

ATTUALITÀ

Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology

Analisi del nuovo DLT Pilot Regime

13 Luglio 2022

Filippo Annunziata, Professore Associato di Diritto dei Mercati Finanziari,
Università Luigi Bocconi; Partner, Annunziata & Conso

Andrea Minto, Professore Associato di Diritto e Regolamentazione dei Mercati Finanziari,
Università Ca' Foscari; Of Counsel, Annunziata&Conso



Filippo Annunziata, Professore Associato di Diritto dei Mercati Finanziari, Università Luigi Bocconi; Partner, Annunziata&Conso

Andrea Minto, Professore Associato di Diritto e Regolamentazione dei Mercati Finanziari, Università Ca' Foscari; Of Counsel, Annunziata&Conso

> Filippo Annunziata

Filippo Annunziata è Professore associato di Diritto dei mercati finanziari nell'Università Luigi Bocconi, Milano. Le principali aree di specializzazione riguardano il diritto societario, commerciale, bancario, finanziario, assicurativo, degli emittenti quotati e gestione collettiva del risparmio.

> Andrea Minto

Andrea Minto è professore associato di Diritto e regolamentazione dei mercati finanziari nell'Università Ca' Foscari Venezia. Le principali aree di specializzazione riguardano il diritto commerciale e societario, la regolamentazione e la vigilanza nel settore bancario e finanziario, la disciplina antiriciclaggio, l'innovazione finanziaria (FinTech).

1. Introduzione

Il processo di edificazione del nuovo mercato digitale dei servizi finanziari all'interno dell'UE procede in modo rapido. Annunciato dalla Commissione Europea nel settembre 2020, il corpus normativo sta prendendo velocemente forma: se, qualche giorno fa, è stato raggiunto l'accordo politico sul più importante dei tre Regolamenti proposti dalla Commissione (il c.d. MiCA), lo scorso 2 giugno 2022 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'UE il Regolamento (UE) 2022/858 "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 "DLT pilot regime"). Anche sul terzo Regolamento, il c.d. DORA, è stato da poco raggiunto l'accordo politico.

La pubblicazione del DLT pilot regime costituisce, a breve distanza da MiCA, un passo importante nella direzione tracciata dal più ampio ed ambizioso disegno sottostante il c.d. *Digital Finance Package*². Esso si focalizza sulle connessioni tra finanza tradizionale e quella che si avvale di tecnologie decentralizzate, introducendo un regime sperimentale che sarà di ausilio anche per affrontare le preoccupazioni manifestate a più riprese dalle autorità di supervisione circa i rischi connessi con l'impiego delle tecnologie decentralizzate e/o con l'operatività in cripto-attività³.

2. Gli obiettivi del Regolamento

Il DLT pilot si pone l'obiettivo di accompagnare il processo di sviluppo del mercato secondario delle cripto attività e l'adozione della DLT nell'area del *trading* e del *post-trading*, dando il tempo - tanto agli

¹ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, disponibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>.

² Oltre al regolamento qui in esame, il "pacchetto" contempla come noto anche il Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR) e il Digital Operational Resilience Act (DORA). Il primo - che è stato approvato il 30 giugno 2022 - introduce una disciplina armonizzata per l'emissione e l'offerta al pubblico di cripto-attività, nonché per i relativi servizi (es. di negoziazione e portafoglio digitale); il secondo ha invece come obiettivo il rafforzamento della resilienza operativa digitale dell'intero settore finanziario, anche attraverso l'introduzione di un regime di sorveglianza sui fornitori critici di servizi ICT, tra i quali potrebbero rientrare coloro che prestano servizi funzionali alla gestione delle cripto-attività.

