

ATTUALITÀ

# Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato

08 Luglio 2022

**Giacchino Amato**, Deloitte Legal  
**Rachel Benvenuto**, Deloitte Legal



**Gioacchino Amato**, Deloitte Legal  
**Rachel Benvenuto**, Deloitte Legal

> **Gioacchino Amato**

Gioacchino Amato è partner di Deloitte Legal ed è responsabile della practice di Equity Capital Markets. Gioacchino ha maturato considerevole esperienza in materia di IPO, OPA, diritto regolamentare bancario e finanziario, intermediari 106TUB, società quotate nei mercati regolamentati, SGR. Ha seguito numerosi procedimenti autorizzativi in tema di crowdfunding. Gioacchino si occupa anche di innovazione finanziaria e quindi blockchain e fintech. Opera nel settore Banking and Finance e si occupa anche di Project Financing. Gioacchino è entrato in Deloitte Legal come partner nel 2018. In precedenza, ha lavorato in Consob ed ha ricoperto il ruolo di Director presso un prestigioso studio internazionale.

In data 30 maggio 2022 è stato approvato il Regolamento 2022/858 (il "**Regolamento**") relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito ("**DLT**").

Il Regolamento, il quale troverà applicazione a partire dal 23 marzo 2023, istituisce e disciplina nuove infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia DLT per la negoziazione e il regolamento di cripto-asset qualificabili come strumenti finanziari ai sensi dell'Allegato I Sezione C della Direttiva (UE) 2014/65 ("**MiFID II**") (cd. *crypto-securities*).

L'obiettivo perseguito dal legislatore europeo mediante il Regolamento è di consentire e promuovere lo sviluppo di tecnologie basate su registri distribuiti e, in particolare, l'emissione, la negoziazione e il regolamento delle *crypto-securities*, senza prescindere dall'esigenza di garantire la protezione degli investitori, la trasparenza dei mercati nonché la stabilità finanziaria.

L'interesse comunitario a testare, promuovere e regolamentare tale mercato emerge dal considerando n. 1 del Regolamento il quale afferma che: "*È importante garantire che la legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari sia adeguata all'era digitale e contribuisca a creare un'economia pronta per le sfide del futuro e al servizio delle persone, anche consentendo l'uso di tecnologie innovative. L'Unione ha interesse politico a esplorare, sviluppare e a promuovere la diffusione di tecnologie trasformative nel settore finanziario, compresa la diffusione della tecnologia a registro distribuito («DLT»). [...]»*"

A tal fine, vengono definite e disciplinate le seguenti **tre nuove infrastrutture di mercato**:

- 1) il sistema multilaterale di negoziazione DLT ("**MTF DLT**"), in cui verranno ammessi alla negoziazione esclusivamente strumenti finanziari DLT. In particolare, gli MTF DLT saranno soggetti ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti dalla MiFID II e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 ("**MiFIR**");
- 2) il sistema di regolamento DLT ("**SS DLT**"), ossia il sistema che regolerà operazioni in strumenti finanziari DLT "*contro pagamento o consegna*", permettendo altresì la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT ovvero consentendo la prestazione di servizi di custodia in relazione a detti strumenti. In particolare, il depositario centrale di titoli ("**CSD**") che gestirà il SS DLT sarà soggetto ai requisiti applicabili ai depositari centrali di titoli che gestiscono un sistema di rego-

lamento titoli ai sensi del Regolamento (UE) n. 909/2014 (“**CSDR**”);

- 3) il sistema di negoziazione e regolamento DLT (“**TSS DLT**”), ossia il sistema che gestirà sia le attività di negoziazione che di post-negoziazione degli strumenti finanziari DLT. Nel dettaglio, il TSS DLT potrà essere gestito, alternativamente, da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato, ovvero da un depositario centrale di titoli. In entrambi i casi, tale sistema sarà soggetto sia ai requisiti applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti dal MiFIR e dalla MiFID II nonché a quelli applicabili ai depositari centrali di titoli di cui al CSDR.

Nonostante le infrastrutture DLT siano soggette ai requisiti applicabili alle tradizionali infrastrutture di mercato, si segnala che le stesse possono **essere esentate dall’applicazione di determinati requisiti previsti dalla normativa comunitaria in materia finanziaria** i quali “*non sono pienamente adatti alle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari o all’uso della tecnologia a registro distribuito*”<sup>1</sup>.

