III

(Atti preparatori)

BANCA CENTRALE EUROPEA

PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 28 aprile 2021

su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (CON/2021/15)

(2021/C 244/04)

Introduzione e base giuridica

Il 18 e il 30 novembre 2020 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Consiglio e dal Parlamento europeo, rispettivamente, una richiesta di parere su una proposta di regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito ([1]) (di seguito la «proposta di regolamento»).

La BCE è competente a formulare un parere in virtù dell'articolo 127, paragrafo 4, e dell'articolo 282, paragrafo 5, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in quanto il regolamento proposto contiene disposizioni che rientrano nelle competenze della BCE, in particolare la definizione e l'attuazione della politica monetaria, la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, il contributo alla corretta conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti in materia di stabilità del sistema finanziario e i compiti della BCE in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 2, primo e quarto trattino, dell'articolo 127, paragrafo 5, e dell'articolo 127, paragrafo 6, del trattato. In conformità al primo periodo dell'articolo 17.5 del regolamento interno della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo ha adottato il presente parere.

1. Osservazioni di carattere generale

1.1. La BCE accoglie favorevolmente la proposta di regolamento, che mira a consentire alle imprese di investimento, agli operatori del mercato e ai depositari centrali di titoli (central securities depositories, CSD), di gestire infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (distributed ledger technology, DLT), sia come un sistema multilaterale di negoziazione DLT (di seguito denominato «MTF DLT») sia come un sistema di regolamento delle operazioni in titoli DLT (di seguito denominato «SRT DLT», oppure, assieme ai sistemi multilaterali di negoziazione DLT, denominato «infrastrutture di mercato DLT»).

1.2. La BCE accoglie con favore le limitazioni che la proposta di regolamento introduce, in termini sia di classi di attività che di dimensioni del mercato, per quanto riguarda i valori mobiliari DLT ([2]) disponibili per la registrazione, la negoziazione e il regolamento tramite sistemi multilaterali di negoziazione DLT e RST DLT, agevolando nel contempo l'attenuazione dei potenziali rischi associati all'uso della DLT. Tuttavia, si potrebbe valutare ulteriormente se estendere le classi di attività, pur mantenendo le soglie, per includere le obbligazioni sovrane. Ciò detto, la BCE sottolinea che il proprio parere si fonda sul presupposto che le soglie specifiche stabilite nella proposta di regolamento ([3]) siano mantenute, in quanto qualsiasi aumento di tali soglie potrebbe comportare rischi per le condizioni di parità tra le infrastrutture di mercato esistenti e quelle DLT ed eventualmente anche per la stabilità del sistema finanziario. Inoltre, la BCE ritiene che, tenuto conto del livello di sviluppo dei mercati dei capitali in alcuni Stati membri dell'UE, sarebbe opportuno prendere in considerazione la possibilità di offrire alle autorità nazionali competenti la possibilità di abbassare le soglie pertinenti. Di conseguenza, la BCE gradirebbe essere nuovamente consultata sulla proposta di regolamento in caso di modifica sostanziale delle soglie. Inoltre, è opportuno garantire che tali soglie non siano eluse, in quanto ciò ne comprometterebbe l'efficacia. Ad esempio, l'emittente non dovrebbe poter dividere l'emissione di obbligazioni in due (o più) tranche da emettere attraverso

([1]) COM (2020) 594 final.
([2]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 5, della proposta di regolamento.
([3]) Cfr. l'articolo 3, paragrafi 1 e 3, della proposta di regolamento.

un'unica infrastruttura di mercato DLT. In tale contesto, l'imposizione di obblighi soltanto agli operatori delle infrastrutture di mercato DLT può rivelarsi inefficace se non integrata da obblighi per gli emittenti di obbligazioni. Si potrebbe inoltre prevedere una soglia supplementare, fissata a livello di un'infrastruttura di mercato DLT sulla base del valore regolato, in quanto si tratta di uno degli indicatori pertinenti utilizzati per valutare l'importanza sistemica di un'infrastruttura di regolamento. Infine, la BCE evince che, ai sensi della proposta di regolamento, il rispetto delle soglie non è una condizione sufficiente per essere esentati dai requisiti di cui alla legislazione dell'Unione. Anche quando le soglie sono pienamente rispettate, gli operatori di infrastrutture di mercato DLT possono essere esentati soltanto caso per caso dalle pertinenti autorità competenti, anche in funzione di considerazioni di stabilità finanziaria.

1.3. Ai sensi del regime proposto, i gestori di MTF DLT possono fornire servizi in aggiunta a quelli forniti ai sensi della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ([4]) (di seguito denominata «MiFID II»); in particolare, possono fornire servizi di base dei CSD ([5]). La fornitura di tali servizi aggiuntivi comporterebbe per i loro partecipanti rischi nuovi e aggiuntivi che devono essere affrontati dalla proposta di regolamento. Tuttavia, i requisiti aggiuntivi stabiliti nella proposta di regolamento appaiono piuttosto limitati. Pertanto, la proposta di regolamento non sembra garantire parità di condizioni tra i MTF DLT e gli SRT DLT, nonché tra tali infrastrutture di mercato DLT e i CSD che gestiscono SRT basati su tecnologie tradizionali, in quanto forniscono servizi simili in concorrenza tra loro. In altre parole, la proposta di regolamento non segue il principio della «stessa attività, stessi rischi, stesse regole». Inoltre, mentre la proposta di regolamento prevede che un gestore di un MTF DLT possa regolare valori mobiliari DLT, è opportuno esaminare anche la possibilità opposta che un CSD che gestisce un SRT DLT gestisca anche un MTF. Tale considerazione deriva dal fatto che, come riconosciuto nei considerando della proposta di regolamento, l'uso della DLT, con tutte le transazioni registrate in un registro distribuito, può condensare la negoziazione e il regolamento quasi in tempo reale e potrebbe consentire la fusione delle attività di negoziazione con quelle di post-negoziazione.

1.4. Inoltre, per quanto riguarda i token di moneta elettronica che possono essere utilizzati per il regolamento delle operazioni in valori mobiliari DLT, il regolamento proposto non sembra rispettare il principio della neutralità tecnologica. In particolare, mentre i token di moneta elettronica possono essere emessi anche sulla base di una tecnologia diversa dalla DLT ([6]), le infrastrutture contemplate dalla proposta di regolamento possono basarsi esclusivamente sulla DLT.

1.5. Infine, pur accogliendo favorevolmente l'obiettivo della proposta di regolamento di sostenere l'innovazione, la BCE desidera evidenziare una potenziale carenza per quanto riguarda la prevista esenzione dall'applicazione delle disposizioni in materia di accesso di cui al regolamento (UE) n. 909/2014 (di seguito in seguito denominato il «regolamento sui CSD») ([7]). La BCE ritiene che tale esenzione, se concessa in modo ampio dalle autorità nazionali competenti in tutta l'Unione, potrebbe ostacolare l'obiettivo del regolamento sui CSD di armonizzare e migliorare l'efficienza del regolamento transfrontaliero all'interno dell'Unione. Inoltre, la BCE ritiene che tale esenzione possa potenzialmente incidere sull'interoperabilità tra gli SRT, il che potrebbe portare in ultima analisi a una maggiore frammentazione della liquidità.

