>4</sup>.

26. Nello specifico, i concorrenti di Monte Titoli, che operano in qualità di *custodian*, sono in grado di connettersi direttamente alla piattaforma T2S, ossia rappresentano i c.d. DCP – *Directly*

---

<sup>4</sup> Si vedano, al riguardo, i “Corrispettivi applicati agli intermediari - Generale” da Monte Titoli: [https://www.lseg.com/sites/default/files/content/01032018%20Corrispettivi%20Intermediari\\_Generale%20\\_clean\\_2.pdf](https://www.lseg.com/sites/default/files/content/01032018%20Corrispettivi%20Intermediari_Generale%20_clean_2.pdf).



*Connected Parties*, e pagano a una commissione di *settlement* complessivamente pari a circa 0,47-0,48<sup>5</sup> euro a transazione.

Gli operatori che effettuano il regolamento delle transazioni direttamente attraverso i servizi integrati offerti da Monte Titoli, rappresentano i c.d. ICP – *Indirectly Connected Parties*, e pagano a Monte Titoli una commissione di regolamento pari a 0,50 euro a transazione<sup>6</sup>.

27. Alla luce di tale differenziazione delle commissioni richieste, l’offerta dei servizi integrati di Monte Titoli, equivalente ai 0,50 euro a transazione richiesti agli ICP, non sarebbe replicabile dai *custodian* concorrenti, in quanto, Monte Titoli richiede ai DCP una commissione di *settlement* primario pari a 0,19 euro a transazione che, in aggiunta ai vari costi di erogazione del servizio sostenuti da tali operatori, comporterebbero un costo totale pari a 0,47-0,48 euro a transazione.

28. Infine, in merito alla presunta previsione di condizioni economiche differenti per prestazioni equivalenti, il listino di Monte Titoli prevede, per le transazioni aventi ad oggetto titoli italiani, commissioni di *settlement* pari a 0,10 euro a transazione ai CSD di altri Paesi aderenti a T2S (*investor-CSD*), mentre le commissioni per i medesimi servizi applicate ai *custodian* nazionali sono pari a 0,19 euro a transazione, a cui si aggiungono i costi previsti dalla BCE ed i costi interni. A tale riguardo appare di rilievo sottolineare che i CSD degli altri Paesi, che operano in qualità di *issuer* CSD rispetto ai titoli emessi nel proprio territorio (come fa Monte Titoli in Italia), possono anch’essi (in qualità di *investor* CSD) erogare servizi di custodia in regime di concorrenza e, qualora la propria clientela voglia effettuare scambi basati su strumenti finanziari depositati in Italia, l’*investor* CSD straniero dovrà rivolgersi a Monte Titoli per i servizi di *settlement* sui titoli italiani erogati da MT in qualità di *issuer* CSD.

## V. GLI IMPEGNI PROPOSTI DA MONTE TITOLI

29. Con comunicazione pervenuta in data 28 settembre 2018<sup>7</sup>, Monte Titoli ha presentato impegni volti a fornire “*la soluzione più adeguata alle preoccupazioni*” dell’Autorità manifestate nel provvedimento di avvio dell’istruttoria e che, in questa sede, possono essere sintetizzate nel timore dell’attuazione da parte di Monte Titoli di una strategia di compressione dei margini con finalità escludente a danno degli operatori c.d. DCP – *Directly Connected Parties*.

30. Nel seguito, si riporta una breve descrizione degli impegni presentati, così come pubblicati per la sottoposizione *al market test*.

### **Impegno 1 - Modifica della struttura delle commissioni di settlement degli ICP**

31. Monte Titoli si impegna a modificare la struttura delle proprie commissioni di *settlement* per gli ICP, allineandola totalmente a quelle applicate ai DCP. In particolare, anche per le tariffe applicate agli ICP, come per quelle applicate alle DCP, saranno evidenziati i costi dovuti alla BCE per i servizi erogati direttamente da T2S – che Monte Titoli si limita a ribaltare ai propri clienti – e

---

<sup>5</sup> In particolare, i segnalanti specificano che tale costo si struttura in: 0,19 euro di fee da corrispondere a MT, a cui si aggiunge il recupero dei costi della BCE (0,24 euro di costo medio, 0,15 euro per il *settlement*, 0,03 euro per il *matching*, 0,03 euro per il *day time settlement*, circa 0,05 euro per il *reporting*), oltre ai costi di comunicazione con la piattaforma T2S, per un totale di 0,47-0,48 euro a transazione. A tali commissioni vanno aggiunti i costi interni sostenuti dai *custodian* al fine di erogare un completo servizio di regolamento ai propri clienti che, secondo le stime fornite dai segnalanti, sono pari a circa 30 centesimi, per un costo complessivo di regolamento pari a circa 0,70-0,75 euro a transazione

<sup>6</sup> Secondo le informazioni fornite dai segnalanti, tali commissioni sono entrate in vigore nel maggio 2016.

