



Regolamento europeo sul regime pilota DLT

Nota di Aggiornamento

Dicembre 2022

Premessa

Il 2 giugno 2022 è stato pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il Regolamento che introduce un regime pilota sulle Distributed Ledger Technologies - DLT (Regolamento UE n. 858/2022 del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti UE n. 600/2014 e UE n. 909/2014 e la Direttiva 2014/65/UE, di seguito "Regolamento").

Il Regolamento, che entrerà in vigore il 23 marzo 2023, rientra nel Pacchetto sulla Finanza digitale presentato dalla Commissione europea il 24 settembre 2020, al fine di cogliere le opportunità offerte dalle tecnologie digitali in ambito finanziario, a vantaggio di imprese e consumatori, assicurando sicurezza nelle transazioni.

L'obiettivo è quello di avviare una sperimentazione temporanea della tecnologia DLT nell'area del trading e post-trading di cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari ai sensi della MiFID II (Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari).

La sperimentazione prevista dal Regolamento consentirà alle autorità competenti di maturare esperienze utili sull'utilizzo della tecnologia DLT nell'area del trading e post-trading di strumenti finanziari, anche ai fini della ridefinizione del framework di riferimento.

Definizioni e ambito di applicazione

Il Regolamento sul regime pilota DLT, come accennato in precedenza, introduce una sperimentazione temporanea sull'infrastruttura basata su tecnologie a registro distribuito la cui operatività è limitata alla circolazione di cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari ai sensi della MiFID II, normativa modificata dallo stesso Regolamento per prevedere che tra gli strumenti finanziari siano compresi gli "strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito".

A tale proposito, la disciplina precisa (articolo 2, punto 11) che per "strumento finanziario DLT" si intende lo strumento "emesso, registrato, trasferito e stoccato mediante la tecnologia a registro distribuito", intendendo per registro distribuito un "archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso" (articolo 2, punto 2).

La sperimentazione riguarderà i seguenti strumenti finanziari DLT (articolo 3, comma 1):

- azioni il cui emittente abbia una capitalizzazione di mercato o una capitalizzazione di mercato provvisoria inferiore a 500 milioni di euro;
- obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato, comprese le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario, con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di euro, esclusi quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato. Sono escluse dal calcolo della soglia le obbligazioni societarie emesse da emittenti la cui capitalizzazione di mercato non superi i 200 milioni di euro al momento della loro emissione;

- quote di organismi di investimento collettivo, il cui valore di mercato delle attività gestite sia inferiore a 500 milioni di euro.

Il valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione su un'infrastruttura di mercato DLT o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT non può superare i 6 miliardi di euro al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione iniziale di un nuovo strumento finanziario DLT.

Qualora il valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT abbia raggiunto i 9 miliardi di euro, il gestore dell'infrastruttura di mercato DLT è tenuto ad attivare una specifica "strategia di transizione" (disciplinata dall'articolo 7, paragrafo 7, del Regolamento) con l'obiettivo di ridurre l'attività per farla rientrare nei suddetti limiti.

È previsto che le autorità competenti di ciascuno Stato membro possano fissare soglie inferiori, sia con riguardo ai singoli strumenti ammessi alla negoziazione o registrati da un'infrastruttura di mercato DLT sia con riguardo al valore di mercato aggregato della stessa.

Il Regolamento, come detto in precedenza, entrerà in vigore il 23 marzo 2023.

Da tale data si avvierà la sperimentazione per un periodo di 3 anni, prorogabile di ulteriori 3 anni sulla base di future valutazioni demandate all'European Securities and Markets Authority (ESMA).

A tale proposito, decorsi i 3 anni della sperimentazione, l'ESMA dovrà presentare alla Commissione europea una relazione sull'applicazione del regime in tutta l'Unione europea. Sulla base di tale relazione, la Commissione europea potrà proporre al Parlamento europeo e al Consiglio di porre fine al regime ovvero di estenderlo per un ulteriore periodo di 3 anni o di modificarlo ed estenderlo ad altri strumenti finanziari, o di renderlo permanente.

Negoziazione e regolamento degli strumenti finanziari DLT

Ai sensi del Regolamento, per la negoziazione e il regolamento degli strumenti finanziari DLT ammessi alla sperimentazione sono individuate, oltre a due categorie di infrastrutture di mercato, ispirate alla normativa vigente (il sistema multilaterale di negoziazione MTF DLT in cui saranno ammessi solo strumenti finanziari DLT; il sistema di regolamento titoli SS DLT dedicato alla regolazione di operazioni in strumenti finanziari DLT), anche una terza infrastruttura, la TSS DLT, che potrà gestire sia le attività di negoziazione che di post-negoziazione con riferimento agli strumenti finanziari DLT ammessi alla sperimentazione.