2. **Aspetti relativi alla politica monetaria**

2.1. Dal punto di vista della politica monetaria, le operazioni in titoli rivestono un'importanza fondamentale per il funzionamento del mercato monetario e per la conduzione delle operazioni di mercato aperto. A tale riguardo, la DLT, in quanto tecnologia innovativa da applicare negli SRT per facilitare potenzialmente un'esecuzione più efficiente delle operazioni in titoli, potrebbe creare opportunità e rischi. Dal punto di vista della politica

([4]) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

([5]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle Direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n. 236/2012 (GU L 257 del 28.8.2014, pag. 1).

([6]) Cfr. articolo 3, paragrafo 2, della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 — COM(2020) 593 final).

([7]) Cfr. gli articoli 50 e 53 del regolamento sui CSD.

monetaria, la capacità degli operatori di mercato di trasferire efficacemente titoli è di fondamentale importanza. Pertanto, nel lungo periodo la politica pubblica dovrà valutare attentamente in che modo questa nuova tecnologia viene applicata nell'ecosistema di regolamento dei titoli esistente e/o se e in che modo essa possa incidere sugli accordi esistenti per il regolamento dei titoli.

2.2. In linea di principio, la proliferazione di diverse infrastrutture non interoperabili disponibili per le operazioni in titoli potrebbe portare a una frammentazione delle garanzie e dei pool di liquidità, con implicazioni per la trasmissione della politica monetaria attraverso il suo effetto potenziale sulla disponibilità delle garanzie, sulla valutazione delle garanzie e sulla formazione dei prezzi sul mercato. Tuttavia, il realizzarsi di tali rischi dipenderebbe dalle caratteristiche specifiche delle diverse infrastrutture di regolamento e dalla loro funzionalità in termini di capacità di consentire ai partecipanti di accedere tempestivamente alle loro garanzie reali.

2.3. Inoltre, per quanto riguarda l'accesso alla liquidità della banca centrale per il regolamento, l'Eurosistema permette attualmente il regolamento in moneta di banca centrale per le operazioni in titoli tramite TARGET2-Securities (T2S). L'accesso dei CSD a T2S è soggetto a una valutazione positiva in base ai criteri e alle condizioni di idoneità previsti dagli indirizzi della BCE applicabili ([8]). Nei casi in cui i partecipanti agli SRT DLT non abbiano accesso alla moneta di banca centrale, la moneta di banca commerciale, la moneta di banca commerciale in forma tokenizzata e/o i token di moneta elettronica potrebbero essere utilizzati per regolare le operazioni in titoli. Se la proliferazione di tali SRT DLT determinasse un aumento significativo dell'uso di moneta di banca commerciale o di token di moneta elettronica per regolare le transazioni in titoli, gli effetti sulla trasmissione della politica monetaria dovrebbero essere analizzati in modo approfondito.

3. **Aspetti relativi alla sorveglianza e alla stabilità sistemica o finanziaria**

3.1. *Ruolo del SEBC nel settore del regolamento titoli*

3.1.1. Ai sensi del quarto trattino dell'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato, come riflesso nell'articolo 3.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito lo «Statuto»), uno dei compiti fondamentali del SEBC è quello di «promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento». Per agevolare l'assolvimento di tale compito fondamentale, «la BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni, e la BCE può stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno dell'Unione e nei rapporti con i paesi terzi» ([9]).

3.1.2. I CSD sono infrastrutture dei mercati finanziari (IFM) rigorosamente regolamentate e soggette alla vigilanza di diverse autorità a norma del regolamento sui CSD, che stabilisce i requisiti in materia di regolamento degli strumenti finanziari nonché le norme sull'organizzazione e la condotta dei CSD. Inoltre, i CSD devono prendere atto degli orientamenti del Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (CPIM) e dell'Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) sulla ciberresilienza ([10]), per i quali sono stati elaborate direttive per l'attuazione dettagliate nell'ambito del documento «Eurosystem Cyber Resilience Oversight Expectations for FMI» (aspettative di sorveglianza per le FMI in materia di resilienza cibernetica o ciberresilienza) ([11]), rivolto a tutte le IFM. Oltre alle competenze di vigilanza conferite alle autorità nazionali competenti (ANC) ai sensi del regolamento CSD, i membri del SEBC agiscono in qualità di «autorità rilevanti», nella loro qualità di autorità di sorveglianza degli SRT gestiti dai CSD, quali banche centrali che emettono le valute più rilevanti nelle quali avviene il regolamento e quali banche centrali nei cui libri contabili è regolata la parte in contante delle operazioni ([12]). A tale riguardo, in base al considerando n. 8 del regolamento sui CSD, il regolamento dovrebbe applicarsi fatte salve le responsabilità della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN) di garantire la solidità e l'efficienza dei sistemi di compensazione e di pagamento all'interno dell'Unione e in altri paesi. In base al tale considerando, inoltre, il regolamento sui CSD non dovrebbe impedire ai membri del SEBC di accedere alle informazioni pertinenti all'esercizio delle loro funzioni ([13]), compresa la sorveglianza dei CSD e di altre IFM ([14]).

([8]) Indirizzo (UE) 2015/510 della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2014, sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60) (GU L 91 del 2.4.2015, pag. 3); Indirizzo BCE/2012/27della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2012, relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (TARGET2) (GU L 30 del 30.1.2013, pag. 1).

([9]) Cfr. l'articolo 22 dello Statuto.

([10]) Disponibile sul sito Internet della Banca dei regolamenti internazionali all'indirizzo www.bis.org.

([11]) Disponibile sul sito della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([12]) Cfr. l'articolo 12 del regolamento sui CSD.

([13]) Cfr. anche l'articolo 13, l'articolo 17, paragrafo 4, e l'articolo 22, paragrafo 6, del regolamento sui CSD.

([14]) Cfr. il paragrafo 7.3 del parere della Banca centrale europea del 6 aprile 2017 (CON/2017/10), il paragrafo 7.2 del parere della Banca centrale europea dell'8 novembre 2018 (CON/2018/47), il paragrafo 3.5.2 della parere della Banca centrale europea del 2 maggio 2019 (CON/2019/17), il paragrafo 3.5.2 della parere della Banca centrale europea dell'11 novembre 2019 (CON/2019/38), tutti disponibili all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

3.1.3. Inoltre, i membri del SEBC spesso agiscono come agenti di regolamento per la parte in contante delle operazioni in titoli e l'Eurosistema offre servizi di regolamento tramite T2S ([15]) ai CSD (di seguito denominati «partecipanti a T2S»). Per mezzo di T2S l'Eurosistema fornisce un servizio di regolamento unico, neutrale e transfrontaliero delle operazioni in titoli con consegna contro pagamento in moneta di banca centrale a CSD e banche centrali dell'area dell'euro e non appartenenti all'area dell'euro. La sorveglianza esercitata dall'Eurosistema su T2S è connessa al suo mandato di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e solidi, mentre le autorità competenti e rilevanti dei CSD mirano a garantirne il regolare funzionamento, la sicurezza e l'efficienza dei regolamenti e il corretto funzionamento dei mercati finanziari nelle rispettive giurisdizioni.

