



Gli strumenti finanziari digitali: dal DLT Pilot regime al DL Fintech

David Sabatini

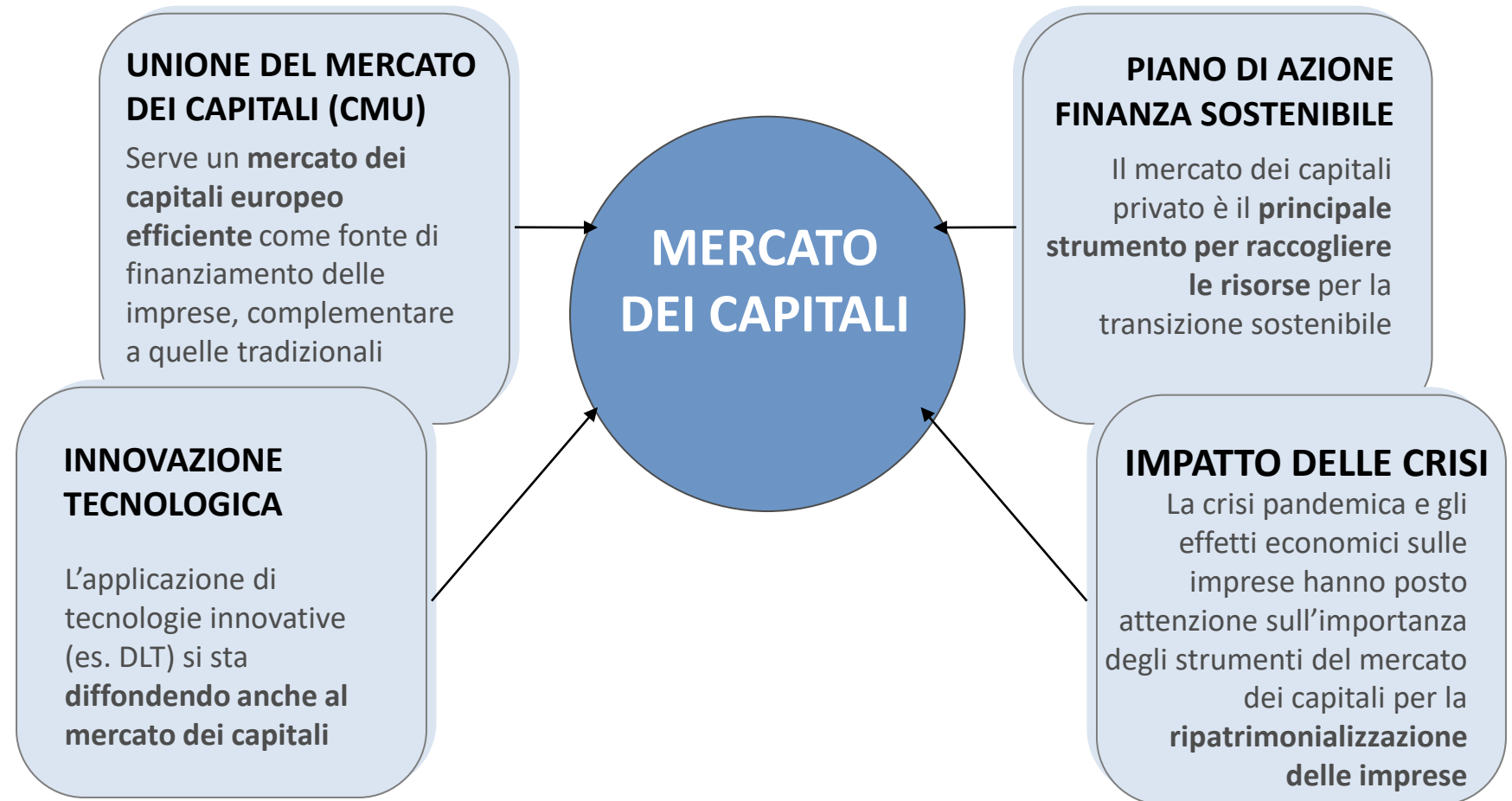
Convegno Unindustria
«Finanza digitale: prospettive e opportunità per le imprese»

