



**CAMERA DEI DEPUTATI**

**VI Commissione permanente (Finanze)**

**Pacchetto Finanza Digitale**

**Audizione della CONSOB**

**Commissario Paolo Ciocca**

**SCHEDA TECNICA**

Roma 8 giugno 2021

La presente scheda intende sviluppare alcune considerazioni sul c.d. “Pacchetto sulla finanza digitale” proposto dalla Commissione europea in data 24 settembre 2020, limitatamente ai principali aspetti che riguardano le competenze istituzionali della CONSOB.

In particolare, dopo un breve inquadramento sulla Comunicazione della Commissione europea relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, si passeranno in rassegna le proposte legislative pubblicate dalla Commissione in tema di *crypto-asset*, regime sperimentale per le infrastrutture di mercato e resilienza operativa.

## 1. LA STRATEGIA IN MATERIA DI FINANZA DIGITALE

Il 24 settembre 2020 la Commissione europea ha pubblicato un pacchetto di misure che definiscono una strategia per i pagamenti *retail* e una strategia in materia di finanza digitale. Con riferimento a tale ultimo aspetto, la Commissione europea ha contestualmente pubblicato quattro proposte legislative che danno una prima attuazione ad alcuni degli obiettivi della strategia in materia di finanza digitale.

La “Strategia per la finanza digitale” [COM (2020) 591] si prefigge di sfruttare appieno le possibilità offerte dalla finanza digitale in favore dei consumatori e delle imprese e identifica quattro priorità, che si declinano in una pluralità di azioni:

1. rimuovere la frammentazione del mercato unico digitale, favorendone l'integrazione mediante il meccanismo del passaporto; la Commissione europea prevede altresì di rafforzare il ruolo dello *European Forum of Innovation Facilitators* (EFIF), istituito presso il Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza, per agevolare l'interazione tra imprese e Autorità;
2. adeguare il quadro normativo dell'UE per favorire l'innovazione digitale: le proposte legislative MICAR e PILOT volte all'ordinato sviluppo dei mercati di *crypto-asset* e dei *security token* emessi su infrastrutture DLT, analizzate di seguito, sono funzionali al raggiungimento di questo obiettivo;
3. promuovere l'innovazione guidata dall'utilizzo dei dati nella finanza istituendo uno spazio comune di dati; in questo ambito è prevista anche la creazione di un *hub* europeo per la raccolta e l'accesso unico di informazioni finanziarie e non finanziarie in formato elettronico, iniziativa contemplata anche nel nuovo piano di azione per la *Capital Markets Union*;
4. far fronte alle sfide e ai rischi connessi alla trasformazione digitale, anche aumentando la resilienza operativa; in questo ambito si inquadra il Regolamento DORA, che verrà trattato nel prosieguo.

Avendo a mente l'obiettivo cardine della tutela degli investitori, la CONSOB monitora attentamente gli sviluppi del mercato digitale e ritiene necessario preservare il principio "stessa attività, stesso rischio, stesse norme" come già enunciato dalla Commissione europea nella propria strategia.

## 2. LA PROPOSTA DI REGOLAMENTO MiCA

### Premessa

La proposta di Regolamento su mercati in *crypto-asset*, che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 ("**Regolamento MiCA**" o "**MiCAR**") è volta a disciplinare le cripto-attività che non sono già regolate da altri atti legislativi europei<sup>1</sup>, nonché gli *e-money token*. Il Regolamento MiCA si propone l'obiettivo di fornire certezza legale, supportare l'innovazione, proteggere i consumatori e l'integrità del mercato, garantire la stabilità finanziaria e mitigare i rischi all'efficace trasmissione della politica monetaria e alla sovranità monetaria.

### Contenuto della proposta

La proposta di Regolamento MiCA intende introdurre norme uniformi direttamente applicabili agli emittenti di *crypto-asset* e ai prestatori di servizi su *crypto-asset*, che prevalgono su quelle nazionali eventualmente già vigenti, in tema di:

- a) trasparenza e obblighi di *disclosure* inerenti all'emissione e ammissione alle negoziazioni di *crypto-asset*;
- b) autorizzazione e vigilanza dei fornitori di servizi su *crypto-asset*, degli emittenti di *asset-referenced token* e degli emittenti di *token* moneta elettronica;
- c) gestione, organizzazione e *governance* degli emittenti di *asset-referenced token*, degli emittenti di *token* moneta elettronica e dei fornitori di servizi su *crypto-asset*;
- d) protezione dei consumatori in relazione all'emissione, negoziazione, scambio e custodia di *crypto-asset*;
- e) prevenzione di *market abuse* per assicurare l'integrità dei mercati di *crypto-asset* che siano scambiati su una piattaforma di *trading*.