³ Cfr. da ultimo, con riguardo all'Italia, Banca d'Italia, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, giugno 2022.

operatori di mercato quanto ai regolatori e supervisori di settore – di testare l’impatto di queste nuove tecnologie, al fine di sfruttarne le opportunità e minimizzare i rischi. Il DLT pilot introduce dunque un regime basato sul c.d. approccio “*sandbox*” che ammette esenzioni e deroghe temporanee ai requisiti regolamentari specifici previsti dalla legislazione finanziaria europea (ad es. MiFID II, CSDR) proprio per consentire l’apertura di spazi di sperimentazione che agevolino il graduale adattamento delle tradizionali regole del diritto dei mercati finanziari alle nuove tecnologie (come si evince dal considerando n. 4). Il DLT pilot regime, in tale prospettiva, ha un ambito di applicazione ben circoscritto, che non riguarda l’intera possibile gamma di prodotti o servizi che, sul mercato, potrebbero interagire con le nuove tecnologie. Esso, infatti, si applica unicamente a taluni strumenti finanziari emessi a valere sulla tecnologia DLT, introducendo alcune possibili deroghe al regime che, altrimenti, troverebbe applicazione in base alla disciplina MiFID e a quella sui gestori e sistemi di regolamento centralizzati.

3. Lo strumento finanziario DLT

Alla base del regime pilota e dunque, anche, del raccordo funzionale tra nuove tecnologie e disciplina dei mercati finanziari risiede la definizione di strumento finanziario DLT. La cosiddetta tokenizzazione degli strumenti finanziari – vale a dire la rappresentazione digitale di strumenti finanziari nei registri distribuiti o l’emissione di categorie di attività tradizionali in formato tokenizzato per consentirne l’emissione, la custodia e il trasferimento in un registro distribuito – richiede infatti il riconoscimento della nozione di “strumento finanziario DLT”. Ai sensi dell’art. 2, par. 1, punto 11, “strumento finanziario DLT” è uno “strumento finanziario [come definito all’articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE] emesso, registrato, trasferito e stoccato mediante la tecnologia a registro distribuito”.

Ciò detto, l’art. 3 del Regolamento precisa che esso si applica unicamente alle seguenti fattispecie:

- a) azioni il cui emittente ha una capitalizzazione di mercato o una capitalizzazione di mercato provvisoria inferiore a 500 milioni di euro;
- b) 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 che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato; o

- c) quote di OICVM di tipo “*plain*” il cui valore di mercato delle attività gestite è inferiore a 500 milioni di euro.

In ogni caso, il valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione o registrati su un’infrastruttura di mercato DLT non deve superare i 6 miliardi di euro al momento dell’ammissione alla negoziazione o della registrazione iniziale di un nuovo strumento finanziario DLT.

A tale soglia se ne abbina un’altra (pari a 9 miliardi di euro di valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione su un’infrastruttura di mercato DLT) al ricorrere della quale il gestore dell’infrastruttura di mercato DLT attiva la c.d. strategia di transizione (descritta al par. 7 dell’art. 7). Si tratta di una “strategia chiara e dettagliata” che il gestore “mette a disposizione del pubblico” per stabilire le modalità di trattamento dei membri, dei partecipanti, degli emittenti e dei clienti (in particolare le modalità di tutela degli investitori al dettaglio) in caso di revoca o sospensione di un’autorizzazione specifica o di cessazione dell’attività di una determinata infrastruttura di mercato DLT. In altri termini, è richiesto un esercizio di “*planning*” per la riduzione dell’attività di una determinata infrastruttura di mercato DLT o per la transizione oppure, ancora, la cessazione dell’attività di una determinata infrastruttura di mercato DLT (appunto, “strategia di transizione”), consentendo, se del caso, il ritorno delle proprie attività di tecnologia a registro distribuito alle infrastrutture di mercato tradizionali⁴.

Si tratta, a ben vedere, di soglie piuttosto contenute, peraltro limitate unicamente ad azioni, obbligazioni, titoli simili e quote di OICVM di tipo non complesso o non strutturato, a conferma della portata circoscritta e, tutto sommato, sperimentale del nuovo regolamento.