3.1.4. La proposta di regolamento stabilisce una serie di esenzioni dai requisiti, dagli obblighi e dalle definizioni ([16]) di cui al regolamento sui CSD e alla direttiva n. 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (di seguito denominata «direttiva sul carattere definitivo del regolamento») ([17])che i CSD possono chiedere quando richiedono l'autorizzazione a gestire SRT DLT ([18]). Tali esenzioni possono essere concesse dall'autorità competente a seguito di una procedura di valutazione che non prevede il coinvolgimento delle autorità rilevanti ai sensi del regolamento sui CSD ([19]), inclusi, nello specifico, i membri del SEBC. In particolare, la proposta di regolamento non prevede alcun ruolo per le autorità rilevanti nella procedura di rilascio di un'autorizzazione, di una esenzione o di una modifica di un'autorizzazione o esenzione esistente. Lo stesso vale per la procedura di revoca di un'autorizzazione o di un'esenzione concessa a un CSD che gestisce un SRT DLT ([20]). Secondo la BCE, il coinvolgimento delle autorità rilevanti in tali processi di valutazione è necessario al fine di garantire il corretto esercizio da parte delle autorità competenti delle loro competenze ai sensi del regolamento sui CSD. Pertanto, la proposta di regolamento dovrebbe prevedere il coinvolgimento delle autorità rilevanti nei processi di valutazione di cui sopra, al fine di rispecchiare adeguatamente la ripartizione delle competenze prevista dal regolamento sui CSD. Inoltre, il coinvolgimento delle autorità rilevanti non dovrebbe essere limitato ai CSD, ma dovrebbe essere esteso agli operatori degli MTF DLT che intendono fornire servizi di base dei CSD. Ciò è dovuto al fatto che le competenze delle autorità rilevanti riguardano i servizi indipendentemente dal fornitore dei servizi o dalla tecnologia impiegata.

3.1.5. Infine, ai sensi del regolamento sui CSD, diverse disposizioni del regolamento stesso, compreso l'obbligo di riferire alle autorità competenti, non si applicano ai membri del SEBC in relazione ai CSD che le banche centrali del SEBC gestiscono direttamente sotto la propria responsabilità ([21]). Ai sensi della proposta di regolamento un CSD che gestisce un SRT DLT è soggetto ai requisiti applicabili a un CSD a norma del regolamento sui CSD, a meno che tale CSD non abbia chiesto specifiche esenzioni o permessi all'autorità competente ([22]). Nel loro insieme, tali disposizioni implicano che un CSD gestito da una banca centrale del SEBC che gestisce un SRT DLT non è tenuto a chiedere specifiche esenzioni o permessi a un'autorità competente, in quanto tali CSD non sono tenuti a riferire alle autorità competenti e sono soggetti a una serie limitata di requisiti ai sensi del regolamento sui CSD. Per ragioni di certezza del diritto, sarebbe utile chiarire espressamente nei considerando della proposta di regolamento che i CSD gestiti dalle banche centrali del SEBC sono esenti dalle disposizioni della proposta di regolamento relative alla procedura di concessione delle esenzioni e di revoca delle autorizzazioni ([23]). In pratica, ciò implicherebbe che le banche centrali del SEBC beneficerebbero delle esenzioni previste dalla proposta di regolamento sulla base della propria analisi dei rischi.

3.2. *Partecipazione di persone fisiche alle infrastrutture di mercato DLT*

La proposta di regolamento ([24]) prevede la possibilità per un CSD che gestisce un SRT DLT (nonché per i gestori di MTF DLT) di ammettere come partecipanti persone fisiche e persone giuridiche diverse da quelle di cui al regolamento sui CSD ([25]). Le condizioni proposte per l'ammissione di tali persone come partecipanti sono piuttosto generiche. A tale riguardo, le norme tecniche di regolamentazione che integrano il regolamento sui

([15]) Allegato IIA dell'indirizzo BCE/2012/27, indirizzo della Banca centrale europea BCE/2012/13, del 18 luglio 2012, relativo a TARGET2-Securities (GU L 215 dell'11.8.2012, pag. 19), Decisione BCE/2011/20 della Banca centrale europea, del 16 novembre 2011, recante disposizioni e procedure dettagliate per l'applicazione dei criteri di idoneità dei depositari centrali di titoli all'accesso ai servizi di TARGET2-Securities (GU L 319 del 2.12.2011, pag. 117). Cfr. anche il contratto quadro per T2S e il contratto collettivo, entrambi disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzowww.ecb.europa.eu.

([16]) Cfr. l'articolo 5 della proposta di regolamento.

([17]) Direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (GU L 166 dell'11.6.1998, pag. 45).

([18]) Cfr. l'articolo 8, paragrafo 2, lettera g) della proposta di regolamento.

([19]) Cfr. gli articoli 10 e 12 del regolamento sui CSD.

([20]) V. l'articolo 8, paragrafi 6 e 7, della proposta di regolamento.

([21]) Cfr. l'articolo 1, paragrafo 4, del regolamento sui CSD. Tale CSD deve avere accesso ai fondi della banca centrale del SEBC e non deve essere un'entità separata.

([22]) Cfr. l'articolo 5 della proposta di regolamento.

([23]) Cfr. gli articoli 7 e 8 della proposta di regolamento.

([24]) Cfr. anche l'articolo 4 e l'articolo 5, paragrafo 4, della proposta di regolamento e l'articolo 2, paragrafo 19, del regolamento sui CSD.

([25]) Allo stesso tempo, tuttavia, la proposta di regolamento non prevede alcuna esenzione dalle disposizioni dell'articolo 33, paragrafo 1, del regolamento sui CSD, che fa riferimento a determinate persone giuridiche come partecipanti a un CSD.

CSD ([26]) indicano in dettaglio i rischi giuridici, finanziari e operativi che i CSD devono valutare nell'esaminare una richiesta di partecipazione. Non è chiaro in che modo tali rischi saranno valutati nel caso in cui una persona fisica chieda di partecipare al CSD ([27]). In questo caso, qualora tali rischi non siano adeguatamente presi in considerazione, possono sorgere preoccupazioni su come garantire condizioni di parità tra SRT tradizionali e SRT DLT e sui rischi che tali partecipanti possono comportare per il CSD stesso o per gli altri partecipanti. Analogamente, non è chiaro quali requisiti della MiFID II applicabili alle imprese di investimento che partecipano ai sistemi multilaterali di negoziazione (ad esempio quelli relativi all'uso della negoziazione algoritmica) siano applicabili anche alle persone fisiche che partecipano agli MTF DLT. Potrebbe essere impossibile applicare alcuni dei requisiti in materia di tutela degli investitori previsti dalla MiFID II e dal regolamento (UE) n. 600/2014 ([28]) del Parlamento europeo e del Consiglio ([29]). Se non vi fosse alcuna intermediazione da parte delle imprese di investimento, gli investitori al dettaglio potrebbero investire in valori mobiliari DLT che potrebbero essere inadatti o inappropriati per loro. Inoltre, vi è una differenza, insoddisfacente in termini di parità di condizioni, tra i requisiti applicabili agli SRT DLT e agli MTF DLT in termini di periodo massimo per il quale le persone fisiche possono essere ammesse come partecipanti a tali infrastrutture di mercato ([30]) .