Il Regolamento MiCA prevede un regime differenziato per l'offerta dei *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced token* ("**ART**") e dagli *e-money token* ("**EMT**") e per l'offerta di ART e EMT. Nel primo caso, l'emittente è tenuto a redigere e pubblicare un

---

<sup>1</sup> In particolare, secondo quanto proposto dalla Commissione europea sono esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento MiCA, i *crypto-asset* qualificabili quali: (a) strumenti finanziari; (b) moneta elettronica, fatta eccezione per i casi in cui si qualificano come *e-money token* ai sensi del Regolamento MiCA; (c) depositi; (d) depositi strutturati; (e) cartolarizzazioni.

*white paper* il cui contenuto è stabilito dal Regolamento MiCA. Per il citato *white paper* non è contemplata una preventiva autorizzazione ad opera delle Autorità di vigilanza, bensì un regime di mera notifica preventiva all’Autorità dello Stato membro di origine dell’emittente. La citata Autorità dispone del potere di richiedere integrazioni e modifiche al *white paper*, ovvero di sospendere e vietare l’offerta in caso di violazione del MiCAR.

Per gli ART, invece, si prevede una preventiva autorizzazione con riferimento sia all’emittente sia al *white paper*. Tale autorizzazione può essere richiesta solamente da una persona giuridica avente sede nell’Unione europea ed è rilasciata dall’Autorità dello Stato membro di origine, in stretto raccordo con le Autorità europee di vigilanza. Nel caso in cui gli ART siano particolarmente significativi per il mercato interno la vigilanza è attribuita all’EBA. Da ultimo, gli EMT possono essere emessi unicamente da banche o da istituti di moneta elettronica. I citati soggetti, oltre a rispettare la disciplina loro ordinariamente applicabile, sono tenuti anche a conformarsi ai requisiti del MiCAR.

Il Regolamento MiCA accorda il passaporto europeo sia agli emittenti di *crypto-asset* sia ai prestatori di servizi su cripto-attività, creando così un mercato integrato a livello europeo.

Si tratta di una proposta legislativa organica che, tra le prime nel contesto globale, mira a predisporre un quadro regolamentare applicabile alle varie tipologie di cripto-attività presenti sul mercato, dagli *utility token* agli *investment token* diversi dagli strumenti finanziari sino alle c.d. *stablecoin* (nella forma degli *asset-referenced token* e degli *e-money token*) e ai servizi che hanno a oggetto tale tipologia di prodotti.

La proposta legislativa formulata dalla Commissione europea è attualmente allo studio del Consiglio dell’Unione europea e del Parlamento europeo. La CONSOB, in coordinamento con la Banca d’Italia, fornisce supporto tecnico alle strutture del Ministero dell’Economia e delle Finanze che partecipano direttamente ai lavori del *working party on financial services* del Consiglio.

Nel prosieguo, si enunceranno i principali profili di attenzione per l’Istituto di più diretta attinenza con le competenze della CONSOB.

Si rileva, sin da subito, che non si concentrerà l’attenzione sugli aspetti connessi alla tutela della sovranità monetaria, dell’ordinato funzionamento del mercato dei pagamenti e della trasmissione della politica monetaria, con particolare riferimento alla disciplina degli *asset-referenced token* e degli *e-money token*. Resta il fatto che la convivenza tra moneta pubblica e moneta privata crea difficoltà di vigilanza. Sul punto la delegazione italiana, nel corso del negoziato, ha rappresentato l’esigenza di introdurre appositi presidi volti a evitare confusione tra ciò che è moneta avente corso legale, a cui si associa l’efficacia liberatoria dei pagamenti, e ciò che, invece, non dovrebbe essere configurabile come moneta privata (gli *asset-referenced token*), pena la creazione di potenziali fonti di instabilità per il sistema.

## Considerazioni

La CONSOB condivide gli obiettivi sottesi alla proposta di Regolamento MiCA. Nell'esercizio delle proprie funzioni istituzionali, infatti, sono emersi i limiti della legislazione vigente per affrontare i rischi posti da nuove tipologie di prodotti che possono essere percepiti dal mercato come alternativi alle più tradizionali modalità di investimento.

La natura ibrida di tali prodotti e l'intrinseca connotazione transfrontaliera del fenomeno rendono opportuna una regolamentazione "cross-settoriale", uniforme a livello europeo, che assegni un chiaro ruolo alle Autorità di vigilanza europee tenute ad operare in raccordo con le Autorità nazionali competenti.

Ciò posto, nel corso del negoziato la CONSOB ha trasmesso al Ministero osservazioni, tra l'altro, con riferimento alle seguenti attività chiave.

- **Ambito di applicazione oggettivo del MiCAR** - La proposta di Regolamento utilizza una nozione di cripto-attività molto ampia, volta a evitare rischi di elusione della normativa. In particolare, sono attratti nell'ambito di applicazione gli *e-money token* e quelle cripto-attività diverse dagli strumenti finanziari o da altri prodotti già disciplinati da altri atti dell'Unione europea.