<sup>7</sup> Cfr. doc. 117 all’indice del fascicolo.

la commissione relativa alla remunerazione dei costi sopportati da Monte Titoli per i servizi offerti agli ICP.

#### ***Impegno 2 - Predisposizione di contabilità analitica***

32. Monte Titoli si impegna a trasmettere a CONSOB e Banca d'Italia – in qualità di autorità di regolazione del settore – documentazione contabile più dettagliata rispetto a quanto richiesto dal Regolamento (UE) 909/2014 (c.d. 'CSDR') ai fini dell'autorizzazione ad operare quale CSD nazionale<sup>8</sup>, fornendo il dettaglio dei costi per la fornitura dei servizi di *settlement*, distintamente per operatori ICP e DCP. In tal modo saranno resi disponibili non solo i dati di costo relativi al servizio di *settlement* (come richiesto dalla richiamata normativa comunitaria) ma anche i dati relativi ai costi sopportati per erogare il servizio a favore dei DCP e, distintamente, agli ICP. Tale documentazione sarà inviata annualmente alle autorità di regolazione e rimarrà a disposizione dell'Autorità, anche presso Monte Titoli, per le eventuali verifiche di competenza concernenti le tematiche *antitrust*.

#### ***Impegno 3 - Eliminazione di sconti per i nuovi clienti***

33. Nell'ottica di eliminare qualsiasi rischio, come lamentato dai denunciati, di discriminazione tra gli operatori che si avvalgono dei servizi di *settlement* forniti da Monte Titoli, la società si impegna ad eliminare lo sconto riconosciuto ai nuovi intermediari partecipanti al servizio di gestione accentrata e al servizio di liquidazione.

#### ***Impegno 4 - Costituzione anticipata Comitato Utenti***

34. Monte Titoli propone la costituzione anticipata del Comitato Utenti, di cui all'art. 28 della CSDR<sup>9</sup>, entro un mese dalla data dell'accettazione degli impegni proposti, in anticipo rispetto ai termini del Regolamento CSD che ne prevedono il perfezionamento solo a seguito dell'autorizzazione quale CSD nazionale.

#### ***Durata degli impegni***

35. Quanto al periodo di validità degli impegni, Monte Titoli propone di darne attuazione entro un mese dal provvedimento dell'Autorità e a mantenerli in vigore per un periodo pari a 3 anni.

36. Per quanto riguarda, in particolare, l'impegno *sub 2)* – relativo alla contabilità analitica – facendo esso parte integrante della documentazione trasmessa a CONSOB e Banca d'Italia ai fini dell'autorizzazione quale CSD nazionale, lo stesso avrà necessariamente valenza fino a nuova eventuale procedura di ri-autorizzazione e, pertanto, durata realisticamente superiore al periodo di 3 anni proposto.

#### ***Ulteriori Osservazioni***

37. A margine degli impegni presentati, Monte Titoli ha rappresentato che, in merito alla presunta condotta discriminatoria concernente l'applicazione di *fee* più favorevoli ai CSD stranieri

---

<sup>8</sup> L'art. 34, comma 8 della CSDR prevede: "Per assicurare un'applicazione efficace delle norme dell'Unione in materia di concorrenza e consentire l'individuazione, tra l'altro, di sovvenzionamenti incrociati dei servizi accessori da parte dei servizi di base, i CSD tengono una contabilità analitica delle loro attività. Tale contabilità analitica distingue almeno costi e ricavi associati a ciascuno dei suoi servizi di base da quelli associati ai servizi accessori".

<sup>9</sup> "I CSD istituiscono comitati degli utenti per ciascun sistema di regolamento di titoli da essi operato. [...] I comitati degli utenti possono sottoporre all'organo di amministrazione un parere non vincolante ampiamente motivato sulle strutture dei prezzi del CSD". Si veda, al riguardo, l'art. 28 della CSDR.

(*investor-CSD*) rispetto ai DCP nazionali, non ha presentato impegni in quanto la lamentata *fee* di 0,10 euro a transazione richiesta agli *investor-CSD* stranieri non è relativa ai servizi di *settlement* ma attiene alla prestazione del differente servizio di riallineamento. Quanto al *settlement*, i CSD stranieri che, operando come *investor-CSD*, corrispondono le normali commissioni previste per i DCP, a cui si sommano i costi BCE per l'utilizzo della piattaforma T2S.