3.3. *Regolamento dei pagamenti nelle infrastrutture di mercato DLT*

3.3.1. Il regolamento proposto prevede che i pagamenti possano essere regolati in infrastrutture di mercato DLT attraverso tre mezzi. *In primo luogo*, il regolamento dei pagamenti può essere effettuato tramite moneta di banca centrale, ove possibile e disponibile. *In secondo luogo*, laddove il regolamento tramite moneta di banca centrale non sia praticabile e disponibile, i pagamenti possono essere regolati con moneta di banca commerciale, inclusa la moneta di banca commerciale sotto forma di token. La BCE evince che, dal punto di vista giuridico, tale moneta di banca commerciale sotto forma di token, denominata anche «monete di regolamento» nella proposta di regolamento, non è, da un punto di vista giuridico, distinguibile dai depositi di contante tradizionale. *In terzo luogo*, i pagamenti possono essere regolati in token di moneta elettronica, quali definiti nella proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (di seguito «proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività»).

3.3.2. *Regolamento dei pagamenti in moneta di banca centrale*

La BCE ritiene che il regolamento in moneta di banca centrale debba essere il requisito di default per le infrastrutture di mercato DLT e che pertanto un'esenzione da tale requisito dovrebbe essere possibile solo nei casi in cui il gestore dell'infrastruttura di mercato DLT interessato dimostri che tale metodo di regolamento non è disponibile e possibile.

3.3.3. L'Eurosistema offre ai partecipanti a T2S il regolamento delle operazioni in titoli con consegna contro pagamento in moneta di banca centrale. Sebbene la BCE rimanga aperta all'innovazione e a esplorare ulteriormente il potenziale delle tecnologie innovative nel contesto della prestazione di servizi di regolamento titoli, il potenziale regolamento in moneta di banca centrale di operazioni in valori mobiliari DLT in T2S sarebbe soggetto a limitazioni derivanti dagli attuali vincoli tecnologici nonché dal quadro contrattuale e regolamentare che disciplina la prestazione di servizi di T2S ([31]). In quest'ottica, è opportuno sottolineare che le caratteristiche progettuali specifiche e le esenzioni che caratterizzano ciascun SSS DLT gestito da un CSD saranno prese in considerazione al momento di valutare il rispetto dei criteri di ammissibilità per T2S ([32]) se un CSD intende aderire a T2S.

([26]) Cfr. l'articolo 89 del regolamento delegato (UE) 2017/392 della Commissione, dell'11 novembre 2016, che integra il regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione in materia di autorizzazione, vigilanza e requisiti operativi per i depositari centrali di titoli (GU L 65 del 10.3.2017, pag. 48).

([27]) Cfr. paragrafo 3.18.5 dei Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari CPIM-IOSCO. Il principio 18 sui requisiti di accesso e partecipazione specifica i requisiti operativi, finanziari, giuridici e di gestione del rischio per la partecipazione di cui un'FMI dovrebbe tenere conto, menzionando anche la possibilità che un'FMI ammetta entità non regolamentate. In tal caso, l'FMI dovrebbe (i) tenere conto di eventuali rischi aggiuntivi che potrebbero derivare da tale partecipazione e (ii) definire di conseguenza i requisiti di partecipazione e i controlli sulla gestione del rischio.

([28]) Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84).

([29]) Cfr. l'articolo 25 della MiFID II sulla valutazione dell'appropriatezza e dell'adeguatezza degli strumenti finanziari per gli investitori.

([30]) Si confronti l'articolo 5, paragrafo 4, della proposta di regolamento con l'articolo 6, paragrafo 4 - in cui si propone una modifica dell'articolo 19 della MiFID II- della proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, EU/2013/36, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 e EU/2016/2341 — COM(2020) 596 final.

([31]) Cfr. il capitolo 15 della relazione del gruppo consultivo sulle infrastrutture di mercato per i titoli e le garanzie sul potenziale impatto delle DLT sull'armonizzazione post-negoziazione dei titoli e sulla più ampia integrazione dei mercati finanziari dell'UE, disponibile sul sito Internet della BCE www.ecb.europa.eu.

([32]) Cfr. l'allegato IIA all'Indirizzo BCE/2012/27; Indirizzo BCE/2012/13 e Decisione ECB/2011/20. Cfr. anche il contratto quadro T2S e il contratto collettivo disponibili sul sito Internet della BCE www.ecb.europa.eu.

3.3.4. Nei casi in cui il regolamento dei valori mobiliari DLT è previsto al di fuori di T2S, gli SRT DLT possono anche essere soggetti ad alcune delle limitazioni nell'assicurare il regolamento in moneta di banca centrale derivanti dagli attuali vincoli tecnologici nonché dal quadro contrattuale e regolamentare, a seconda delle caratteristiche specifiche dell'SRT DLT e degli orientamenti applicabili della BCE ([33]). Le stesse considerazioni relative al regolamento al di fuori di T2S si applicano *mutatis mutandis* agli operatori di MTF DLT.

3.3.5. *Regolamento dei pagamenti con persone sprovviste di licenza come enti creditizi*

Ai sensi del regolamento sui CSD, qualora il regolamento tramite conti di banca centrale non sia pratico e disponibile, un CSD può offrire il regolamento dei pagamenti in contanti per la totalità o una parte del suo SRT tramite conti aperti presso un ente creditizio o attraverso i conti propri del CSD stesso. Se un CSD offre di regolare in conti aperti presso un ente creditizio o attraverso i propri conti, deve farlo conformemente alle disposizioni del titolo IV del regolamento sui CSD ([34]). Mentre la proposta di regolamento prevede che un CSD che gestisce un SRT DLT debba individuare, misurare, monitorare, gestire e minimizzare i rischi di controparte derivanti dall'uso di moneta di banca commerciale o di token di moneta elettronica ([35]), i requisiti per garantire un regolamento in contanti affidabile mediante moneta di banca commerciale (o token di moneta elettronica) nella proposta di regolamento sono molto generali, se confrontati con i requisiti del regolamento sui CSD ([36]). Lo stesso vale, *mutatis mutandis*, anche per i gestori di MTF DLT. Significativamente, la proposta di regolamento ([37]) dispone che l'autorità competente possa esentare un CSD che gestisce un SRT DLT dalle disposizioni sul regolamento in contanti di cui al regolamento sui CSD ([38]), a condizione che il CSD garantisca la consegna contro pagamento. Ciò sembra aprire implicitamente un varco alla possibilità di esentare un CSD che regola la parte in contante delle operazioni in titoli attraverso i propri conti dall'obbligo di ottenere la licenza come ente creditizio ai sensi della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (di seguito «direttiva sui requisiti patrimoniali») ([39]) e dalle disposizioni che disciplinano i servizi accessori di tipo bancario ai sensi del regolamento sui CSD ([40]). Analogamente, la formulazione ampia di tale disposizione nella proposta di regolamento ([41]) potrebbe anche essere interpretata nel senso di aprire implicitamente un varco all'esenzione di un CSD dal regolamento della parte in contante delle operazioni su titoli tramite conti aperti presso un ente creditizio provvisto di licenza.