⁴ L’attivazione della strategia di transizione – che viene notificata dal gestore dell’infrastruttura di mercato nel contesto della relazione mensile destinata all’autorità competente – avviene nel caso in cui:

- a) si superi la menzionata soglia di 9 miliardi di euro;
- b) debba essere revocata o altrimenti sospesa un’autorizzazione specifica o l’esenzione concessa a norma del pilot regime; ovvero
- c) si verifichi una cessazione volontaria o involontaria dell’attività dell’infrastruttura di mercato DLT.

4. Tipologie di infrastrutture ed esenzioni

Le esenzioni previste per le infrastrutture di mercato che rientrano nell'ambito del DLT pilot regime vengono declinate diversamente a seconda della tipologia di piattaforma. Così, il Regolamento prevede regole specifiche per sistemi multilaterali di negoziazione DLT all'art. 4 ("MTF DLT"), per i sistemi di regolamento titoli DLT all'art. 5 ("SS DLT") e sistemi di negoziazione e regolamento DLT all'art. 6 ("TSS DLT").

Per tutti e tre i casi, il regolamento mette in chiaro – in apertura di ciascuna delle richiamate norme – che le infrastrutture sono soggette in linea di principio ai requisiti che di norma trovano applicazione rispettivamente per un MTF ai sensi della MiFID II, per un depositario centrale di titoli che gestisce un sistema di regolamento titoli secondo il regolamento 909/2014 ("CSDR") e per un'impresa di investimento o un gestore di mercato che gestisca un sistema di negoziazione e regolamento ai sensi della MiFID II e del CSDR.

i. Esenzioni da MiFID II per gli MTF DLT

Con riferimento alla prima tipologia di infrastruttura, il gestore può richiedere all'autorità di vigilanza nazionale un'esenzione dai requisiti che si applicano a un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della MiFID II, al ricorrere delle condizioni previste dal par. 2 dell'art. 4. In particolare, per beneficiare dell'esenzione, occorre rispettare, oltre ai requisiti dedotti allo stesso articolo 4, anche quanto previsto dall'art. 7 contenente i "requisiti supplementari per le infrastrutture di mercato DLT", i quali risultano per lo più preordinati a porre in essere precauzioni e di misure *ex post*, soprattutto a tutela degli utenti (tra gli altri, segnala il dovere di: stabilire piani aziendali chiari e dettagliati; rendere disponibile al pubblico una documentazione scritta aggiornata, chiara e dettagliata, che definisce le norme in base alle quali operano le infrastrutture di mercato DLT; assicurare che le disposizioni informatiche complessive relative all'uso della DLT siano proporzionate alla natura, alla portata e alla complessità della loro attività; disporre di specifiche procedure di gestione del rischio operativo per i rischi posti da DLT e criptoattività; stabilire e divulgare una "strategia di transizione" per la riduzione dell'attività di una determinata infrastruttura di mercato DLT o per la transizione o la cessazione dell'attività di una determinata infrastruttura di mercato DLT, tra cui la transizione o il ritorno delle proprie attività di tecnologia

a registro distribuito alle infrastrutture di mercato tradizionali).

In questo contesto, il gestore di un MTF DLT può richiedere all'autorità competente di essere autorizzato ad ammettere persone fisiche e giuridiche a negoziare per conto proprio in qualità di membri o partecipanti, purché tali persone – che non sono soggetti autorizzati ai sensi del regime MiFID – rispettino determinati requisiti, definiti specificamente dalla disposizione di cui all'art. 4, par. 2 del Regolamento sia in positivo (ad es. godimento di buona reputazione e possesso di capacità, competenza ed esperienza di negoziazione oltre alla conoscenza del funzionamento della tecnologia a registro distribuito), sia in negativo (tali soggetti, ad es., non devono essere *market maker* nell'MTF DLT; non utilizzano una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza nell'MTF DLT; non forniscono ad altre persone l'accesso elettronico diretto all'MTF FLT; non negoziano per conto proprio quando eseguono ordini dei clienti sull'infrastruttura di mercato DLT e hanno dato un consenso informato alla negoziazione nell'MTF DLT in qualità di membri o partecipanti e sono stati informati dall'MTF DLT dei potenziali rischi connessi all'utilizzo dei suoi sistemi per negoziare strumenti finanziari DLT).

