

Normativa CSDR: prevenire è meglio che curare?

A cura di

Angelo Luigi Bossi , Responsabile settlement strumenti finanziari, Banco BPM

Tullio Grilli, Responsabile brokerage elettronico, Banca Akros

Il Regolamento sui depositari centrali CSDR n. 909/2014 è uno dei principali regolamenti adottati dalla Commissione Europea dopo la crisi finanziaria del 2008 e rappresenta una tappa fondamentale nel vasto cantiere di armonizzazione del post-trading nell'UE. Coinvolge tutti i partecipanti al mercato UE e tutti i partecipanti al mercato globale e extra UE che regolano le proprie operazioni con un CSD o ICSD nell'UE.

La Central Securities Depositories Regulation, attraverso la parte dedicata alla Settlement discipline, impatta sulla gestione del regolamento titoli, richiedendo agli operatori di mercato di migliorare l'efficienza del regolamento titoli e di ridurre il numero delle operazioni non regolate (fails).

Il regime della Settlement discipline, che entrerà in vigore il prossimo 1° febbraio 2022, oltre a prevedere misure atte a prevenire i mancati regolamenti (es. regolamento parziale, livelli di tolleranza dei controvalori regolati, regole di cancellazione bilaterale, controllo allocazione dei titoli, invio tempestivo delle istruzioni), prevede anche un meccanismo sanzionatorio, quale deterrente, nei confronti di quegli operatori che causano i mancati regolamenti. Vengono introdotti dalla CSDR un meccanismo di penali (cash penalties) per i mancati e ritardati regolamenti ed una procedura obbligatoria di acquisto forzoso del titolo non consegnato (buy-in). Vediamoli più in dettaglio:

- **Cash penalties:** le penali sono applicate dai CSD sulle transazioni che non siano regolate alla data prevista per il regolamento (settlement fail penalty) o siano riscontrate dopo la data prevista di regolamento (late matching fail penalty) a carico degli intermediari finanziari responsabili dei mancati regolamenti/matching. Le penali sono calcolate su base giornaliera per ciascun giorno lavorativo successivo alla data prevista di regolamento fino alla data effettiva di regolamento oppure fino alla fine della procedura di acquisto forzoso (buy-in). I CSD addebitano o riscuotono ogni mese l'importo netto delle penali che ciascun partecipante inadempiente è tenuto a versare. Le penali addebitate mensilmente (penali in malis) verranno accreditate agli operatori che hanno subito il mancato regolamento (penali in bonis): non si configurano quindi come fonte di profitto per i CSD.

Ogni CSD dovrà mettere a punto un sistema di monitoraggio dei mancati regolamenti e fornire comunicazione su base regolare alla Autorità Nazionale competente, tra cui anche comunicazione dei 10 partecipanti con il più alto tasso di operazioni fallite.

- **Buy-in:** la Settlement Discipline introduce l'obbligatorietà del processo di acquisto forzoso. Il buy-in è obbligatorio per tutte le transazioni soggette alle penali che non vengono regolate, per mancata consegna dei titoli, entro un determinato periodo (extension period), che inizia il giorno successivo alla data di regolamento prevista. La durata dell'extension period dipende dalla liquidità dello strumento finanziario e dal mercato di riferimento e può variare dai 4 ai 15 giorni. Il buy-in viene attivato attraverso la nomina di un buy-in agent. La responsabilità dell'avvio, esecuzione e ingaggio del buy-in agent spetta alla controparte centrale (CCP quali Casa Compensazione e Garanzia) per le operazioni negoziate su mercati da

ASSIOM FOREX

Via Monte Rosa, 17

20149 Milano

Tel: 02.654761

Fax: 02.6552973

segreteria@assiomforex.it

www.assiomforex.it

essa garantiti. Nel caso di transazioni non garantite e di transazioni OTC l'esecuzione e la nomina del buy-in agent spetta alla controparte che non ha ricevuto i titoli (Receiving Trading Party). I costi del buy-in e le relative commissioni verranno addebitate alla controparte che non ha consegnato i titoli (Failing Delivering Party), così come la "cash compensation" nel caso in cui il buy-in non sia andato a buon fine.