3.3.6. Ai sensi della direttiva sui requisiti patrimoniali, alle persone o imprese che non sono enti creditizi è vietato effettuare l'attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili presso il pubblico. Tale divieto non si applica ai «ai casi espressamente previsti dal diritto nazionale o dell'Unione» ([42]). Si suggerisce che la possibilità di un'esenzione ai sensi della proposta di regolamento dall'applicazione dell'articolo 40 e del titolo IV del regolamento sui CSD sul regolamento in contanti non sia sufficientemente chiara per poter essere considerata un «caso espressamente previsto dal diritto dell'Unione» che consentirebbe a una persona che non è un ente creditizio di ricevere depositi dal pubblico. In considerazione di questo apparente conflitto tra la proposta di regolamento e la direttiva sui requisiti patrimoniali, gli organi legislativi dell'Unione devono chiarire espressamente l'esatta portata della deroga alle disposizioni in materia di regolamento in contanti di cui al regolamento sui CSD che può essere richiesta da un CSD che gestisce un SRT DLT (o un gestore di un MTF DLT ([43])).

3.3.7. In assenza di dettagli specifici sulle modalità di regolamento dei pagamenti in token di moneta elettronica, i partecipanti a un CSD che gestisce un SRT DLT potrebbero aprire conti direttamente presso il CSD al fine di regolare la parte in contante di un'operazione in titoli in token di moneta elettronica o, in alternativa, il CSD che gestisce un SRT DLT e i suoi partecipanti potrebbero aprireun conto presso un terzo che fornisce servizi relativi a token di moneta elettronica. In questi due casi, il CSD o il terzo sarebbero emittenti di token di moneta elettronica e garantirebbero che il regolamento della parte in contante avvenga in token di moneta elettronica. A tale riguardo, è opportuno rilevare che, ai sensi della proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività, i token di moneta elettronica possono essere emessi solo da istituti di credito o da istituti di moneta elettronica ([44]). In assenza di disposizioni contrarie ai sensi della proposta di regolamento, la BCE ritiene che l'esenzione prevista dalla proposta di regolamento per quanto riguarda le disposizioni in materia di regolamento in contanti di cui al regolamento sui

([33]) Indirizzo (UE) 2015/510 (BCE/2014/60) e Indirizzo ECB/2012/27.
([34]) Cfr. l'articolo 40, paragrafo 2, e l'articolo 54 del regolamento sui CSD.
([35]) Cfr. l'articolo 4, paragrafo 3, della proposta di regolamento.
([36]) Cfr. l'articolo 40 e il titolo IV del regolamento sui CSD.
([37]) Cfr. il considerando 24 e l'articolo 5, paragrafo 5, della proposta di regolamento. Cfr. anche per gli MTF DLT il considerando 16 e l'articolo 4, paragrafo 3, lettera f), della proposta di regolamento.
([38]) Cfr. l'articolo 40 del regolamento sui CSD.
([39]) Cfr. l'articolo 9 della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338).
([40]) Cfr. titolo IV del regolamento sui CSD e sezione C del relativo allegato.
([41]) Cfr. l'articolo 5, paragrafo 5, della proposta di regolamento.
([42]) Cfr. articolo 9 della direttiva sui requisiti patrimoniali.
([43]) Cfr. l'articolo 4, paragrafo 3, della proposta di regolamento.
([44]) Cfr. articolo 43 della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività.

CSD ([45]) non sia intesa ad esentare un CSD o un terzo che emette token di moneta elettronica e che regola la parte in contante delle operazioni su titoli attraverso i propri conti, dai requisiti di autorizzazione previsti dalla proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività. Le stesse considerazioni sul regolamento degli obblighi di pagamento in token di moneta elettronica si applicano *mutatis mutandis* agli operatori di MTF DLT ([46]). È difficile comprendere perché gli organi legislativi dell'Unione dovrebbero, da un lato, imporre che i token di moneta elettronica possano essere emessi solo da istituti di credito o da istituti di moneta elettronica e, dall'altro, aprire implicitamente alla possibilità di regolamento della parte in contante delle operazioni in titoli in contante tradizionale o in monete di regolamento tramite conti aperti presso persone sprovviste di licenza come enti creditizi.

3.3.8. Nel decidere se intende aprire alla possibilità di regolamento della parte in contante delle operazioni in titoli tramite conti aperti presso persone sprovviste di licenza come enti creditizi, gli organi legislativi dell'Unione possono voler tener conto dei Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari (PFMI) CPIM-IOSCO ([47]). In particolare, ai sensi del principio 9 dei PFMI CPMI-IOSCO (Regolamento monetario), se il regolamento monetario non avviene in moneta di banca centrale, il principio 9 CPMI-IOSCO prevede solo il regolamento in moneta di banca commerciale o nei libri contabili propri dell'FMI. In particolare, il principio 9 CPMI-IOSCO prevede che, se l'FMI effettua transazioni monetarie sui propri libri contabili, dovrebbe ridurre al minimo e controllare rigorosamente i rischi di credito e di liquidità. In un accordo di questo tipo, un'FMI offre conti di cassa ai propri partecipanti e le obbligazioni di pagamento o di regolamento sono adempiute fornendo ai partecipanti di un"MI un credito diretto nei confronti dell'FMI stessa. Il rischio di credito e il rischio di liquidità associati a un credito nei confronti di un'FMI sono pertanto direttamente connessi ai rischi complessivi di credito e di liquidità dell'FMI. Un modo in cui un'FMI potrebbe ridurre al minimo tali rischi consiste nel limitare le proprie attività e operazioni alla compensazione e al regolamento e ai processi ad essi strettamente correlati. Inoltre, per regolare le obbligazioni di pagamento, l'FMI potrebbe essere costituita come istituzione finanziaria speciale e limitare la fornitura di conti di cassa ai soli partecipanti. A seconda delle legislazioni locali, tali istituzioni finanziarie speciali sarebbero generalmente tenute ad avere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria ed essere soggette a vigilanza prudenziale ([48]).