Inoltre, il gestore può presentare istanza di esenzione dall'obbligo di segnalare le operazioni ex art. 26 MiFIR. Nel caso in cui venga accordata l'esenzione dall'autorità di vigilanza, l'MTF DLT tiene le registrazioni di tutte le operazioni effettuate tramite i suoi sistemi. Tali registrazioni contengono comunque tutte le informazioni previste dall'art. 26, par. 3, MiFIR che risultano pertinenti in ordine al sistema utilizzato dall'MTF DLT e dal membro o partecipante che effettua l'operazione. L'MTF DLT garantisce inoltre che le autorità abbiano accesso diretto e immediato a tali informazioni.

ii. Esenzioni in materia di post-trading

Relativamente alla seconda tipologia di infrastrutture di mercato DLT, l'art. 2, par. 1, punto 7, del DLT pilot regime definisce il "sistema di regolamento DLT (SS FLT)" come un "sistema di regolamento che regola operazioni in strumenti finanziari DLT contro pagamento o consegna, indipendentemente dal fatto che tale sistema di regolamento sia stato designato e notificato a norma della direttiva 98/26/CE e che permetta la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT o consenta la prestazione di servizi di custodia in relazione a strumenti finanziari DLT".

In senso analogo alla disciplina degli MTF, un depositario centrale di titoli (CSD) che gestisce un SS

DLT resta soggetto ai requisiti che si applicano a un CSD che gestisce un sistema di regolamento titoli a norma del regolamento (UE) n. 909/2014 (CSDR) ma è tuttavia possibile, anche in questo caso, richiedere esenzioni al sussistere di determinate condizioni. In quest'ambito, le esenzioni più importanti attengono, naturalmente, a quelle che presuppongono la tradizionale struttura di "gestione accentrata" degli strumenti finanziari, tipica degli attuali sistemi CSD. È, infatti, proprio siffatta struttura ad essere, in linea di principio, incompatibile con l'impiego di tecnologie decentralizzate e con la tokenizzazione degli strumenti finanziari. Per tale via, ai CSD che utilizzino la tecnologia a registro distribuito possono essere concesse esenzioni nella misura in cui non trovano applicazione nei confronti dei CSD che gestiscono un SS DLT le norme del CSDR applicabili ai CSD e che fanno riferimento ai termini di "forma dematerializzata", di "conto titoli" o di "ordini di trasferimento". Ad esempio, e per quanto riguarda il "conto titoli", le esenzioni riguardano le norme sulla registrazione dei titoli, l'integrità dell'emissione e la separazione dei conti. Anche se i CSD gestiscono sistemi di regolamento titoli accreditando e addebitando i conti titoli dei loro partecipanti, in un SS DLT non sempre potrebbero essere fattibili conti titoli con contabilità in partita doppia o in partita multipla. Ancora, su richiesta di un CSD che gestisce un SS DLT, l'autorità competente può autorizzare il CSD ad ammettere tra i partecipanti all'SS DLT persone fisiche e giuridiche, purché godano di buona reputazione, *expertise* e abbiano dato il consenso informato per essere inclusi nel regime pilota (si da essere adeguatamente informate dei potenziali rischi a esso associati).

Nello specifico, per beneficiare delle esenzioni, il CSD deve: i) dimostrare che l'uso di un conto titoli sia incompatibile con l'uso della tecnologia a registro distribuito impiegata, e ii) proporre misure compensative per il raggiungimento degli obiettivi delle disposizioni rispetto a cui è stata richiesta un'esenzione. A tal fine, il sistema dovrà garantire che:

- gli strumenti finanziari DLT siano registrati all'interno del registro distribuito;
- il numero di strumenti finanziari DLT, in un'emissione o in parte di essa, registrati dal CSD che gestisce l'SS DLT sia pari alla totalità degli strumenti finanziari DLT che costituiscono tale emissione (o parte di essa) e che siano stati registrati nel registro distribuito in un determinato momento;
- il CSD che gestisce l'SS DLT sia in grado di separare strumenti finanziari DLT di un membro,

partecipante, emittente o cliente da quelli di qualsiasi altro membro, partecipante, emittente o cliente;

- non siano ammessi scoperti su titoli, saldi debitori, né la creazione o la cancellazione impropria di titoli.