Si potrebbe quindi dire che prevenire è meglio che curare. Questo alla fine può essere lo slogan che annuncia l'entrata in vigore del prossimo tassello della normativa CSDR.

Focalizzando l'attenzione sugli impatti relativi all'operatività degli intermediari finanziari, vediamo che essi sono chiamati ad intervenire sui propri processi e procedure che governano il regolamento delle operazioni in titoli.

Tali interventi sono relativi sia, e soprattutto, alla prevenzione di ritardati riscontri delle istruzioni o di ritardati regolamenti delle operazioni, sia alla gestione delle penali previste nel caso di manifestino i sopraccitati eventi e delle attività relative al "buy in".

Per quanto riguarda la prevenzione, gli interventi sono relativi all'ulteriore miglioramento di processi che ciascun intermediario dovrebbe avere già in essere, tra cui:

- spunta dei saldi titoli detenuti presso le depositarie, con particolare attenzione alla piazza di regolamento in caso di depositarie "global";
- aggiornamento costante delle istruzioni di regolamento standard previste dalle proprie controparti/broker;
- invio e spunta delle conferme delle operazioni con l'indicazione delle istruzioni di regolamento specifiche per ciascuna operazione, in particolare con l'indicazione della piazza di regolamento;
- spunta pre settlement degli aggregati di regolamento previsti dal mercato o concordati con le controparti/broker;
- anticipazione dell'invio delle istruzioni di regolamento alla propria depositaria, in modo che eventuali mancati riscontri possano essere evidenziati il prima possibile;
- gestione della parzializzazione dei regolamenti in caso l'intermediario o la controparte non abbiano a disposizione l'intera quantità prevista;
- sensibilizzazione dei propri clienti e delle controparti sull'importanza dell'inoltro tempestivo delle istruzioni di regolamento e del loro benessere alla parzializzazione dei regolamenti;
- monitoraggio attento dei mancati riscontri delle operazioni il giorno prima della data valuta e del mancato regolamento delle operazioni alla data valuta prevista.

Per quanto riguarda la gestione delle penali, gli intermediari dovranno giornalmente acquisire le informazioni che gli verranno inviate dalle depositarie, in modo di poter determinare se tali importi derivino da problemi interni, dei clienti o delle controparti, e mensilmente contabilizzare gli importi delle stesse.

Per quanto riguarda infine l'introduzione dell'obbligo di "buy in", gli intermediari dovranno attrezzarsi per poter gestire le diverse attività, molto articolate, previste negli diversi scenari: presenza o meno di una controparte centrale (a cui spetta l'incombenza di attivazione della procedura di buy in) o ruolo dell'intermediario stesso ("failing party" o "receiving party").

La tematica è tutt'oggi ancora molto dibattuta a livello di sistema; la preoccupazione, tra le altre, è il proliferare delle richieste di buy in sulle singole operazioni, che hanno magari ad oggetto titoli poco liquidi, senza avere una visione d'insieme dell'intera "catena" delle operazioni.

ASSIOM FOREX

Via Monte Rosa, 17
20149 Milano

Tel: 02.654761

Fax: 02.6552973

segreteria@assiomforex.it

www.assiomforex.it

ASSIOM FOREX

Via Monte Rosa, 17
20149 Milano

Tel: 02.654761

Fax: 02.6552973

segreteria@assiomforex.it

www.assiomforex.it

Il periodo che ci separa dall'entrata in vigore della normativa dovrà essere sfruttato dagli intermediari per fare il fine tuning dei propri processi e procedure e valutare nel concreto gli impatti economici relativi alle penali, aiutati dalla mesaggistica sulle penali che diversi CSD hanno iniziato ad inviare loro.

E' giusto poi provare anche a chiedersi quali impatti possa avere sull'operatività svolta sui mercati finanziari da tutti gli istituti finanziari che saranno, direttamente o indirettamente, impattati dall'introduzione di questa disciplina. Proviamo qui di seguito a capirlo.

Gli impatti derivanti dall'introduzione della normativa sull'attività di gestione, trading e market making svolta sui mercati finanziari da fondi comuni, hedge fund, fondi pensione, società di gestione dei patrimoni, dalle grandi global house così come dalle realtà finanziarie più piccole e specializzate potrebbero essere in alcuni casi profondi e significativi.