3.3.9. Ai sensi del regolamento proposto, le persone fisiche possono partecipare direttamente alle infrastrutture di mercato DLT. Se la parte in contante di un'operazione in titoli dovesse avvenire nei libri contabili di una persona che non è un ente creditizio provvisto di licenza, ciò avrebbe come conseguenza che i conti di cassa detenuti da persone fisiche, nonché da persone giuridiche quali microimprese e piccole e medie imprese, presso infrastrutture di mercato DLT non beneficerebbero della protezione del sistema di garanzia dei depositi ai sensi della direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (di seguito «direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi») ([49]) e della preferenza accordata ai depositanti ai sensi della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ([50]) (di seguito «BRRD»). La direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi e la preferenza per i depositanti ai sensi della BRRD si applicano solo ai depositi sotto forma di saldo a credito risultante da fondi depositati su un conto o da situazioni temporanee derivanti da normali operazioni bancarie e che un ente creditizio è tenuto a rimborsare ([51]). Tenuto conto del principio 9 CPMI-IOSCO, in particolare della riduzione al minimo e del rigoroso controllo dei rischi di credito e di liquidità derivanti dai regolamenti monetari tramite FMI, tale situazione non sembra fornire uno strumento sufficiente per salvaguardare i fondi delle persone fisiche collocati presso operatori di infrastrutture di mercato DLT. Inoltre, la proposta di regolamento non stabilisce alcuna soglia per limitare la capacità degli operatori di infrastrutture del mercato DLT di detenere fondi di persone fisiche, di microimprese e piccole e medie imprese, nonostante la possibilità che tali persone possano erroneamente credere che i loro fondi costituiscano depositi che beneficiano dei vantaggi della direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi e della preferenza per i depositanti ai sensi della direttiva BRRD.

3.3.10. Infine, gli organi legislativi dell'Unione potrebbero voler valutare se possano emergere rischi per la stabilità del sistema finanziario nel caso in cui le esenzioni dai requisiti di autorizzazione previsti dalla direttiva sui requisiti patrimoniali, dal regolamento sui CSD e dalla proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività in relazione (a) all'esercizio dell'attività di raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili presso il pubblico, (b) alla

([45]) Cfr. l'articolo 5, paragrafo 5, della proposta di regolamento e l'articolo 40 del regolamento sui CSD.

([46]) Cfr. l'articolo 4, paragrafo 3, della proposta di regolamento.

([47]) Cfr. Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari CPIM-IOSCO disponibili sul sito Internet della Banca dei regolamenti internazionali all'indirizzo www.bis.org.

([48]) Cfr. paragrafo 3.9.7 dei Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari (PFMI) CPIM-IOSCO.

([49]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 3, della Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 149). Cfr. altresì l'articolo 2, paragrafo 2, lettera c), della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività.

([50]) Cfr. l'articolo 108 della Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 190).

([51]) Cfr. articolo 2, paragrafo 1, punto 3), della direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, in combinato disposto con l'articolo 2, paragrafo 1, punti 4) e 5), nonché gli articoli 5 e 6 della stessa direttiva e l'articolo 2, paragrafo 1, punti 94) e 95), e l'articolo 108 della BRRD.

fornitura di servizi accessori di tipo bancario e (c) all'emissione di token di moneta elettronica, siano concesse ai sensi della proposta di regolamento. Le esenzioni da detti requisiti di autorizzazione comporterebbero uno spostamento dagli enti creditizi agli operatori non bancari di attività che rientrano tipicamente nella sfera di competenza del settore bancario. Di conseguenza, i partecipanti alle infrastrutture di mercato DLT e potenzialmente i partecipanti agli SRT o agli MTF esistenti gestiti dagli stessi operatori delle infrastrutture di mercato DLT, incluse le FMI connesse, sarebbero esposti a rischi di credito e di liquidità più elevati in quanto i rigorosi requisiti regolamentari e prudenziali previsti per gli enti creditizi non si applicano agli operatori non bancari. In ultima analisi, le infrastrutture di mercato DLT beneficerebbero di un livello e di una gamma di garanzie inferiori che potrebbero essere d'ostacolo non solo alla loro solidità complessiva, ma anche, più in generale, alla diffusione della tecnologia DLT nel settore della post-negoziazione.

3.3.11. *Requisiti in materia di gestione dei rischi applicabili ai servizi accessori di tipo bancario*

Il regolamento sui CSD impone requisiti molto restrittivi per i servizi accessori di tipo bancario, in quanto la prestazione di tali servizi comporta rischi finanziari significativi, tra cui rischi di credito infragiornalieri e di liquidità. Il ruolo dei CSD nei mercati finanziari e la loro importanza sistemica giustificano rigorosi requisiti in materia di gestione dei rischi volti a garantire la resilienza in circostanze estreme ma plausibili. In particolare, come osservato in precedenza, solo ai CSD autorizzati come enti creditizi e agli enti creditizi designati ([52]) che rispettano i requisiti di cui al titolo IV del regolamento sui CSD ([53]) è consentito prestare servizi accessori di tipo bancario. La BCE osserva che la proposta di regolamento prevede la possibilità che un CSD autorizzato come ente creditizio e che gestisce un SRT DLT, o che si avvale di un ente creditizio per la prestazione di servizi accessori di tipo bancario, sia esentato dai requisiti di cui all'articolo 40 del regolamento sui CSD, compresi quelli definiti nel titolo IV dello stesso regolamento. La portata dell'esenzione non è definita nella proposta di regolamento, pertanto si intende che un SRT DLT gestito da un CSD può essere esentato da alcuni o da tutti i requisiti di cui al titolo IV del regolamento sui CSD, inclusi quelli relativi all'ambito dei servizi accessori di tipo bancario, alla gestione dei rischi di credito e di liquidità e alle maggiorazioni di capitale ([54]).

A seconda della portata di un'esenzione, il livello di rischio cui gli SRT DLT possono essere esposti varierebbe e, in particolare, se l'esenzione coprisse tutti i requisiti di cui a titolo IV, i rischi potrebbero essere molto significativi. Tuttavia, i requisiti ([55]) applicabili per il regolamento in moneta di banca commerciale, come stabiliti nella proposta di regolamento, sono solo generali e potrebbero non garantire l'applicazione di misure di gestione del rischio commisurate ai rischi sostenuti. Alla luce di quanto precede, la BCE propone che gli organi legislativi dell'Unione precisino in modo più dettagliato la portata delle esenzioni all'articolo 40 del regolamento CSD e le condizioni da soddisfare per beneficiare di tali esenzioni. Lo stesso dovrebbe valere, *mutatis mutandis*, anche per gli operatori di MTF DLT che non effettuano regolamenti in moneta di banca centrale, tenendo conto delle considerazioni sulla garanzia di parità di condizioni tra i sistemi multilaterali di negoziazione DLT e gli SRT DLT, come indicato al paragrafo 1.3.