## VI. LE OSSERVAZIONI PERVENUTE NEL CORSO DEL MARKET TEST

38. Nel corso del *market test*, Intesa SanPaolo S.p.A., ICCREA Banca S.p.A., Société Générale Securities Services S.p.A., BNP Paribas Securities Services S.C.A., NEXI S.p.A. hanno inviato le proprie osservazioni rispetto agli impegni presentati da Monte Titoli<sup>10</sup>. Tali osservazioni sono nel seguito sintetizzate:

### ***Impegno 1 – Modifica della struttura delle commissioni di settlement degli ICP***

39. In virtù dei maggiori servizi offerti da Monte Titoli agli ICP, la commissione applicata agli ICP dovrebbe essere articolata su ulteriori voci di costo, prevedendo l'applicazione di una commissione di *settlement* dello stesso importo per ICP e DCP. Nello specifico, la commissione per gli ICP dovrebbe essere così articolata: 1) costi BCE; 2) costo del *settlement* (importo analogo a quello applicato ai DCP, ossia 0,19 euro); 3) voci di costo relative ai servizi ulteriori offerti agli ICP basati sui costi effettivamente sostenuti da Monte Titoli.

### ***Impegno 2 – Predisposizione di contabilità analitica***

40. In merito alla contabilità analitica comunicata annualmente a CONSOB e Banca d'Italia, i contributi al *market test* evidenziano che tale contabilità dovrebbe:

- contenere altresì il dettaglio dei costi sostenuti da MT per l'erogazione dei servizi di *settlement* nei confronti dei c.d. '*investor-CSD*';
- prevedere il dettaglio dei costi sostenuti da MT per i servizi XTRM, per la connettività VAN SIA COLT e per i servizi di custodia;
- essere inviata, oltre che a Banca d'Italia e CONSOB, anche ad un *monitoring auditor* indipendente, proposto da MT ma approvato dall'AGCM, che prepari un *report* annuale trasmesso anche all'AGCM e reso accessibile, oltre alla contabilità analitica, nel c.d. Comitato degli Utenti (si veda *impegno 4*). Inoltre, il *monitoring auditor* dovrebbe esaminare retroattivamente la contabilità analitica di MT a partire dal 2013 ed essere remunerato direttamente da MT senza che la stessa trasferisca tali costi in capo ai DCP, in modo diretto o indiretto.

### ***Impegno 3 – Eliminazione di sconti per i nuovi clienti***

41. Tale impegno non dovrebbe avere una durata limitata ad un periodo pari a 3 anni, ma essere applicato a tempo indeterminato. I contributi al *market test* propongono altresì che, in alternativa, scaduti i 3 anni di applicabilità della misura, MT sia tenuta a comunicare preventivamente all'AGCM eventuali sconti applicabili, in modo da consentire all'Autorità di effettuare un monitoraggio *ex ante* della compatibilità degli stessi con la normativa *antitrust*.

---

<sup>10</sup> Cfr. doc. 124 e 128 all'indice del fascicolo.

#### ***Impegno 4 – Costituzione anticipata Comitato Utenti***

42. I partecipanti al *market test* ritengono necessario che nel Comitato degli Utenti vengano discussi, almeno una volta all'anno, i risultati della contabilità analitica ed il *report* del *monitoring auditor* (*impegno 1*). Inoltre, tutte le banche segnalanti ritengono di dover far parte del Comitato, che dovrebbe riunirsi ogni 6 mesi.

#### ***Durata degli impegni***

43. Con riguardo alla durata degli impegni proposti, i partecipanti al *market test* evidenziano che la data della loro efficacia dovrebbe essere anticipata al giorno della notifica del provvedimento di accettazione degli stessi. Inoltre, in merito all'orizzonte temporale di validità, sottolineano che gli impegni dovrebbero essere validi a tempo indeterminato, senza la previsione di alcun limite temporale. In alternativa, gli impegni dovrebbero essere prorogabili su base annuale nella misura in cui l'Autorità lo ritenesse necessario.

#### ***Ulteriori osservazioni dei segnalanti***

44. Oltre alle osservazioni sopra esposte relative a profili specifici degli impegni proposti, nel corso del *market test* sono state formulate ulteriori osservazioni in merito alla mancanza di impegni relativi alla presunta condotta discriminatoria in favore dei CSD stranieri che operano in qualità di *investor-CSD* in Italia e, inoltre, rispetto all'assenza di misure compensatorie relative alla tariffazione finora applicata da Monte Titoli.