L'entità di tale impatto dipenderà certamente dalle singole asset class su cui l'attività di trading e di investimento è maggiormente concentrata e dalle scelte strategico/organizzative che ogni singolo intermediario deciderà di compiere.

Con riferimento al tema asset class bisogna certamente distinguere tra obbligazioni governative, obbligazioni non governative (tra queste in particolare quelle corporate), azioni, certificates ed etf/etc/etn.

Proviamo a vedere in dettaglio.

Obbligazioni governative: il mercato dei titoli di stato emessi dai principali paesi mondiali è mediamente piuttosto liquido; l'incontro tra i market maker e i market taker avviene mediamente piuttosto agevolmente sia in modalità elettronica su trading venues con diverse microstrutture sia, in misura sempre più contenuta, in maniera tradizionale (chat/telefono).

L'alto livello di liquidità di tali prodotti consente e consentirà anche in futuro, dopo l'introduzione della normativa CSDR, di vendere senza avere l'immediata disponibilità del titolo riacquistandolo prima della chiusura della giornata operativa o addirittura il giorno successivo con valuta di regolamento t+1.

Questi titoli hanno poi spesso un mercato p/t ugualmente liquido che facilita, sia oggi che in futuro, l'assunzione di posizioni "corte" nell'ambito delle proprie strategie di trading direzionale, relative value trading, spread trading ed hedging.

Come conseguenza di quanto scritto sopra, il livello di liquidità e di liquidabilità di gran parte delle obbligazioni governative non dovrebbe cambiare. Il bid/offer spread medio dei book dei mercati dove tali titoli sono quotati non dovrebbe aumentare; la numerosità, la competitività e l'affidabilità dei counter fatti dai market maker nei mercati a request for quote non dovrebbe diminuire.

L'impatto finale può quindi considerarsi sostanzialmente neutro.

Obbligazioni non governative (tra queste in particolare quelle corporate): si tratta di una famiglia di obbligazioni molto ampia composta da diverse asset class; il livello di liquidità di queste obbligazioni può variare in maniera molto significativa anche all'interno della stessa asset class e, in alcuni casi, addirittura tra le obbligazioni emesse dallo stesso emittente.

E' molto difficile quindi arrivare ad una conclusione di sintesi unica come nel caso precedente.

Alcuni spunti possono in ogni caso essere individuati e condivisi.

Il mercato p/t per gran parte delle obbligazioni appartenenti a questa ampia famiglia di titoli è poco liquido; solo nel caso di operazioni di una certa consistenza e solo nel caso di titoli con un flottante sufficientemente elevato sia oggi che in futuro è immaginabile riuscire a coprire posizioni corte con la presa in prestito del titolo attraverso un p/t.

ASSIOM FOREX

Via Monte Rosa, 17
20149 Milano

Tel: 02.654761

Fax: 02.6552973

segreteria@assiomforex.it

www.assiomforex.it

In generale però questa non è e non sarà una strada facilmente percorribile. Oggi è piuttosto diffusa la consuetudine, soprattutto tra gli intermediari esteri, di assumere posizioni corte su questi titoli senza detenerne il possesso ed occupandosi di recuperare e consegnare il titolo solo a fronte di diversi solleciti da parte della controparte a cui il titolo è stato venduto o nel caso di attivazione di un buy-in.

L'introduzione di penali per le consegne ritardate obbligherà una parte degli intermediari ad abbandonare in toto questa pratica non trattando più questi prodotti. Altri intermediari decideranno invece di offrire questi titoli a prezzi superiori rispetto a quelli attuali proprio per tenere in dovuta considerazione i costi da sostenere per una loro consegna ritardata.

In sostanza il bid/offer spread di questi titoli si allargherà rendendo gli stessi meno liquidi rispetto ad oggi; in analogia diminuiranno i market makers disponibili a fare un counter competitivo a fronte di una request for quote ricevuta in acquisto.

In sintesi, l'impatto sulla liquidità e conseguentemente sulla potenziale appetibilità di questi titoli potrà essere significativo variando a seconda dell'emittente e del flottante del titolo.

