

Il regime pilota europeo per le infrastrutture di mercato basate su DLT

4 luglio 2022

Autori

Angelo Messorè

Partner



Francesco Dagnino

Partner



Carlo Giuliano

Associate



lexiafintechlawblog.it

Il 2 giugno 2022 è stato pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il Regolamento 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito ("DLT") (il "Regolamento sul DLT Pilot Regime").

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime è una delle misure derivanti dal "Digital Finance Package" presentato dalla Commissione europea il 24 settembre 2020, insieme al regolamento sui mercati in crypto-attività ("MiCAR").

L'obiettivo del Regolamento sul DLT Pilot Regime è quello di introdurre alcune esenzioni temporanee dall'attuale quadro normativo europeo per consentire la creazione di infrastrutture di mercato basate su DLT. Il regime temporaneo durerà 6 anni a partire da marzo 2023, ma potrà essere rinnovato o reso permanente dalle istituzioni europee alla fine di questo periodo.



Ai sensi delle attuali norme europee gli strumenti finanziari negoziati su una sede di negoziazione devono essere emessi in forma dematerializzata – il che costituisce un limite allo sviluppo di mercati basati su tecnologia DLT.

Finalità del Regolamento sul DLT Pilot Regime

Le crypto-attività sono il tema centrale del dibattito nel settore finanziario, sebbene siano ancora in una fase iniziale di adozione.

La tecnologia DLT consente oggi la creazione di piattaforme di negoziazione innovative in cui crypto-attività rappresentative di obbligazioni, strumenti azionari, quote o azioni di fondi di investimento o altre attività tokenizzate possono essere negoziate e scambiate senza necessità di ricorrere a sistemi di dematerializzazione o gestione accentrata di strumenti finanziari.

L'attuale quadro normativo europeo prevede l'obbligo di emettere strumenti finanziari negoziati su sedi di negoziazione in regime di dematerializzazione. Tale requisito costituisce un limite allo sviluppo delle infrastrutture di mercato basate su DLT nell'Unione europea.



Il Regolamento sul DLT Pilot Regime intende superare questo tipo di limitazioni regolamentari, introducendo un regime giuridico articolato per la quotazione e la negoziazione delle cripto-attività registrate sulla *blockchain* che si qualificano come strumenti finanziari.



Le nuove regole si applicheranno ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai sistemi di regolamento titoli basati sulla tecnologia DLT.

Ambito di applicazione delle nuove norme

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime si applica solo alle cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari ai sensi della MiFID 2 (gli **“Strumenti Finanziari DLT”**). La negoziazione di altre cripto-attività è quindi esclusa dall’ambito di applicazione del Regolamento sul DLT Pilot Regime, ma sarà disciplinata dal MiCAR.

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime introduce uno specifico regime regolamentare per le infrastrutture di mercato basate su DLT – la cui definizione comprende:

- ▶ i sistemi multilaterali di negoziazione DLT (**“MTF DLT”**), vale a dire i sistemi multilaterali di negoziazione (come definiti nella MiFID 2) (**“MTF”**) che ammettono alla negoziazione solo Strumenti Finanziari DLT;
- ▶ i sistemi di regolamento titoli DLT (**“SS DLT”**), che sono i sistemi di regolamento che regolano le transazioni in Strumenti Finanziari DLT;
- ▶ i sistemi di negoziazione e regolamento DLT (**“TSS DLT”**), nozione che ricomprende i soggetti che offrono al contempo i servizi di MTF DLT e DLT SS.



Solo le azioni, le obbligazioni e le quote di OICVM potranno essere quotate e negoziate sulle infrastrutture di mercato DLT, nel rispetto di determinate soglie quantitative

Limitazioni relative agli Strumenti Finanziari DLT

Secondo quanto previsto dal Regolamento sul DLT Pilot Regime, solo i seguenti tipi di Strumenti Finanziari DLT possono essere ammessi alla negoziazione su un’infrastruttura di mercato basata su DLT:

- ▶ azioni di un emittente con una capitalizzazione di mercato (o una capitalizzazione di mercato provvisoria) inferiore a 500 milioni di Euro;
- ▶ obbligazioni e altre forme di debito cartolarizzato, o strumenti del mercato monetario, con un importo in termini di emissione inferiore a 1 miliardo di euro (esclusi quelli che incorporano una componente derivata) – le obbligazioni societarie emesse da emittenti con una capitalizzazione di mercato inferiore a 200 milioni di euro sono escluse dal calcolo della soglia di 1 miliardo;
- ▶ quote di organismi di investimento collettivo di cui alla direttiva UCITS, il cui valore di mercato delle attività gestite è inferiore a 500 milioni di euro.