45. Rispetto al tema delle condotte discriminatorie in favore degli *investor-CSD*, viene illustrato che, sebbene tali commissioni trovino applicazione in caso di 'riallineamento' delle transazioni transfrontaliere (scambio di titoli tra due soggetti facenti aderenti a CSD nazionali differenti), tali attività di *settlement* svolte da Monte Titoli in favore degli *investor-CSD* stranieri non siano sostanzialmente differenti da quelle del *settlement* e, pertanto, Monte Titoli non dovrebbe prevedere commissioni differenziate rispetto a quelle applicate ai DCP ed ICP. Per tale motivo, i partecipanti al *market test* lamentano l'assenza di impegni relativi alle commissioni applicate agli *investor-CSD*.

46. Con riguardo all'assenza di misure compensatorie idonee a lenire lo squilibrio economico che i DCP avrebbero subito a causa delle condotte oggetto di istruttoria, viene affermato che Monte Titoli non dovrebbe richiedere il versamento delle commissioni di *settlement* dovute dai DCP o, quantomeno, prevedere uno sconto per tali corrispettivi. In merito alla quantificazione dell'eventuale danno, da valutare a partire dal 2013, si propone che questa venga effettuata dallo stesso *monitoring auditor* incaricato del monitoraggio della contabilità analitica (*impegno 2*).

47. Successivamente alla chiusura del *market test*, in data 14 dicembre u.s., sono pervenute ulteriori osservazioni concernenti il nuovo listino prezzi che trova applicazione a partire da gennaio 2019<sup>11</sup>. Tali successive osservazioni, oltre a riproporre alcune argomentazioni già formulate nel corso del *market test*, si concentrano sulla tariffa applicata agli ICP rispetto al servizio "*recovery of T2S information costs – per instruction*", pari a 36 centesimi di euro. Sul

---

<sup>11</sup> Alla luce del ruolo ricoperto, Monte Titoli è tenuta a comunicare al mercato eventuali variazioni delle tariffe con un mese d'anticipo rispetto alla loro applicazione. A gennaio 2019 entreranno in vigore le nuove tariffe applicate dalla BCE agli utilizzatori di T2S e, pertanto, Monte Titoli ha pubblicato un nuovo listino ad inizio dicembre, pochi giorni dopo la chiusura del *market test*.

punto, viene rappresentato che tale tariffa non dovrebbe essere caratterizzata da un importo fisso, bensì commisurata al numero di messaggi di *reporting* di cui si compone ogni singola istruzione di pagamento, ossia assumere la natura di costo variabile. Inoltre, tale commissione dovrebbe avere una struttura che distingue i costi di erogazione del servizio dalle tariffe applicate dalla BCE.

## VII. LE MODIFICHE ACCESSORIE AGLI IMPEGNI E LE REPLICHE DI MONTE TITOLI

48. In risposta alle osservazioni critiche ed alle proposte avanzate dagli intervenienti al *market test*, Monte Titoli<sup>12</sup> ha presentato alcune modifiche accessorie agli impegni e ha svolto le proprie repliche rispetto ad alcune osservazioni dei segnalanti, come nel seguito illustrato.

49. Le modifiche accessorie proposte da Monte Titoli, in sintesi, concernono la durata degli impegni (*impegni 1 e 3*) e l'ampiezza dei servizi oggetto di contabilità analitica (*impegno 2*). Nello specifico, Monte Titoli – ribadendo l'impossibilità a dare attuazione agli impegni in un termine inferiore a trenta giorni dalla notifica del provvedimento di accoglimento degli stessi – prevede un periodo di validità delle misure pari a 5 anni, incrementato rispetto ai 3 anni originariamente proposti. Con riguardo all'ampiezza della contabilità analitica, Monte Titoli ha accolto l'osservazione dei segnalanti ed inserirà anche il dettaglio relativo ai costi sostenuti per l'erogazione dei servizi agli *investor-CSD*.

50. Con riferimento alle osservazioni giunte nel corso del *market test*, Monte Titoli, sottolineando l'inesattezza di alcune ricostruzioni effettuate dagli intervenienti e l'eccessività di alcune richieste di modifica agli impegni, ha fornito alcuni chiarimenti volti ad una migliore comprensione delle misure proposte.

51. Per ciò che concerne l'impegno *1*, ossia la modifica alla struttura tariffaria agli ICP, Monte Titoli sottolinea come il nuovo listino applicabile da gennaio 2019, nella sostanza, anticipi l'attuazione dell'impegno volto a garantire maggiore trasparenza e comparabilità alle tariffe applicate a DCP ed ICP. Inoltre, la Parte sottolinea come l'ulteriore scomposizione della tariffa agli ICP richiesta dai segnalanti risulti sproporzionata in quanto la contabilità analitica (*impegno 2*) è idonea a fornire informazioni dettagliate. Infine, rispetto alle osservazioni concernenti la tariffa "*recovery of T2S information costs*", Monte Titoli sottolinea come la stessa sia stata definita sulla base dei costi sostenuti in media in quanto, per tali operazioni, la BCE non invia fatture granulari rispetto all'attività dei singoli ICP.