E' quindi soprattutto questa ampia asset class di obbligazioni che subirà gli impatti più significativi dall'introduzione della normativa CSDR.

Cambieranno le strategie di trading adottate dai market makers, dai daily traders e dai traders di posizione.

Potranno poi cambiare di conseguenza anche le strategie di investimento adottate su questi titoli da fund e asset managers.

Come tutte le normative la cui introduzione comporta importanti cambiamenti e scelte di natura organizzativa ed operativa, anche la CSDR potrà rappresentare per alcuni intermediari una opportunità di business.

Se da un lato infatti, come evidenziato nei passaggi precedenti, la liquidità di alcuni titoli potrebbe diminuire, allo stesso tempo la detenzione degli stessi nei propri portafogli di trading/investimento potrebbe rappresentare una possibilità di business oggi poco percorsa.

In sostanza "prestare" questi titoli attraverso operazioni di p/t di impiego ai soggetti che decidono di vendere gli stessi allo scoperto potrà diventare un'attività che renderà la detenzione degli stessi più redditizia di oggi diminuendo il calo della liquidità di questi titoli.

Già oggi alcune banche on line assicurano tale servizio solo però fra i propri clienti depositanti.

La nascita e la gestione di piattaforme di p/t dedicate a tali prodotti o l'ampliamento di quelle già oggi esistenti e destinate solo ai titoli di stato potrebbe rappresentare un elemento di crescita importante del mercato dei p/t delle obbligazioni meno liquide con conseguente impatto positivo sulla liquidità di questi titoli.

Azioni: l'introduzione della CSDR potrà impattare sull'operatività di short selling effettuata sui prodotti azionari indipendentemente dalla strategia di trading che muove tale attività.

Certamente le azioni il cui mercato repo (prestito titoli) è meno liquido saranno più significativamente impattate; su tutte le altre azioni, al pari delle obbligazioni governative, l'impatto finale sarà sostanzialmente neutro.

Diventeranno essenziali però gli interventi organizzativi ed informatici in grado di minimizzare il rischio che posizioni corte sfuggano e vengano coperte in ritardo incappando conseguentemente nelle penali previste dalla normativa in oggetto.

Certificates: l'introduzione della normativa CSDR renderà ancora più difficoltoso di oggi l'assunzione di posizione short su questa tipologia di strumento finanzia-

ASSIOM FOREX

Via Monte Rosa, 17

20149 Milano

Tel: 02.654761

Fax: 02.6552973

segreteria@assiomforex.it

www.assiomforex.it

rio.

Non esistendo un mercato repo per questi prodotti con l'introduzione delle penali previste dalla normativa CSDR, l'assunzione di posizioni corte risulterà una scelta di trading molto aggressiva ed economicamente pericolosa/costosa.

E' possibile quindi che una parte importante degli intermediari che oggi operano andando "corti" su questi strumenti abbandonino questa strategia operativa con conseguente impatto negativo sulla liquidità e liquidabilità degli strumenti stessi.

etf/etc/etn: per via delle proprie caratteristiche intrinseche, è questa l'asset class che dovrebbe essere meno impattata dall'introduzione della normativa in questione; alcuni di questi prodotti infatti consentono, acquistandoli su uno dei mercati di quotazione, di andare corti del sottostante senza la necessità di tenere il sottostante stesso.

La liquidità di tali strumenti, da tempo in continua e profonda crescita, potrebbe quindi beneficiarne ulteriormente.

Tutti gli intermediari finanziari, a prescindere dall'attività svolta e a prescindere dalle strategie di investimento o di trading, dovranno in ogni caso attrezzarsi per individuare per tempo eventuali posizioni corte non volute o posizioni corte figlie della strategia di investimento/trading selezionata.

Gli interventi tecnico/organizzativi necessari rappresentano di sicuro una nuova sfida per la nostra "industry"; come sempre chi sarà in grado di effettuare tali scelte nella maniera e nei tempi più consoni ne potrà derivare un vantaggio competitivo ed economico non indifferente.

Chi invece tarderà ad effettuare tutti gli interventi necessari o compirà delle scelte di business non adeguate rischierà di subire pesanti impatti negativi.

La sfida è aperta.