Tale infrastruttura rappresenta una delle principali innovazioni introdotte dal Regolamento ai fini della sperimentazione, dal momento che comporta il superamento del principio di separazione delle attività di negoziazione e post-negoziazione all'interno di un'unica entità così come previsto dalle norme attualmente vigenti.

In dettaglio:

- un MTF DLT (Multilateral Trading Facilities DLT) è un sistema multilaterale di negoziazione come definito nella MiFID II, in cui saranno ammessi alla negoziazione solo strumenti finanziari DLT. Tale infrastruttura di mercato è quindi soggetta ai requisiti

applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti sia dalla stessa MiFID II sia dal Regolamento MiFIR (Regolamento UE n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari), salvo le specifiche esenzioni che possono essere richieste ai sensi del Regolamento;

- un SS DLT (Settlement System DLT) è un sistema dedicato alla regolazione di operazioni in strumenti finanziari DLT (attività di post-negoziazione). Il depositario centrale di titoli (Central Securities Depository – CSD) che gestirà un SS DLT sarà soggetto ai requisiti applicabili ai depositari centrali di titoli che gestiscono un sistema di regolamento titoli ai sensi del Regolamento CSDR (Regolamento UE n. 909/2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'UE e ai depositari centrali di titoli), salvo, anche in questo caso, le specifiche esenzioni che possono essere richieste ai sensi del Regolamento;
- un TSS DLT (Trading and Settlement System DLT) è un sistema dedicato sia alle attività di negoziazione che di post-negoziazione di strumenti finanziari DLT. Tale infrastruttura di mercato può essere gestita da un'impresa di investimento autorizzata a gestire un mercato regolamentato ai sensi della MiFID II o autorizzata in qualità di depositario centrale di titoli. In ambedue i casi, il sistema è soggetto sia ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione, sia a quelli applicabili ai depositari centrali di titoli, cumulando le specifiche esenzioni che possono essere richieste ai sensi del Regolamento.

Ai sensi del Regolamento, la negoziazione sulle infrastrutture di mercato DLT è, altresì, soggetta al Regolamento UE n. 596/2014 in materia di abusi di mercato.

Infrastrutture di mercato DLT: autorizzazione ed esenzioni

Per gestire i tre sistemi di negoziazione e regolamento degli strumenti finanziari descritti in precedenza è necessario richiedere e ottenere un'apposita autorizzazione dall'autorità nazionale competente, che avrà una durata massima di 6 anni e sarà valida in tutta l'Unione europea.

In particolare, la richiesta di autorizzazione per la gestione di un'infrastruttura DLT può essere effettuata:

- da un'impresa di investimento o da un gestore di mercato, per il sistema di negoziazione;
- da un depositario centrale di titoli, per il sistema di regolamento;
- da un'impresa di investimento autorizzata alla gestione di un mercato regolamentato o autorizzata in qualità di depositario centrale di titoli, per il sistema di negoziazione e post-negoziazione.

L'autorizzazione è condizionata alla presentazione da parte dei soggetti interessati di un set di informazioni descrittive delle tecnologie e del funzionamento del mercato che si intende gestire. Tale set di informazioni deve contenere, tra l'altro, anche la descrizione della strategia di transizione che sarà utilizzata dal richiedente in caso di riduzione dell'attività sull'infrastruttura DLT, comprese le modalità di una eventuale riconversione della stessa attività a quella basata su infrastrutture di mercato tradizionali (vale a dire: in caso di riduzione dell'attività per superamento del limite sul valore delle operazioni consentite, per revoca o sospensione dell'autorizzazione o per la cessazione dell'attività).

Rispetto alle normative di riferimento relative ai tre sistemi di negoziazione e regolamento richiamate in precedenza, il Regolamento stabilisce alcune specifiche deroghe ed esenzioni.

Con specifico riferimento al **sistema di negoziazione DLT**, in deroga all'obbligo di avvalersi di intermediari finanziari autorizzati previsto dalla disciplina MiFID II, è possibile che (in base all'articolo 4 del Regolamento) il gestore possa richiedere e ottenere all'autorità competente una specifica autorizzazione affinché siano ammesse, in qualità di partecipanti e membri del sistema, persone fisiche e giuridiche che negoziano per conto proprio (investitori non professionali). In questo modo viene valorizzata la capacità della tecnologia DLT di consentire a investitori non professionali di negoziare operazioni direttamente tra di loro.