In altri termini, il legislatore comunitario ha preso coscienza della sussistenza di taluni vincoli giuridico-finanziari che costituiscono un ostacolo allo sviluppo della tecnologia DLT applicata alla finanza, potendo essere oggetto di deroga in seno alle infrastrutture DLT purché gli obiettivi ivi sottesi – *i.e.* la trasparenza delle operazioni e la sicurezza e stabilità del mercato finanziario – siano comunque garantiti dall’utilizzo della tecnologia a registro distribuito.

In particolare, per quanto attiene agli MTF DLT, si evidenzia che, in deroga all’obbligo di avvalersi di intermediari finanziari autorizzati previsto dalla disciplina MiFID, il gestore è legittimato a richiedere ed ottenere una specifica autorizzazione rilasciata dall’Autorità nazionale competente affinché siano **ammesse, in qualità di partecipanti e membri del sistema, persone fisiche e giuridiche che negoziano per conto proprio**. Viene dunque valorizzata la capacità della tecnologia DLT di consentire ai soggetti interessati di concludere operazioni direttamente tra i medesimi, senza dover ricorrere ad un soggetto all’uopo autorizzato (cd. “*disintermediazione*”).

<sup>1</sup> Cfr. considerando n. 5 del Regolamento.

Nello specifico, le persone fisiche e giuridiche che intendono assumere la qualifica di partecipante e membro di un MTF DLT devono rispettare i requisiti indicati dall’art. 4, par. 2 del Regolamento, tra le quali viene annoverata la necessità di disporre di un livello sufficiente di “*capacità, competenza ed esperienza di negoziazione, compresa la conoscenza del funzionamento della tecnologia a registro distribuito*”<sup>2</sup>.

Inoltre, per avvalersi della predetta esenzione, l’MTF DLT è tenuto, *inter alia*, a: (i) dimostrare che la stessa risulti proporzionata e giustificata dalla tecnologia DLT, (ii) soddisfare gli obblighi di *disclosure* informativa e di sicurezza e affidabilità informatica dei dispositivi utilizzati ai sensi dell’art. 7 del Regolamento, (iii) adottare le misure compensative eventualmente richieste dall’Autorità nazionale competente affinché gli obiettivi sottesi alle disposizioni derogate siano assicurati.

In relazione agli SS DLT, si segnala che tali infrastrutture di mercato sono legittimate a richiedere l’esenzione dai seguenti obblighi:

- (i) set di obblighi connessi alla **registrazione degli strumenti finanziari mediante scrittura contabile**. In particolare, l’art. 5, par. 2 del Regolamento consente agli SS DLT di richiedere l’esenzione dall’applicazione delle disposizioni del CSDR facenti riferimento alla cd. “*forma dematerializzata*”, ossia la circostanza in base alla quale specifici strumenti finanziari esistono sottoforma di registrazioni in scritture contabili, e ai “*conti titoli*”, *i.e.* i conti sui quali i titoli possono essere accreditati.

Inoltre, la predetta disposizione consente altresì di derogare a:

- l’obbligo di registrazione dei titoli mediante scrittura contabile;
- l’obbligo 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;

<sup>2</sup> Si segnala altresì che gli MTF DLT sono legittimati a richiedere l’esenzione dall’obbligo di segnalare all’Autorità competente le operazioni in strumenti finanziari ivi avvenute previsto dall’art. 26 del MiFIR, purché provvedano a registrare le predette operazioni e ammettano, all’interno dell’MTF DLT, l’Autorità competente in qualità di osservatore affinché possa accedere direttamente alle registrazioni medesime.

- l'obbligo di mantenere registri e contabilità in modo da permettere la segregazione dei titoli di ogni partecipante.