52. Quanto alla presunta discriminazione tra DCP ed *investor-CSD*, la Parte sostiene che il servizio di 'riallineamento' effettuato a favore dei CSD stranieri, a fronte di una commissione pari a 0,10 euro, costituisce un servizio qualitativamente diverso rispetto al servizio di *settlement*, per il quale i CSD stranieri corrispondono le normali commissioni BCE, alla stregua degli altri DCP e della stessa Monte Titoli. In particolare, il servizio di riallineamento permette agli operatori finanziari stranieri, che operano in qualità di DCP o ICP attraverso il proprio CSD nazionale, di effettuare il *settlement* su titoli italiani senza la necessità di accendere conti anche presso Monte Titoli. Sarà il proprio CSD nazionale (in qualità di *investor-CSD*) che, interagendo con Monte Titoli secondo quanto previsto per il riallineamento transfrontaliero in T2S, consentirà il perfezionamento dell'operazione.

---

<sup>12</sup> Cfr. doc. 133 all'indice del fascicolo.

## VIII. VALUTAZIONI

53. Il presente provvedimento concerne le politiche di prezzo applicate da Monte Titoli, il CSD nazionale, per i servizi di *settlement* erogati attraverso la piattaforma pan-europea *Target2 Securities* (T2S) ed, in particolare, le commissioni applicate ai *Directly Connected Parties* (DCP) ed agli *Indirectly Connected Parties* (ICP), nonché le commissioni praticate ai CSD stranieri, in qualità di *investor-CSD*, in caso di operazioni transfrontaliere su strumenti finanziari italiani.

Nello specifico, le criticità concorrenziali evidenziate nel provvedimento di avvio dell'istruttoria concernevano una presunta strategia di compressione dei margini a danno dei DCP, realizzata attraverso le commissioni di *settlement* praticate agli ICP, oltre alla presunta applicazione di commissioni di maggior favore a beneficio dei CSD stranieri, attivi in qualità di *investor-CSD* in caso di operazioni transfrontaliere.

54. Preliminarmente alla valutazione degli impegni da ultimo proposti da Monte Titoli, risulta necessario illustrare brevemente le peculiarità relative al servizio di *settlement* ed alle sue modalità di erogazione attraverso la piattaforma T2S, nonché il contesto regolatorio interessato. Infatti, tali elementi assumo particolare rilievo rispetto agli impegni proposti da Monte Titoli.

55. Lo sviluppo della piattaforma di *settlement* T2S è stato realizzato con l'ausilio e la promozione della Banca Centrale Europea (BCE)<sup>13</sup>, al fine di fornire ai CSD dei vari Paesi aderenti una piattaforma tecnologica comune per effettuare il *settlement* delle transazioni (domestiche e transfrontaliere) di titoli finanziari. Pertanto, la creazione di T2S ha consentito agli intermediari finanziari di regolare le transazioni di titoli concluse sui mercati nazionali ed europei utilizzando un unico conto per il *settlement*, secondo regole, modalità di funzionamento, nonché parte delle tariffe, che risultano comuni e condivise al livello sovranazionale.

56. La condivisione delle regole e modalità di funzionamento di T2S ha portato, tra l'altro, alla definizione di due possibili modalità di collegamento alla piattaforma da parte degli intermediari finanziari – collegamento diretto (DCP) o indiretto (ICP) – nonché alla definizione delle attività che i CSD devono effettuare al fine di perfezionare le operazioni transfrontaliere, come il riallineamento operato dagli *investor-CSD*.

Nella prospettiva del presente provvedimento, rileva che tale architettura di funzionamento di T2S risulta non derogabile per il CSD nazionale che, una volta effettuata l'adesione alla piattaforma – la migrazione di Monte Titoli su T2S è avvenuta nel 2015 – , deve garantire la piena conformità alle regole e modalità di funzionamento, che trovano applicazione a livello internazionale.