Come si intuisce, si tratta di regole che, in certo qual modo, cercano di "trasportare", non senza qualche incertezza, concetti e nozioni proprie dei tradizionali sistemi accentrati nel nuovo contesto DLT.

iii) I sistemi ibridi

Infine, in linea e coerentemente con le due tipologie di infrastrutture appena descritte, anche ai sistemi di negoziazione e regolamento DLT è concesso richiedere delle esenzioni dal regime disegnato dalle regole MiFID II e CSDR che troverebbe altrimenti applicazione. Pertanto, i sistemi di negoziazione e regolamento DLT (TSS DLT), potranno beneficiare delle esenzioni concesse a MTF o di un CSD, a seconda dei casi, come indicato nell'art. 6 del regolamento in esame.

5. Autorizzazione e supervisione

Una società abilitata a svolgere servizi di investimento, o a gestire un mercato regolamentato, ai sensi della MiFID II, ovvero autorizzata come CSD ai sensi del CSDR, può richiedere un'autorizzazione specifica per gestire un sistema multilaterale di negoziazione DLT, un sistema di negoziazione DLT SS o un sistema di negoziazione DLT TSS, a seconda dei casi, nell'ambito del regime pilota DLT (cfr., rispettivamente, artt. 8, 9 e 10). Nel presentare domanda di autorizzazione specifica, il richiedente è tenuto ad indicare le esenzioni richieste, secondo quanto già indicato.

La responsabilità circa il rilascio dell'autorizzazione specifica – la cui validità è limitata ad un periodo massimo di sei anni – compete alle autorità di supervisione nazionali, le quali informano l'ESMA dell'istanza attraverso l'invio di copia della domanda di autorizzazione.

L'autorità di vigilanza nega la concessione dell'autorizzazione specifica a gestire un'infrastruttura di mercato DLT se sussistono motivi per ritenere che i) ci siano rischi significativi per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato o la stabilità finanziaria non affrontati e mitigati adeguatamente del

richiedente; ii) l'autorizzazione specifica e le esenzioni richieste abbiano la finalità di eludere i requisiti legali o regolamentari; iii) il gestore non sarà in grado, o non consentirà ai suoi utenti, di rispettare le disposizioni europee e nazionali applicabili.

Qualora esigenze di tutela degli investitori e del mercato lo richiedano, oppure di corretta applicazione delle esenzioni, l'ESMA viene altresì coinvolta per fornire all'autorità competente un parere non vincolante – all'esito di una preliminare consultazione delle autorità competenti degli altri Stati membri – sulle esenzioni richieste o sull'adeguatezza del tipo di tecnologia a registro distribuito utilizzata.

Si tratta in tutta evidenza di una specifica manifestazione del fondamentale ruolo di raccordo e di coordinamento rispetto alle autorità competenti svolto dall'ESMA "al fine di favorire una visione comune della tecnologia a registro distribuito e dell'infrastruttura di mercato DLT, di creare una cultura comune della vigilanza e la convergenza delle pratiche di vigilanza e di garantire approcci coerenti e la convergenza nei risultati di vigilanza" (v. art. 11, par. 5)⁵.

Sempre in quest'ottica, entro il 23 marzo 2023 l'autorità europea dovrà elaborare, tra le altre, *linee guida* per stabilire moduli, formati e modelli standard per la richiesta di un'autorizzazione specifica per la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione DLT/DTL SS/DTL TSS.