Tali investitori non professionali devono tuttavia soddisfare una serie di requisiti. In particolare:

- devono godere di sufficiente buona reputazione;
- devono disporre di un livello sufficiente di capacità, competenza ed esperienza di negoziazione, compresa la conoscenza del funzionamento della tecnologia a registro distribuito;
- non devono essere i market maker nel sistema di negoziazione;
- non devono utilizzare sul sistema una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza;
- non devono fornire ad altre persone l'accesso elettronico diretto al sistema;
- non devono negoziare per proprio conto quando eseguono ordini dei clienti sull'infrastruttura DLT;
- devono fornire un consenso informato alla negoziazione nel sistema in qualità di membri o partecipanti e dichiarare che sono stati informati circa i potenziali rischi connessi all'utilizzo dello stesso sistema per negoziare gli strumenti finanziari DLT.

In ogni caso, l'autorità competente può chiedere che siano soddisfatti ulteriori requisiti a tutela degli investitori ammessi al sistema di negoziazione DLT in qualità di membri o partecipanti, proporzionati al loro profilo di rischio.

Il gestore di un sistema di negoziazione DLT può inoltre richiedere l'esenzione dai requisiti di segnalazione delle operazioni di negoziazione previsti dall'art. 26 del Regolamento MiFIR, purché provveda a registrarle e ammetta, in qualità di osservatore, la presenza sul sistema dell'autorità competente affinché questa possa accedere direttamente alle suddette registrazioni.

Un gestore che richiede un'esenzione è tenuto a dimostrare che la stessa è proporzionata e giustificata dall'uso della tecnologia DLT e limitata al sistema di negoziazione DLT e non estesa a eventuali altri sistemi multilaterali di negoziazione gestiti.

Riguardo ai **sistemi di regolamento DLT**, il Regolamento prevede che un depositario centrale di titoli che gestisce il sistema possa richiedere, ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento, l'esenzione dai seguenti obblighi connessi alla registrazione degli strumenti finanziari previsti dalla CSDR:

- di registrare i titoli mediante scrittura contabile;
- di assicurare l'integrità dell'emissione, ossia di garantire che il numero di titoli emessi sia pari al quantitativo di titoli registrati nei conti titoli dei partecipanti;
- di mantenere registri e contabilità in modo da permettere la segregazione dei titoli di ogni partecipante.

L'autorità competente può esentare un depositario centrale di titoli che gestisce il sistema dai suddetti obblighi, a condizione che lo stesso garantisca quanto meno che:

- gli strumenti finanziari DLT siano registrati nel registro distribuito;
- il numero di strumenti finanziari DLT registrati eguagli la somma di quelli emessi;
- le registrazioni consentano di segregare gli strumenti finanziari DLT di un membro, partecipante, emittente o cliente, da quelli di qualsiasi altro membro, partecipante, emittente o cliente;
- non ammetta gli scoperti su titoli, i saldi debitori, né la creazione o la cancellazione impropria di titoli.

Il gestore può, altresì, richiedere l'esenzione dai seguenti obblighi previsti dalla CSDR:

- di intermediazione, in base al quale possono essere ammessi come partecipanti a un sistema di regolamento esclusivamente i soggetti di cui all'art. 2 lett. f) della Direttiva 98/26/CE che disciplina il regolamento delle operazioni nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (ad esempio, enti creditizi, imprese di investimento, controparti centrali). In particolare, possono essere ammessi persone fisiche e giuridiche a condizione che tali persone: a) godano di sufficiente buona reputazione; b) dispongano di un livello sufficiente di capacità, competenza, esperienza e conoscenza del Regolamento, del funzionamento della tecnologia DLT e della valutazione dei rischi; c) abbiano dato il consenso informato al fine di essere inclusi nel regime pilota e siano adeguatamente informate della sua natura sperimentale e dei potenziali rischi ad esso associati;
- di consentire l'accesso ad altri depositari centrali di titoli o infrastrutture di mercato, purché il gestore dimostri che l'uso della tecnologia DLT è incompatibile con i sistemi di altri depositari centrali o di altre infrastrutture di mercato oppure che la concessione di tale accesso ad altro depositario o ad altra infrastruttura di mercato tramite i sistemi esistenti comporterebbe costi sproporzionati;
- di consentire un accesso equo e aperto ai soggetti che intendano partecipare, purché siano proposte misure compensative in proposito;
- di essere autorizzato dall'autorità competente sull'estensione e l'esternalizzazione delle attività e dei servizi. L'esenzione da tale autorizzazione è concessa esclusivamente nel caso di esternalizzazione a terzi di un servizio di base, a condizione che questo sia incompatibile con l'uso della tecnologia DLT;
- di assicurare il carattere definitivo dei trasferimenti di titoli e contante, a condizione che il gestore proponga misure compensative in proposito, come ad esempio misure volte a consentire che il sistema regoli le operazioni in strumenti finanziari DLT quasi in tempo