57. Nel caso di specie, con riguardo agli aspetti tariffari di T2S, rileva che la BCE non ha svolto un ruolo di mero coordinamento nella definizione delle regole operative, ma risulta attiva in modo diretto nella gestione tecnica delle funzioni di *settlement*, definendo commissioni omogenee a livello internazionale ed indistinte per DCP ed ICP, come anche per gli *investor-CSD*. Tali commissioni, che contribuiscono alla formazione dei prezzi finali applicati ai DCP ed ICP, vengono pagate alla BCE dai CSD nazionali, come Monte Titoli nel caso italiano, che, a loro volta, ne richiedono il pagamento ai propri DCP ed ICP. In sintesi, l'adesione alla piattaforma comporta

---

<sup>13</sup> Nello specifico, lo sviluppo della piattaforma è stato affidato alle Banche Centrali di Italia, Francia, Germania e Spagna, coordinate dalla BCE. Si veda, al riguardo, il seguente link: <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercato/security-target2/index.html>.

che la gestione operativa del *settlement* venga effettuata in *outsourcing* dalla stessa T2S<sup>14</sup> e, conseguentemente, i servizi di *settlement* su T2S non sono erogati dai CSD nazionali in modo pienamente autonomo e discrezionale ma, per quanto concerne gli aspetti operativi e, parzialmente, quelli tariffari, secondo quanto stabilito dalla stessa BCE.

58. Da un punto di vista normativo, assume particolare rilievo anche l’emanazione del citato Regolamento CSD (CSDR), la cui concreta applicazione in Italia è collegata al rilascio dell’autorizzazione in favore di Monte Titoli ad operare come CSD nazionale. Tale processo di autorizzazione, attualmente in corso, è svolto dai regolatori del settore, Banca d’Italia e CONSOB, che rappresentano le autorità competenti a valutare la conformità di Monte Titoli alla citata normativa. La CSDR si pone gli obiettivi di creare un mercato unico dei servizi di gestione accentrata e regolamento dei titoli, favorendo l’attenuazione dei rischi di regolamento delle transazioni in strumenti finanziari. Vengono pertanto definite a livello regolatorio importanti caratteristiche dell’operatività dei CSD nazionali che, in virtù della complementarità esistente tra CSDR e T2S, opereranno in modo omogeneo a livello comunitario. In particolare, nel presente provvedimento rilevano gli obblighi imposti dalla CSDR in tema di contabilità analitica (art. 34) rispetto ai c.d. ‘servizi di base’ offerti dai CSD (servizi di notariato, gestione accentrata e *settlement*), nonché l’istituzione del Comitato degli Utenti (art. 28), che può proporre un pare motivato sulle strutture dei prezzi del CSD.

59. Ciò premesso in ordine al contesto regolatorio e normativo di riferimento, gli impegni presentati da Monte Titoli, così come integrati da ultimo in data 28 dicembre u.s., appaiono suscettibili di valutazione positiva. Le misure proposte, infatti, affrontando le criticità evidenziate nel provvedimento d’avvio, permettono di creare una maggiore trasparenza e comparabilità delle tariffe e servizi offerti da Monte Titoli ai DCP, ICP ed *investor-CSD*, rendendo altresì prontamente individuabili eventuali strategie anticompetitive attuabili nel futuro. Inoltre, gli impegni proposti renderanno immediatamente applicabili alcune previsioni contenute nel c.d. Regolamento CSD che, sebbene emanato nel 2014, non è ancora pienamente applicato in quanto il processo di autorizzazione di Monte Titoli ad operare come CSD nazionale non si è ancora concluso.

60. Per quanto concerne specificatamente l’impegno *sub I*), con il quale Monte Titoli si impegna ad utilizzare la medesima struttura di *pricing* per ICP e DCP, scorporando per entrambe le categorie di operatori i costi dei servizi direttamente svolti dalla BCE da quelli erogati dalla stessa società, rileva come la maggiore trasparenza tariffaria conseguente all’impegno riduce significativamente la concreta possibilità di praticare prezzi agli ICP idonei a comprimere i margini dei DCP. Infatti, l’impegno proposto, comportando la puntuale individuazione e fatturazione dei costi relativi ai servizi BCE dovuti dai singoli ICP, riduce significativamente la possibilità che Monte Titoli possa utilizzare strategicamente tale componente di costo – precedentemente definita in modo *forfettario* e non dipendente dal calcolo granulare dei corrispettivi dovuti dai singoli ICP – per definire politiche di prezzo con finalità anticoncorrenziale a danno dei DCP.