18/04/2023

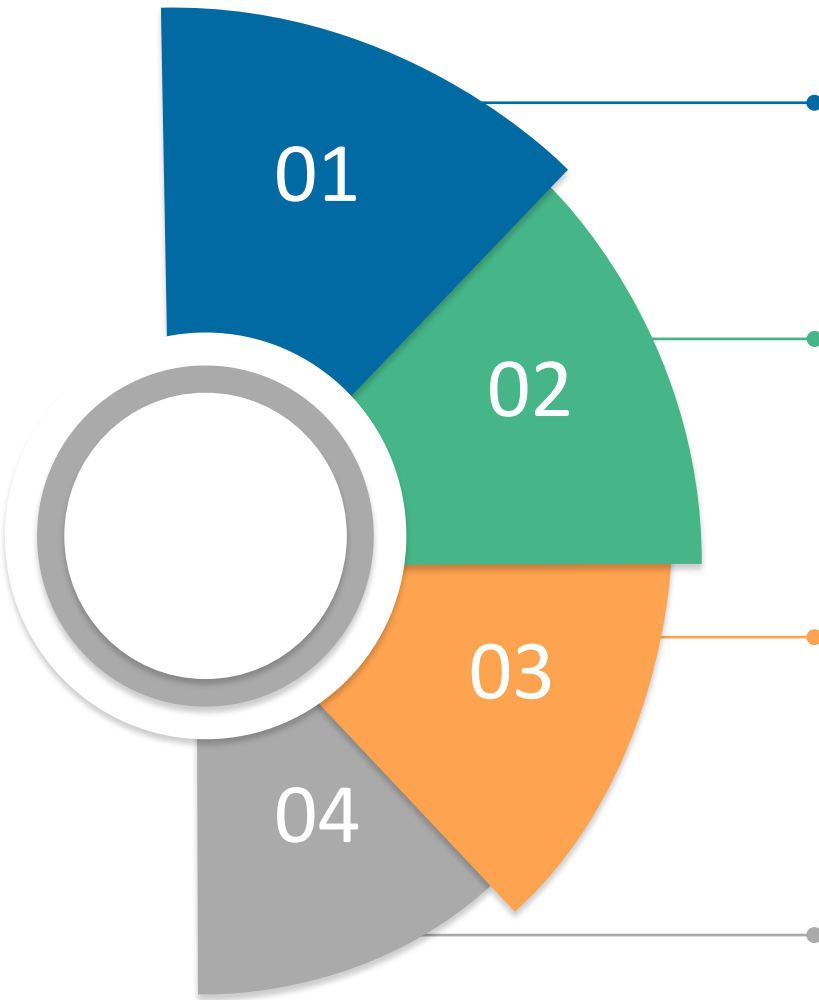
Il Mercato dei Capitali europeo in trasformazione

«Le strategie in materia di Unione dei mercati dei capitali, finanza sostenibile, finanza digitale e PMI si rafforzano reciprocamente»

Commissione Europea, Comunicazione al Parlamento e Consiglio del 24.9.2020



Il Mercato dei Capitali Digitale: le linee di sviluppo



Operazioni di emissione di titoli digitali: si tratta soprattutto di operazioni di funding di grandi emittenti mediante **emissione di bond digitali** e che sfruttano una infrastruttura basata su DLT implementata *ad hoc*.

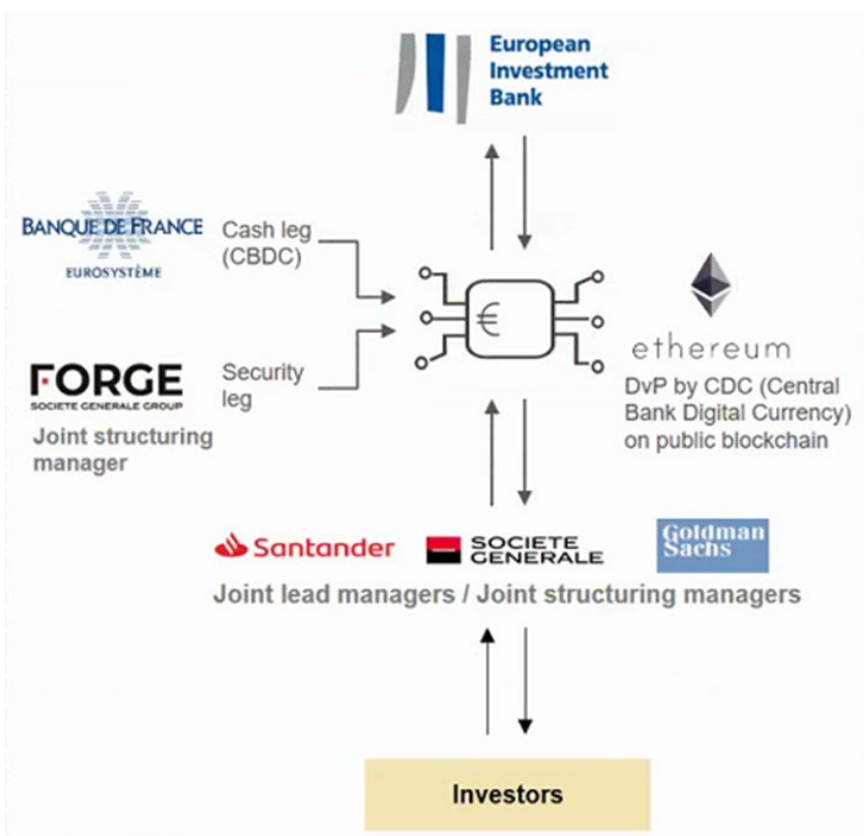
Piattaforme europee basate su DLT per l'emissione e la registrazione di asset nativi digitali: tali piattaforme, basate su DLT, hanno la funzione di **facilitare l'emissione, il regolamento e la custodia di strumenti finanziari digitali** (nativi o *tokenizzati*) soprattutto di PMI che non accedono ai mercati regolamentati tradizionali.