3.4. *Tutele in caso di insolvenza ai sensi della direttiva sul carattere definitivo del regolamento*

Ai sensi della proposta di regolamento, la gestione di un SRT DLT da parte di un CSD può non essere equivalente alla gestione di un «sistema», quale definito nella direttiva sul carattere definitivo del regolamento, non da ultimo perché, secondo la proposta di regolamento, le persone fisiche sono partecipanti ammissibili a un SRT DLT ([56]). In tal caso, la gestione di un SRT DLT non sarebbe considerata un'estensione delle attività o dei servizi ai sensi del regolamento sui CSD ([57]) , bensì un'attività aggiuntiva o un servizio aggiuntivo che dovrebbero essere soggetti alla procedura di valutazione e autorizzazione a norma del regolamento sui CSD. La BCE formula tre osservazioni al riguardo. *In primo luogo*, la BCE richiama il ruolo centrale del concetto di definitività (giuridica) per la tutela dei partecipanti ai sistemi di regolamento dalle conseguenze destabilizzanti delle procedure di insolvenza nei confronti di altri partecipanti e per la riduzione dei rischi sistemici derivanti dal funzionamento delle FMI. Se un SRT DLT non dovesse qualificarsi come « sistema » ai sensi della direttiva sul carattere definitivo del regolamento, le tutele in materia di insolvenza ivi previste non si applicherebbero all'SRT DLT stesso. *In secondo luogo*, la BCE osserva che la proposta di regolamento non è chiara in merito alle misure giuridiche che potrebbe essere necessario adottare quando lo stesso CSD gestisce contemporaneamente un SRT e un SRT DLT (ad esempio al fine di delimitare i due SRT affidando la loro attività a entità giuridiche separate). Qualora si concretizzassero rischi

([52]) Ai sensi del regolamento sui CSD, un ente creditizio che offre di regolare i pagamenti in contanti per parte dell'SSS del CSD è esentato da alcuni requisiti del titolo IV solo se il valore totale di tale regolamento in contanti attraverso conti aperti presso l'ente creditizio in questione non supera determinate soglie nell'arco di un periodo di tempo. Cfr. l'articolo 54, paragrafo 4, e l'articolo 5 del regolamento sui CSD.

([53]) In particolare, l'articolo 54, paragrafo 4, lettera d), del regolamento sui CSD stabilisce che l'ente creditizio utilizzato come agente di regolamento del contante può essere utilizzato solo per fornire servizi accessori di tipo bancario come definiti nel regolamento sui CSD e non per svolgere altre attività.

([54]) L'esenzione dall'obbligo di essere titolari di una licenza bancaria è trattata ai punti da 3.3.5 a 3.3.10.

([55]) Cfr. l'articolo 5, paragrafo 5, punto 4), della proposta di regolamento.

([56]) Cfr. articolo 2, lettere a) e d) della direttiva sul carattere definitivo del regolamento e il considerando 23 e articolo 5, paragrafo 8, della proposta di regolamento.

([57]) Cfr. l'articolo 19 del regolamento sui CSD e il considerando 33 della proposta di regolamento.

relativi alla definitività per gli SRT DLT e/o per i loro partecipanti sprovvisti di tutela, tali rischi potrebbero ripercuotersi su altri SRT ordinari gestiti dallo stesso CSD, nonché sui suoi partecipanti. Tali rischi potrebbero concretizzarsi, ad esempio, quando uno o più soggetti partecipano sia a un SRT ordinario che a un SRT DLT gestito dallo stesso CSD. Alla luce di quanto precede, sarebbe utile che la proposta di regolamento imponesse a un CSD che gestisce un SRT DLT (in parallelo o meno alla gestione di un SRT normale) di spiegare chiaramente i rischi relativi all'insolvenza e al carattere definitivo del regolamento ai quali i suoi partecipanti sono esposti, nonché eventuali misure di attenuazione adottate dal CSD per mitigare tali rischi. *In terzo luogo*, la BCE ritiene opportuno che la proposta di regolamento contempli esplicitamente il coinvolgimento delle autorità interessate nella valutazione dei rischi che possono derivare dalla gestione in parallelo degli SRT normali e gli SRT DLT, nell'ambito del processo di autorizzazione di un CSD.

3.5. *Parità di condizioni tra gli operatori delle infrastrutture di mercato DLT*

La proposta di regolamento fa brevemente cenno alla questione della prevenzione e della gestione dei mancati regolamenti, che è fondamentale per promuovere la disciplina di regolamento e il regolamento sicuro ed efficiente delle operazioni ([58]). Sussiste qui una notevole asimmetria tra i requisiti applicabili a un MTF DLT e le disposizioni stabilite nel regolamento sui CSD ([59]). L'assenza di requisiti uniformi in materia di mancati regolamenti può determinare una corsa al ribasso tra gli operatori degli MDLT e, in ultima analisi, può tradursi in un trattamento più favorevole degli operatori degli MTF DLT rispetto ai CSD nonché in un livello inferiore di sicurezza dei regolamenti per i partecipanti agli MTF DLT rispetto ai partecipanti ai CSD.

3.6. *Strategia di uscita per i gestori di infrastrutture di mercato DLT e di valori mobiliari DLT dalla negoziazione*

La proposta di regolamento fa riferimento in termini generali a una strategia di transizione, vale a dire a una strategia di uscita di cui gli operatori delle infrastrutture di mercato DLT devono disporre nel caso in cui l'autorizzazione o alcune delle esenzioni concesse debbano essere revocate o altrimenti sospese, o in caso di cessazione volontaria o involontaria dell'attività ([60]). In caso di revoca di autorizzazioni o esenzioni o qualora la valutazione di mercato dei valori mobiliari DLT superi determinate soglie, un gestore di un'infrastruttura di mercato DLT può dover apportare modifiche sostanziali la cui attuazione richiederebbe probabilmente un periodo di tempo significativo. Inoltre, se non esiste un operatore alternativo di un'infrastruttura di mercato DLT in grado o intenzionato a garantire la continuità dei servizi, la revoca di un'autorizzazione specifica o di una delle esenzioni concesse ([61]) può non essere attuata nella pratica, in contrasto con lo spirito della proposta di regolamento. Alla luce di quanto precede, la BCE propone che gli organi legislativi dell'Unione forniscano maggiori dettagli sul contenuto specifico della strategia di uscita e sul calendario per la sua attuazione. Inoltre, la proposta di regolamento dovrebbe essere integrata da procedure specifiche applicabili in caso di rimozione di valori mobiliari DLT dalla negoziazione in un MTF DLT, nonché in caso di violazione del limite alla capitalizzazione di mercato di 200 milioni di euro per l'ammissione alla negoziazione in un MTF DLT. Cosa ancora più importante, è opportuno indicare chiaramente in che modo gli investitori che detengono i pertinenti valori mobiliari DLT sarebbero tutelati in tali casi. Occorre indicare se l'emittente (o il suo azionista principale) debba riacquistare i pertinenti valori mobiliari DLT, se tale operazione sia obbligatoria anche per gli investitori e le modalità per determinare il prezzo equo in tali casi. In alternativa, la BCE suggerisce che dovrebbero essere in vigore disposizioni specifiche per la conversione di tali valori mobiliari DLT in valori mobiliari « non DLT » registrati in un CSD.