Per quanto riguarda, in generale, l'assetto di supervisione preme osservare l'importanza della collaborazione tra operatori, autorità nazionali ed ESMA che, a ben considerare, rispecchia l'impostazione di fondo – ovvero sia il *sandbox approach* – che caratterizza il DLT pilot regime. Infatti, la lunga ed articolata norma dell'art. 11 – significativamente rubricata "Collaborazione tra i gestori delle infrastrutture di mercato DLT, le autorità competenti e l'ESMA" – scandisce in modo dettagliato tempi e modalità di comunicazione tra le parti coinvolte in questo regime di sperimentazione. Così, i flussi informativi, in una logica "bottom-up", passano dai gestori alle autorità di vigilanza sì da consentire il costante monitoraggio dell'evoluzione del mercato. Nello specifico, si prevede sia una comunicazione di tipo pe-

⁵ Come si evince dal considerando n. 44, "al fine di garantire condizioni di parità e la concorrenza leale in tutto il mercato interno, il parere non vincolante e gli orientamenti dell'ESMA dovrebbero mirare a garantire la coerenza e la proporzionalità delle esenzioni concesse dalle diverse autorità competenti nell'Unione, anche nel valutare l'adeguatezza dei diversi tipi di tecnologie a registro distribuito utilizzate dai gestori ai fini del presente regolamento".

riodico (si tratta di una relazione tra trasmettersi all'autorità ogni sei mesi: cfr. art. 11, par. 4), sia un'informazione occasionale da rendersi senza indugio qualora si verifichi una delle circostanze elencate al par. 1 dell'art. 11 (ad es. una modifica sostanziale del piano aziendale; qualsiasi prova di accesso non autorizzato, malfunzionamento rilevante, perdita, attacchi informatici o altre minacce cibernetiche; difficoltà operative o tecniche incontrate nello svolgimento delle attività o nella prestazione dei servizi oggetto dell'autorizzazione specifica; eventuali rischi che incidono sulla tutela degli investitori).

Le autorità competenti trasmettono a loro volta all'ESMA le informazioni raccolte e le relazioni ricevute dai gestori delle infrastrutture di mercato DLT, così da consentire all'autorità europea di monitorare l'applicazione delle autorizzazioni specifiche, delle relative esenzioni e delle condizioni legate a tali esenzioni, nonché delle eventuali misure compensative o correttive richieste delle autorità competenti. L'ESMA presenta infine alla Commissione una relazione annuale sulle modalità di applicazione pratica di tali autorizzazioni specifiche, esenzioni, condizioni e misure compensative o correttive (cfr. art. 11, par. 6).

6. Prospettive future

Il DLT pilot regime è stato concepito per offrire l'opportunità ad operatori di mercato e regolatori e supervisori per comprendere, e sperimentare sul *marketplace*, opportunità e rischi connessi all'utilizzo di infrastrutture di mercato basate su tecnologia a registro distribuito.

In questa prospettiva, è senza dubbio essenziale il ruolo svolto dalle comunicazioni e relazioni periodiche che i gestori delle infrastrutture sono chiamati a presentare alle autorità nazionali competenti, le quali, a loro volta, trasmettono all'ESMA; sarà poi quest'ultima, al vertice della catena informativa *bottom-up*, ad usufruire dei dati raccolti per diffondere l'esperienza sull'impatto dell'uso della tecnologia a registro distribuito tra le diverse autorità (e quindi per diffondere, verrebbe da aggiungere, una *supervisory culture* e quindi stili e approcci di supervisione omogenei) e, in ultima istanza, verificare se siano necessarie eventuali modifiche alla legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari.

Il regime pilota del nuovo Regolamento conviverà poi a fianco del nuovo ampio quadro tracciato dal Regolamento MiCA, di prossima pubblicazione, che si applicherà alle cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari ai sensi della disciplina MiFID. In questo caso, sarà dunque il MiCA ad offrire

il quadro normativo e di vigilanza per la creazione di sistemi di scambio, negoziazione e regolamento dei token, dotando l'Unione Europea di una compiuta disciplina uniforme, applicabile in tutti gli Stati Membri e rendendo, per tale via, l'UE una delle piazze finanziari globali più avanzate in tutto il Mondo.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