61. Il secondo impegno proposto da Monte Titoli risulta complementare rispetto al precedente, fornendo il dettaglio della complessività dei costi sostenuti per l’erogazione dei servizi a DCP, ICP

---

<sup>14</sup> Cfr. Banca d’Italia – Regolamento Titoli, disponibile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/regolamento-titoli/index.html>.

ed *investor-CSD*, andando oltre l'individuazione puntuale dei costi imputabili ai servizi BCE oggetto dell'impegno *sub 1*). Nello specifico, l'impegno *sub 2*) prevede la predisposizione di una contabilità analitica suddivisa non solo tra servizi di base (tra cui il *settlement*) ed accessori, come richiesto dalla CSDR, ma altresì rispetto ai costi sostenuti per le diverse tipologie di clienti (ICP o DCP), nonché recante il dettaglio contabile dei costi dei servizi resi da Monte Titoli a favore degli *investor CSD*. Tale contabilità analitica, che entrerà a far parte della documentazione inviata da Monte Titoli a CONSOB e Banca d'Italia anche in occasione del processo, attualmente in corso, per l'autorizzazione ad operare come CSD nazionale, sarà inviata annualmente alle Autorità di regolazione e sarà a disposizione dell'AGCM, anche presso Monte Titoli, per le valutazioni concorrenziali di propria competenza.

62. L'impegno *sub 3*) prevede l'eliminazione della scontistica per i servizi di gestione accentrata e liquidazione concessa a favore dei nuovi intermediari aderenti a Monte Titoli. Anche tale impegno è suscettibile di valutazione positiva, in quanto volto ad evitare discriminazioni tra i differenti intermediari finanziari.

63. L'impegno concernente la creazione anticipata del 'Comitato degli Utenti' previsto dal Regolamento CSD (impegno *sub 4*), consentirà l'imminente nascita di una sede formale di confronto tra Monte Titoli ed i propri clienti in merito alle strategie e le tariffe applicate.

64. In merito alla durata degli impegni, rileva osservare che questa concerne, in concreto, l'abolizione della scontistica (impegno *sub 3*)) e la struttura di *pricing* per gli operatori ICP (distinzione tra servizi a valore aggiunto di Monte Titoli e costi BCE) e che, alla luce delle modifiche accessorie presentate, avranno durata quinquennale.

Gli impegni concernenti la contabilità analitica (impegno *sub 2*)) e la formazione del Comitato degli Utenti (impegno *sub 4*)), una volta che Monte Titoli avrà ottenuto l'autorizzazione da parte di CONSOB e Banca d'Italia ad operare come CSD nazionale, saranno implementati per l'intera durata della citata autorizzazione.

65. Infine, con specifico riferimento all'applicazione delle commissioni nei confronti dei CSD stranieri che, in caso di operazioni transfrontaliere aventi ad oggetto titoli italiani depositati presso Monte Titoli, sono coinvolti nell'attività di *settlement* con il ruolo di *investor-CSD*, si ritiene, alla luce delle evidenze acquisite, che esse attengano al servizio di riallineamento – previsto dalle stesse regole di funzionamento di T2S – il quale risponde a finalità differenti, o comunque ancillari, rispetto a quello di *settlement*. Infatti, il riallineamento operato dagli *investor-CSD*, concernendo esclusivamente attività tra CSD di vari Paesi, è volto ad evitare che, in caso di operazioni finanziarie transfrontaliere (ossia in caso di *settlement* internazionale), gli operatori finanziari (DCP ed ICP) debbano aderire a tutti i CSD nazionali aderenti a T2S. Pertanto, tale servizio consente che il regolamento delle operazioni transfrontaliere avvenga in modo fluido e senza la duplicazione di costi economici ed operativi e, conseguentemente, appare non rilevare in ambito domestico, in quanto servizio tecnico che viene svolto esclusivamente dai CSD.

66. In conclusione, gli impegni proposti, così come emendati dalle modifiche accessorie proposte da Monte Titoli, risultano idonei a risolvere le preoccupazioni concorrenziali che hanno condotto all'apertura del presente procedimento istruttorio. Infatti, anche in virtù del peculiare contesto settoriale e regolatorio, gli impegni proposti offrono un livello di trasparenza rispetto alla struttura e composizione delle tariffe applicate da Monte Titoli tale da ridurre significativamente il rischio che la Parte attui strategie di compressione dei margini. Infatti, la puntuale individuazione dei costi



imputabili a DCP ed ICP rispetto ai servizi erogati dalla stessa BCE, insieme alla contabilità analitica di maggior dettaglio rispetto a quanto previsto dalla CSDR, che sarà predisposta annualmente da Monte Titoli, sono elementi in grado di consentire, ove necessario, un monitoraggio delle condotte di Monte Titoli e di attenuarne la discrezionalità nella formazione dei prezzi dell'operatore dominante, ossia la possibilità che Monte Titoli possa sussidiare le tariffe applicate ad una categoria di intermediari finanziari attraverso le commissioni applicate ad altri operatori. Inoltre, l'eliminazione della scontistica contribuirà all'abbattimento dei profili discriminatori tra i differenti intermediari finanziari che, tra l'altro, con l'imminente creazione del Comitato degli Utenti, potranno interagire con Monte Titoli attraverso la predisposizione di specifici pareri, anche rispetto alle tariffe di *settlement* applicate.