Servizi digitali agli intermediari: si tratta di servizi offerti a banche ed altri intermediari per gestire alcuni processi interni che per loro natura ben si prestano ad essere basati su DLT oppure per **supportare le banche ad offrire alla propria clientela servizi relativi a asset digitali**.

Servizi di offerta e compravendita di titoli digitali agli investitori: si tratta di **piattaforme digitali dedicate all'investimento** in *crypto-asset* e al trading di crypto valute tra le quali spiccano quelle che offrono *token* che costituiscono una rappresentazione digitale di azioni quotate, anche senza avere un quantitativo di tali strumenti posti a garanzia: i c.d. "*Stock Token*".

Un esempio di securities token

Il 27 aprile 2021, la **Banca Europea degli Investimenti** (Eib) ha lanciato ufficialmente la prima emissione pubblica di obbligazioni digitali su una piattaforma blockchain aperta, sfruttando la tecnologia di registro distribuito per la registrazione e il regolamento del prodotto.



Tecnicamente, si tratta di un **bond zero-coupon «senior unsecured»**, per un valore nominale di **100 milioni di euro** e con scadenza a **due anni**, riservato a investitori istituzionali. Sul piano legale il token è riconosciuto dalla legge francese come una obbligazione a tutti gli effetti in forma dematerializzata e completamente registrata presso il registro dell'emittente rappresentato, in questo caso, dalla Dlt gestita da Société Générale-Forge.

- prima emissione digitale con **consorzio di collocamento**
- utilizzo della **blockchain** pubblica Ethereum
- transazioni **regolate on-chain dalle banche** del consorzio di collocamento nei confronti dell'emittente in Dvp (regolamento T+1) utilizzando la valuta digitale di banca centrale (Cbdc) fornita da Banque de France.
- la partecipazione è stata aperta a **investitori istituzionali** (fondi e asset manager)
- Fitch ha assegnato un **rating Aaa** in quanto ha rilevato che il ricorso alla tecnologia sottostante non aggiunge rischio di credito aggiuntivo rispetto a quello riconosciuto a una emissione tradizionale.

Il Mercato dei Capitali Digitale

Il legislatore comunitario ha **definito un QUADRO REGOLATORIO** che dovrà garantire lo **sviluppo sostenibile di un mercato europeo delle crypto attività**

MICAR

(MARKETS IN CRYPTO-ASSETS REGULATION)

Introduce norme uniformi per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione e l'ammissione alla negoziazione di **cripto-attività, diverse da quelle che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi o cartolarizzazioni ai sensi della normativa europea già esistente.**

DLT PILOT REGIME

Definisce un regime giuridico articolato per la quotazione, la negoziazione e il regolamento delle **cripto-attività registrate sulla blockchain che si qualificano come strumenti finanziari.**

FOCUS: strumenti finanziari emessi in forma digitale (c.d. securities token)

Il DLT Pilot Regime



Approccio di tipo “sandbox” – ossia uno **spazio di sperimentazione in ambiente controllato** – che concede deroghe temporanee alle norme vigenti per consentire agli operatori di mercato di sperimentare e di approfondire le conoscenze sull'applicazione pratica della DLT nelle infrastrutture di mercato.