reale o in giornata e comunque non oltre il secondo giorno lavorativo successivo alla conclusione dell'operazione;

- relativi alle misure per prevenire i mancati regolamenti e la gestione degli stessi, fermo restando che il gestore debba in ogni caso stabilire e adottare misure compensative al riguardo;
- di regolare i pagamenti in contanti attraverso conti aperti presso una banca, purché sia garantito il regolamento sulla base della “consegna contro pagamento”, ossia assicurando che la consegna dei titoli DLT avvenga contemporaneamente al relativo pagamento. Il regolamento dei pagamenti è effettuato tramite moneta di banca centrale, anche in forma tokenizzata, se pratico o possibile oppure, ove non sia pratico o possibile, tramite i conti del gestore o tramite moneta di banca commerciale, anche in forma tokenizzata, oppure utilizzando token di moneta elettronica.

Al sistema DLT che presta congiuntamente sia i servizi di negoziazione sia i servizi di post-negoziazione sono applicabili, in via cumulativa, le esenzioni previste dal Regolamento per i sistemi di negoziazione e di regolamento DLT.

Adeguamento del contesto normativo italiano per consentire la sperimentazione

Per l'avvio della sperimentazione a livello italiano è necessario un provvedimento ad hoc che delinei una disciplina nazionale, la cui emanazione è attesa nel 2023.

Attualmente, è allo studio l'introduzione, in una prima fase, di un regime normativo a carattere transitorio che consenta l'applicazione delle tecnologie DLT solo ad alcuni strumenti finanziari (obbligazioni emesse dalle S.p.A), a circolazione limitata tra investitori professionali. In una seconda fase, sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari.

Si segnala, inoltre, che la Banca d'Italia, a giugno scorso, ha pubblicato una comunicazione (Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività) rivolta a tutti i soggetti vigilati, agli operatori sorvegliati nell'ambito del sistema dei pagamenti e ai fornitori di servizi tecnologici, nel riconoscere i benefici dell'utilizzo dell'infrastruttura DLT (ad esempio in termini di incremento dell'efficienza nell'offerta di servizi finanziari, ampliamento degli orari di operatività, riduzione di tempi e costi delle transazioni e aumento della concorrenza), sottolinea tuttavia l'esigenza di disporre di adeguati presidi per attenuare i rischi connessi all'impiego della DLT.

Nello specifico, nella Comunicazione della Banca d'Italia, sono evidenziate le seguenti indicazioni a cui gli intermediari operanti in cripto-attività dovrebbero attenersi per valutare e presidiare adeguatamente i rischi connessi a tale operatività: a) coinvolgimento tempestivo degli organi di governo aziendale e delle funzioni di controllo e adeguatezza dei flussi informativi verso gli stessi sull'esposizione ai rischi; b) possesso di idonee competenze da parte degli organi aziendali e delle funzioni di controllo; c) coerenza degli assetti organizzativi rispetto alle iniziative intraprese; d) gestione del rischio di outsourcing.



Oltre al rispetto di tali principi, è altresì evidenziata agli intermediari l'esigenza di garantire:

- a) un'adeguata definizione delle fasce di clientela a cui si intende offrire prodotti o servizi in cripto-attività;
- b) la correttezza del rapporto con la clientela;
- c) la mitigazione delle nuove dimensioni che potrebbero assumere i rischi finanziari;
- d) l'adozione dei presidi per il contenimento dei rischi operativi, in particolare il rischio informatico.

Sono, inoltre, richiamate le avvertenze per gli utenti sulla rischiosità delle cripto-attività, con particolare riguardo a tecniche pubblicitarie ingannevoli o comunque non consuete, anche tramite social media ed influencer, ribadendo l'importanza di curare l'informativa per gli operatori.