Pertanto, l'insieme degli impegni proposti consente alla totalità degli operatori attivi nel settore del *post-trading* finanziario nazionale e, nello specifico, nell'erogazione dei servizi di *settlement* e di quelli ad esso accessori, di beneficiare del c.d. *level playing field* in virtù della maggiore trasparenza delle tariffe applicate da Monte Titoli rispetto ai servizi essenziali per l'offerta, da parte dei *custodian* e di Monte Titoli, di servizi a valore aggiunto in regime di concorrenza.

67. Anche la durata degli impegni che, per quanto riguarda gli impegni *sub 2)* e *4)*, risulta legata all'autorizzazione di Monte Titoli ad operare come CSD nazionale, appare congrua rispetto al contesto di mercato dove, Monte Titoli, in qualità di unico CSD attivo sul territorio nazionale, beneficia di un particolare potere di mercato.

68. In conclusione, gli impegni presentati da Monte Titoli risultano idonei, nel loro complesso, a superare le preoccupazioni concorrenziali emerse nel corso del procedimento.

## IX. CONCLUSIONI

69. Alla luce di quanto esposto, ed in considerazione del peculiare contesto merceologico, operativo e regolatorio che caratterizza l'erogazione dei servizi di *settlement* attraverso la piattaforma internazionale T2S, gli impegni presentati da Monte Titoli appaiono idonei a far venir meno i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria. In particolare, gli impegni, creando un elevato livello di trasparenza della struttura e composizione delle tariffe di *settlement* applicate da Monte Titoli, risultano tali da ridurre significativamente il rischio che la Parte comprima surrettiziamente i margini dei DCP a vantaggio dei clienti ICP, al fine di realizzare la strategia escludente prospettata nel provvedimento di avvio dell'istruttoria. Inoltre, gli impegni sono idonei a generare effetti positivi nel settore del *post-trading* finanziario consentendo, con specifico riferimento ai servizi di *settlement* ed a quelli ad esso collegati lungo la catena del valore, che il servizio di regolamento delle transazioni, essenziale per la competizione tra *custodian* e CSD, sia accessibile a tariffe trasparenti nella loro struttura e nella loro modalità di applicazione da parte di Monte Titoli.

70. L'Autorità vigilerà sull'esecuzione degli impegni e si riserva ogni ulteriore intervento futuro laddove dovessero essere individuati eventuali profili rilevanti ai sensi della normativa nazionale ed europea a tutela della concorrenza.

RITENUTO, quindi, che gli impegni presentati da Monte Titoli S.p.A. risultano idonei a far venir meno i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria;

RITENUTO di disporre l'obbligatorietà degli impegni presentati da Monte Titoli S.p.A. ai sensi dell'art. 14-ter, comma 1, della legge n. 287/90;

tutto ciò premesso e considerato:

#### DELIBERA

- a) di rendere obbligatori per Monte Titoli S.p.A. gli impegni presentati ai sensi dell'art. 14-ter, comma 1, della legge n. 287/90, nei termini sopra descritti e allegati al presente provvedimento, di cui formano parte integrante;
- b) di chiudere il procedimento senza accertare l'infrazione, ai sensi del medesimo art. 14-ter, comma 1, della legge n. 287/90;
- c) che la società Monte Titoli S.p.A. presenti all'Autorità, entro 30 giorni dalla notifica del presente provvedimento una relazione sull'attuazione degli impegni assunti ed, inoltre, entro il 15 luglio 2019 nonché, successivamente, con cadenza annuale, integri tale relazione con la documentazione relativa alla contabilità analitica di cui all'impegno *sub 2*).

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

Avverso il presente procedimento può essere presentato ricorso al TAR del Lazio, ai sensi dell'articolo 135, comma 1, lettera *b*), del Codice del processo amministrativo (Decreto Legislativo 2 luglio 2010, n. 104), entro sessanta giorni dalla data di notificazione del provvedimento stesso, fatti salvi i maggiori termini di cui all'articolo 41, comma 5, del Codice del processo amministrativo, ovvero può essere proposto ricorso straordinario al Presidente della Repubblica, ai sensi dell'articolo 8, comma 2, del decreto del Presidente della Repubblica 24 novembre 1971, n. 1199, entro il termine di centoventi giorni dalla data di notificazione del provvedimento stesso.

IL SEGRETARIO GENERALE  
*Filippo Arena*

IL PRESIDENTE *ff.*  
*Gabriella Muscolo*

---