Specifico **regime regolamentare** (condizioni operative, autorizzazione, vigilanza e cooperazione) per le **infrastrutture di mercato basate su DLT**:

**ENTRATO IN
VIGORE IL 23
MARZO 2023**

MTF DLT

Sistemi Multilaterali di Negoziazione che ammettono alla negoziazione solo strumenti finanziari DLT

SS DLT

Sistemi di regolamento che regolano le transazioni in Strumenti Finanziari DLT

TSS DLT

Sistemi che offrono sia servizi di MTF DLT sia di DLT SS

Attività di gestione riservata a:

- impresa di investimento o gestore del mercato (ai sensi MIFID)
- Depositario Centrale di Titoli (ai sensi della CSDR)

Ambito di applicazione

- Azioni (cap < 500 mln €)
- Titoli di debito (emis < 1 mld €)
- Quote OICV (attività gestite < 500 mln €)

+ tetto a livello di cap. mercato / valore di mercato

Regime di deroghe temporanee (giustificate e proporzionate) alla disciplina vigente (MIFID2 e CSDR)

- Obbligo di intermediazione (MTF DLT e SS DLT)
- Obbligo di segnalazione delle operazioni (MTF DLT)
- Dematerializzazione, ordini di trasferimento e conto titoli (SS DLT)

Il DL Strumenti finanziari digitali e Fintech

Il **DL 17 marzo 2023, n. 25** ha introdotto in Italia un **regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari** e reso possibile l'applicazione del Regolamento sul DLT Pilot regime.

ENTRATO IN VIGORE IL 18 marzo 2023 E IN FASE DI CONVERSIONE.



DEFINIZIONI E CAMPO DI APPLICAZIONE

DISPOSIZIONI COMUNI (SEZ. I)

- L'emissione e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali (Registro per la circolazione digitale)
- Requisiti minimi dei Registri
- Soggetti autorizzati a gestire i registri e loro obblighi
- Effetti della scritturazione
- Esercizio dei diritti
- Modello intermediato, ecc

DISCIPLINA DELL'EMISSIONE DI **STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI NON DESTINATI A ESSERE SCAMBIATI SU INFRASTRUTTURE DEL DLT PILOT REGIME (SEZ. II)**

- Responsabile del registro (elenco, obblighi, requisiti, responsabilità)



DISCIPLINA PER L'EMISSIONE DI **STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI SCRITTURATI SULLE INFRASTRUTTURE DI MERCATO AUTORIZZATE AI SENSI DEL DLT PILOT REGIME (SEZ IV)**



DISCIPLINA DELLA VIGILANZA (SEZ. III) E SANZIONATORIA (SEZ. V)

Alcune osservazioni ...

- Doppio regime IT vs EU
- Regime temporaneo (DLT PILOT REGIME) vs regime definitivo (DLG NAZIONALE)
- Responsabile del registro:
 - Soggetto previsto solo per l'emissione fuori dal regime DLT Pilot
 - Responsabilità accentrata su un soggetto, mentre architettura è distribuita (come conciliare?)
 - Regime equivalente a quello del DLT Pilot Regime (MIFIR / CSDR)?
 - Soggetti stabiliti in Italia diversi da emittenti, banche, ecc. (ex comma) ?
- Modello intermediato (art. 11): OK, ma come funziona? Come si integra (se si integra) con il sistema tradizionale dei conti in gestione accentrata?



Spunti di riflessione

► **Come si svilupperà il mercato dei capitali digitale in base al nuovo quadro regolamentare** (applicabile solo dal 23 marzo 2023).

E' premature immaginare. Possiamo ipotizzare che, visti i requisiti previsti (soggetti tradizionali e applicazione, salvo deroghe, delle norme tradizionali) i soggetti che già gestiscono infrastrutture tradizionali possano avere un vantaggio (con ruolo importante delle partnership tecnologiche con soggetti *newcomer*)

La disciplina nazionale per la circolazione degli strumenti finanziari digitali è arrivata solo adesso, per cui deve essere ancora avviata la sperimentazione

Assetto futuro post sperimentazione (tradizionale vs innovativo)

► **Neutralità tecnologica del regolamento.**

Ma sarà possibile l'interoperabilità tra piattaforme che adottano tecnologie distribuite differenti, tramite meccanismi di iterazione e scambio di informazioni?

► **Ruolo degli intermediari.**

Vanno sicuramente ripensate, in un'ottica decentralizzata, le modalità con cui essi interagiscono con le infrastrutture DLT e con gli investitori in titoli digitali, anche alla luce del loro ruolo di attuazione dei presidi di investor protection.

► **Vantaggi per imprese.**

La sperimentazione consentirà di capire se la tecnologia DLT applicata alla raccolta di capitale di rischio e di debito aiuta a ridurre/semplificare le barriere con le quali le imprese, soprattutto PMI, devono confrontarsi oggi per accedere al mercato dei capitali.