Un aspetto ancora più importante è legato al fatto che il valore di mercato aggregato di tutti gli Strumenti Finanziari DLT negoziati su un’infrastruttura di mercato DLT non può superare i 9 miliardi di euro.



Se questa soglia viene superata, l'infrastruttura di mercato basata su DLT deve avviare un processo di transizione per iniziare a operare come "infrastruttura di mercato tradizionale".



Gli operatori delle infrastrutture di mercato DLT saranno soggetti agli stessi requisiti di autorizzazione che si applicano alle infrastrutture di mercato tradizionali.

Autorizzazione

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime prevede essenzialmente che gli MTF DLT, gli SS DLT e i TSS DLT siano soggetti allo stesso quadro giuridico che si applica ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e ai sistemi di regolamento titoli, fatte salve alcune limitate esenzioni.

Di conseguenza, ad esempio, solo i soggetti in possesso di un'autorizzazione a gestire un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della MiFID2 possono gestire un MTF DLT, sebbene tale autorizzazione possa essere concessa anche con riferimento esclusivo alla gestione di un MTF DLT.

L'autorizzazione concessa dall'autorità competente è valida in tutto lo Spazio Economico Europeo, ma per un periodo massimo di sei anni dalla data di rilascio.

Esenzioni

Gli MTF DLT, i DLT SS e i DLT TSS che hanno ottenuto l'autorizzazione a operare come tali possono richiedere alcune esenzioni dalle norme previste dall'attuale quadro regolamentare dell'Unione europea.

Una delle esenzioni più importanti riguarda la categoria di clienti che possono diventare membri o partecipanti di un MTF DLT. Mentre ai sensi della MiFID2 questa possibilità è essenzialmente limitata agli investitori istituzionali, ai sensi del Regolamento sul DLT Pilot Regime un MTF DLT può ammettere persone fisiche e giuridiche a negoziare per conto proprio come membri o partecipanti, a condizione che tali persone soddisfino i seguenti requisiti:

- ▶ devono godere di sufficiente buona reputazione;
- ▶ devono disporre di un sufficiente livello di capacità, competenza ed esperienza di negoziazione, compresa la conoscenza del funzionamento della tecnologia DLT;
- ▶ non sono *market maker* nel MTF DLT;
- ▶ non utilizzano una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza nel MTF DLT;
- ▶ non forniscono ad altre persone l'accesso elettronico diretto all'MTF DLT;
- ▶ 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



Le persone fisiche o giuridiche potranno avere accesso diretto alle infrastrutture di mercato DLT purché siano soddisfatte le condizioni specificate nel Regolamento sul DLT Pilot Regime.



dall'MTF DLT dei potenziali rischi connessi all'utilizzo dei suoi sistemi per negoziare Strumenti Finanziari DLT.



La negoziazione sulle infrastrutture di mercato DLT sarà soggetta alle regole MAR in materia di abusi di mercato.



Il Regolamento sul Regime Pilota entrerà in vigore a marzo 2023 e si applicherà per un periodo di 6 anni.

Abusi di mercato

Un importante requisito introdotto dal Regolamento sul DLT Pilot Regime riguarda l'applicazione del Regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato (il "MAR") a tutti gli Strumenti Finanziari DLT negoziati su un MTF DLT o su un DLT SS.

Gli emittenti di strumenti quotati su infrastrutture di mercato "tradizionali" o DLT saranno quindi soggetti alle stesse regole in termini di trasparenza e informazione del mercato come definite dal MAR.

Entrata in vigore e natura provvisoria delle nuove norme

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime entrerà in vigore il 23 marzo 2023, ma si applicherà solo per un periodo di 6 anni.