In ogni caso, affinché l'SS DLT possa beneficiare delle suddette esenzioni, il medesimo è tenuto a garantire che: (a) gli strumenti finanziari DLT siano registrati nel registro distribuito; (b) il numero di strumenti finanziari DLT registrati eguagli la somma degli strumenti finanziari DLT emessi; (c) le registrazioni consentano di segregare gli strumenti finanziari DLT ivi registrati;

- (ii) obbligo di intermediazione, in base al quale possono essere ammessi come partecipanti ad un depositario centrale di titoli esclusivamente i soggetti di cui all'art. 2 lett. f) della Direttiva 98/26/CE (es. enti creditizi, imprese di investimento, controparti centrali). In particolare, gli SS DLT possono consentire l'accesso in qualità di partecipanti a persone fisiche e giuridiche a condizione che rispettino i requisiti di cui all'art. 5, par. 5 del Regolamento;
- (iii) obbligo di consentire l'accesso ad altri depositari centrali di titoli o infrastrutture di mercato su base non discriminatoria. Al riguardo, l'SS DLT è tenuto comunque ad assicurare un accesso equo e aperto ai soggetti che intendono divenire partecipanti;
- (iv) obbligo di assicurare il carattere definitivo dei trasferimenti di titoli e contante in un sistema di regolamento titoli di cui all'art. 39 del CSDR, fermo restando che l'SS DLT debba in ogni caso stabilire e adottare misure compensative per attenuare i rischi derivanti dall'eventuale insolvenza dei partecipanti;
- (v) obbligo di regolare i pagamenti in contanti attraverso conti aperti presso una banca previsto dall'art. 40 del CSDR purché sia garantito il regolamento sulla base della "consegna contro pagamento", ossia assicurando che la consegna dei titoli DLT avvenga contemporaneamente al relativo pagamento. Inoltre, agli SS DLT è consentito il regolamento dei pagamenti tramite moneta di banca centrale, conti del depositario centrale di titoli, conti aperti presso un ente creditizio ("moneta di banca commerciale") nonché mediante *token* di moneta elettronica.

Con riferimento ai TSS DLT, come previamente indicato, tale infrastruttura di mercato presterà sia i servizi di negoziazione che i servizi di post-negoziazione, derogando al sistema legislativo finanziario

vigente il quale impone, in un'ottica di salvaguardia della sicurezza e stabilità finanziaria, la registrazione dei titoli presso un soggetto diverso rispetto al gestore delle sedi di negoziazione.

Inoltre, ai TSS DLT sono applicabili, in via cumulativa, le esenzioni previste dal Regolamento per gli MTF DLT e SS DLT sopra indicate.

Giova inoltre evidenziare che le infrastrutture DLT consentiranno l'accesso e le negoziazioni esclusivamente agli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito qualificabili come azioni, obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato o strumenti del mercato monetario ovvero quote di OICVM. Al riguardo, nell'ottica di limitare eventuali rischi alla stabilità finanziaria, viene altresì stabilito un quantitativo massimo di strumenti finanziari DLT ammissibili o registrabili in una determinata infrastruttura DLT, i quali devono avere un valore aggregato non superiore a € 6.000.000.000,00.

Si segnala, infine, che per gestire un MTF DLT, un SS DLT ovvero un TSS DLT è necessario richiedere e ottenere un'apposita autorizzazione rilasciata dall'Autorità nazionale competente avente durata massima pari a sei anni. L'autorizzazione è condizionata alla presentazione di un set informativo il quale deve contenere, *inter alia*, la descrizione delle misure che consentiranno la transizione o la riconversione delle operazioni basate sulla tecnologia DLT ad infrastrutture di mercato tradizionali.

Difatti, si rammenta che il Regolamento 2022/858 realizza un regime pilota, *rectius* sperimentale, per consentire, da una parte, agli operatori di applicare la tecnologia DLT ai servizi finanziari e, dall'altra, "all'ESMA e alla Commissione di raccogliere un set utile di dati sul funzionamento del regime pilota" affinché l'Unione Europea possa "svolgere un ruolo di leadership per quanto riguarda gli strumenti finanziari in forma tokenizzata e contribuire allo sviluppo di un mercato secondario per tali attività" (cfr. considerando n. 7 del Regolamento).

Risulta di notevole rilevanza, infine, segnalare che il Regolamento ha modificato la definizione di strumenti finanziari prevista dalla MiFID II di cui all'art. 4, par. 1, punto 15 la quale prevede che per "strumento finanziario" s'intende "qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito", cristallizzando in tal modo una nozione di strumenti finanziari comprensiva dei *security tokens*.

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it)