3.7. *Interazione con la proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività*

3.7.1. Sussiste un disallineamento potenziale tra la proposta di regolamento e l'ambito di applicazione della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività. Nei modelli di regolamento per i token di moneta elettronica, descritti al paragrafo 3.3.7, gli emittenti e/o i fornitori di servizi che, ai sensi della proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività, rientrano nelle definizioni quadro degli emittenti di cripto-attività e dei fornitori di servizi di cripto-attività, fornirebbero di fatto servizi in relazione a strumenti finanziari, in particolare valori mobiliari DLT. In tal caso, sembra che tali servizi non siano disciplinati né dalla proposta di regolamento né dalla proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività.

3.7.2. Inoltre, ai sensi della proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività, i token di moneta elettronica classificati come significativi sono soggetti a requisiti aggiuntivi ([62]). In particolare, per quanto riguarda la custodia delle attività di riserva ([63]), gli emittenti di token di moneta elettronica significativi devono garantire in ogni momento che le attività di riserva non siano gravate o costituite in garanzia a titolo di «contratto di garanzia

([58]) Cfr. l'articolo 4, paragrafo 3, lettera g) della proposta di regolamento.
([59]) Cfr. l'articolo 6, paragrafi 3 e 4, e l'articolo 7 del regolamento sui CSD.
([60]) Cfr. l'articolo 6, paragrafo 6, e l'articolo 3, paragrafo 5, della proposta di regolamento.
([61]) Cfr. l'articolo 7, paragrafo 6, e l'articolo 8, paragrafo 6, della proposta di regolamento.
([62]) Cfr. gli articoli 33 e 52 della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività.
([63]) Cfr. articolo 33, paragrafo 1, lettera b), e l'articolo 52, lettera a), della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività.

finanziaria», «contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà » o « contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale» ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 2, paragrafo 1, lettere a), b) e c), della direttiva n. 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio ([64]). In considerazione del fatto che, ai fini del regolamento delle operazioni in titoli, potrebbe essere necessario costituire in garanzia valori mobiliari DLT o token di moneta elettronica, non è chiaro in che modo un pegno a titolo di «contratto di garanzia finanziaria», «contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà» o «contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale» potrebbe essere validamente escusso sulla riserva di attività in token di moneta elettronica alla luce dei suddetti limiti previsti dalla proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività. Al fine di utilizzare i token di moneta elettronica nel contesto del regolamento titoli, è della massima importanza assicurare che essi possano essere forniti come garanzia reale. Alla luce di quanto precede, la BCE ritiene che occorra riflettere ulteriormente e prestare maggiore attenzione all'interazione tra la proposta di regolamento, la proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività e la vigente normativa dell'Unione in materia di servizi finanziari e di banche.

4. **Aspetti di vigilanza prudenziale**

4.1. La BCE e l'ANC rilevanti sono le autorità competenti che esercitano determinati poteri di vigilanza prudenziale a norma del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ([65]) (di seguito denominato il «regolamento sui requisiti patrimoniali») e della direttiva sui requisiti patrimoniali. Inoltre, il regolamento sull'MVU attribuisce alla BCE compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi dell'area dell'euro e attribuisce alla BCE la responsabilità del funzionamento efficace e coerente del meccanismo di vigilanza unico (SSM) nell'ambito del quale le specifiche responsabilità di vigilanza prudenziale sono ripartite tra la BCE e le ANC partecipanti ([66]). In particolare, la BCE ha il compito di autorizzare e revocare le autorizzazioni di tutti gli enti creditizi. Per gli enti creditizi significativi, la BCE ha altresì il compito, tra l'altro, di assicurare il rispetto della pertinente normativa dell'Unione che impone agli enti creditizi requisiti prudenziali, compreso l'obbligo di adottare solidi dispositivi di governo societario, quali solidi processi di gestione del rischio e meccanismi di controllo interno ([67]). A tal fine, alla BCE sono conferiti tutti i poteri di vigilanza per intervenire nell'attività degli enti creditizi al fine dell'esercizio delle sue funzioni.

4.2. La proposta di regolamento stabilisce i requisiti di base per il funzionamento delle infrastrutture di mercato DLT, unitamente a una serie di esenzioni che possono essere richieste da requisiti specifici integrati nella MiFID II, nel regolamento (UE) n. 2014/600 e nel regolamento sui CSD. Ciò significa che le imprese di investimento gli e operatori del mercato autorizzati anche come enti creditizi possono chiedere all'autorità nazionale competente l'autorizzazione a gestire infrastrutture di mercato DLT ai fini, tra l'altro, della registrazione e del regolamento di valori mobiliari DLT. Inoltre, il regolamento proposto impone gestori delle infrastrutture di mercato DLT di cooperare con le autorità competenti incaricate di concedere autorizzazioni specifiche e con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ([68]).

4.3. La BCE osserva che l'attuale approccio adottato per quanto riguarda il processo di autorizzazione favorisce la parità di trattamento sia per gli enti creditizi che per gli operatori diversi dagli enti creditizi e rappresenta un passo avanti verso una vigilanza basata sul rischio che tenga conto delle attività svolte da un determinato soggetto. Ciò detto, sebbene il regolamento proposto non preveda il coinvolgimento della BCE (in qualità di autorità di vigilanza prudenziale) nel processo di autorizzazione e di esenzione, può essere rilevante per la BCE, dal punto di vista della vigilanza prudenziale, ricevere informazioni dall'autorità nazionale competente in merito agli enti creditizi significativi che intendano gestire un'infrastruttura di mercato DLT. Si suggerisce pertanto che la proposta di regolamento preveda l'obbligo per l'autorità nazionale competente di notificare all'autorità di vigilanza prudenziale, inclusa la BCE per gli enti creditizi significativi, se siano concesse o meno autorizzazioni ed eccezioni, nonché i casi in cui siano imposte misure correttive. Per gli stessi motivi, si propone che la proposta di regolamento includa l'autorità di vigilanza prudenziale applicabile tra i destinatari delle relazioni periodiche da parte dei gestori di un'infrastruttura di mercato DLT ([69]).

([64]) Direttiva 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria (GU L 168 del 27.6.2002, pag. 43).

([65]) Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

([66]) Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287 del 29.10.2013, pag. 63).

([67]) Cfr. l'articolo 4, paragrafo 1, lettera e) e l'articolo 6, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 1024/2013.

([68]) Cfr. l'articolo 9 della proposta di regolamento.

([69]) Cfr. l'articolo 9, paragrafo 4, della proposta di regolamento.

Quando la BCE raccomanda di modificare la proposta di regolamento, indica in un separato documento di lavoro tecnico specifiche proposte redazionali, accompagnate da note esplicative.

Il presente parere sarà pubblicato su EUR-Lex.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 28 aprile 2021.

La presidente della BCE
Christine LAGARDE