Entro il 24 marzo 2026 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 di porre fine al regime, di estenderlo per un ulteriore periodo fino a tre anni (o ad altri strumenti finanziari), di modificarlo o di renderlo definitivo.

Il regolamento sul DLT Pilot Regime promuoverà o limiterà la crescita delle infrastrutture di mercato DLT nell'UE?

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime introduce un quadro normativo completo per tutti gli operatori che desiderano istituire e gestire piattaforme di trading basate sulla DLT / blockchain nell'Unione europea.

Tuttavia, il regolamento non brilla per ambizione e difficilmente può essere interpretato come un cambiamento di approccio da parte delle istituzioni europee rispetto alla regolamentazione delle infrastrutture di mercato.

Il risultato del Regolamento sul DLT Pilot Regime è quello di applicare alle infrastrutture di mercato DLT essenzialmente le stesse regole a cui sono soggette le infrastrutture di mercato tradizionali. Questo approccio, tuttavia, non appare coerente con l'idea per cui le infrastrutture di mercato DLT dovrebbero innovare la tecnologia e i processi su cui si basano le infrastrutture tradizionali.

Allo stesso tempo, è difficile comprendere le finalità delle limitazioni imposte alla tipologia di Strumenti Finanziari DLT che possono essere negoziati sulle infrastrutture di mercato DLT. Ad esempio, le quote di fondi di investimento alternativi ("FIA") sono escluse dall'ambito di applicazione delle nuove norme, mentre è consentita la negoziazione di quote di OICVM – le quali, tuttavia, sono per definizione strumenti liquidi in considerazione dei diritti di rimborso riconosciuti agli investitori.



Se da un lato il Regolamento sul DLT Pilot Regime introduce un quadro normativo completo per gli operatori del settore, dall'altro lato esso non appare particolarmente ambizioso e potrebbe limitare lo sviluppo delle infrastrutture di mercato DLT nell'Unione europea.

Il Regolamento sul DLT Pilot Regime segue un approccio univoco (*one-size-fits-all*) che non tiene conto delle profonde differenze tra i diversi tipi di piattaforme di negoziazione DLT – ad esempio, piattaforme *peer-to-peer* / DeFi, sistemi di *matching* degli ordini, *liquidity pools*, ecc. Tale approccio potrebbe limitare l'innovazione in termini di meccanismi e sistemi di *trading* che possono essere implementati attraverso la tecnologia DLT.

L'imposizione degli stessi obblighi di autorizzazione che si applicano agli operatori di mercato esistenti – in particolare, per quanto riguarda la gestione dei sistemi di regolamento titoli – potrebbe limitare l'accesso a tale mercato da parte di nuovi operatori e facilitare quel ristretto numero di soggetti già attivi nel settore. Le nuove barriere di mercato potrebbero avere effetti restrittivi sulla concorrenza e indurre alcuni operatori europei a stabilire le loro piattaforme al di fuori dell'Unione europea.

Il regolamento sul DLT Pilot Regime, infine, non prevede un regime per i Paesi terzi applicabile alle piattaforme stabilite al di fuori dell'Unione europea. Ciò potrebbe limitare l'accesso degli investitori e delle imprese dell'UE alla liquidità offerta dalle piattaforme di negoziazione DLT che già operano (o inizieranno a operare) in Paesi terzi, come la Svizzera, il Regno Unito o gli Stati Uniti. Questa limitazione è particolarmente importante se si considera quanto siano fittizi i confini territoriali nel campo della tecnologia *blockchain*.



Il nostro team di Mercati Finanziari, Fintech & Blockchain



Angelo Messore
Partner



Francesco Dagnino
Partner



Aurora Agostini
Senior Associate



Andrea Maroni
Senior Associate



Giulietta Minucci
Senior Associate



Filippo Belfatto
Associate



Carlo Giuliano
Associate



Tommaso Fossati
Associate



Jessica Giussani
Associate



Il presente documento è redatto a fini informativi generali e non è volto a fornire un parere o una consulenza legale in relazione ai temi in esso trattati. I destinatari del presente documento non possono fare affidamento sui contenuti dello stesso; LEXIA Avvocati e/o i professionisti dello studio non possono essere ritenuti in alcun modo responsabili in relazione a tali contenuti, sulla base di un mandato professionale o ad altro titolo.