Poiché il Regolamento MiCA prevede un passaporto per i prodotti e per i prestatori di servizi, definire in modo puntuale l'ambito di applicazione oggettivo del regolamento risulta determinante. In assenza di tale preventiva corretta qualificazione, vi è il rischio che facciano ingresso nel mercato domestico prodotti o servizi ricondotti alla disciplina MICAR rispetto ai quali dovrebbe invece trovare applicazione l'ordinario set di norme settoriali già vigenti.

Nel corso del negoziato, la CONSOB ha sostenuto la necessità di introdurre misure di livello 2 (in quanto tali vincolanti per tutti gli Stati membri) che dettagliano ulteriormente la nozione di strumento finanziario nell'ecosistema DLT, al fine di consentirne una più agevole distinzione dai *crypto-asset* di cui al MiCAR ed evitare arbitraggi tra discipline. In assenza di adeguati livelli di armonizzazione, Bisognerebbe quantomeno garantire alle Autorità dello Stato membro ospitante il potere di interpellare le Autorità europee sulla corretta classificazione dei *crypto-asset* offerti sul proprio territorio.

La CONSOB ha auspicato, altresì, l'introduzione di appositi meccanismi volti a sospendere lo svolgimento dell'offerta nel caso in cui vi siano dubbi circa la corretta qualificazione dei prodotti nelle more dell'intervento delle Autorità europee.

- **Disciplina sulle comunicazioni di marketing** - il mercato dei *crypto-asset* richiede particolare attenzione nella declinazione delle regole riguardanti le comunicazioni di *marketing*. Ciò risulta necessario alla luce della tendenziale disintermediazione del mercato di riferimento e della complessità insita in tale tipologia di *asset*. Le scelte di *trading* su *crypto-asset* da parte di risparmiatori privi di particolare esperienza in campo finanziario e tecnologico risultano esposte alle dinamiche comportamentali evidenziate dagli studi di *behavioural finance*. Aggressive campagne di *marketing* possono sfruttare le limitate conoscenze dei destinatari di tali comunicazioni, al fine di incentivarli a compiere operazioni di *trading*. Tali campagne risultano tanto più efficaci quando idonee a dare origine ad un “effetto gregge”, che aumenta la volatilità e il rischio di manipolazione del mercato.

Alla luce di tali considerazioni si ritiene necessario:

- a) proibire la circolazione di comunicazioni di *marketing* in assenza della pubblicazione di un *white paper*. Si ritiene, infatti, che non debbano essere consentite attività di *marketing* su *crypto-asset* in assenza di una puntuale informativa resa al mercato. Solo in tale evenienza il destinatario della comunicazione potrebbe essere in grado di acquisire le necessarie informazioni per compiere una decisione consapevole;
  - b) rafforzare i poteri delle Autorità di vigilanza, ivi comprese quelle dello Stato membro ospitante. In particolare, alle stesse dovrebbe essere attribuito il potere di sospendere e vietare la diffusione delle comunicazioni di *marketing* analogamente a quanto già previsto per gli strumenti finanziari.
- **Accesso al mercato europeo da parte di emittenti di crypto-asset diversi dagli asset-referenced token e dagli e-money token di Paesi terzi** – la proposta della Commissione andrebbe migliorata, al fine di tenere in maggiore considerazione i rischi per i potenziali detentori di *crypto-asset* di Paesi terzi, considerati i limiti all’esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di soggetti che non hanno sede nel territorio dell’Unione europea.

In tale contesto, si valuta positivamente l’orientamento che sta emergendo dai lavori presso il Consiglio dell’Unione europea, volto a una maggiore responsabilizzare dei gestori delle piattaforme di negoziazione sulle quale si scambiano *crypto-asset* di Paesi terzi. È bene infatti che tali gestori siano chiamati a predisporre e pubblicare il *white paper*. Al riguardo, si ritiene opportuno imporre l’interposizione di un soggetto europeo, autorizzato, tenuto a garantire il rispetto del MiCAR.

Quando l’offerta al pubblico da parte di soggetti extra-UE non è assistita dall’ammissione a negoziazione dei *crypto-asset* su una piattaforma UE sarebbe auspicabile stabilire una preventiva approvazione del *white paper*, in luogo dell’ordinaria notifica *ex ante* prevista per le offerte di *crypto-asset* diversi da ART e ET, così da attribuire il potere di prevenire l’accesso al mercato europeo a emittenti o

offerenti di paesi terzi che non rispettino la disciplina di trasparenza dell'Unione. Tale competenza potrebbe essere centralizzata a livello europeo, ovvero posta in capo alle Autorità nazionali, purché siano predisposte adeguate forme di coinvolgimento delle Autorità europee, così da limitare i fenomeni di *forum shopping*.

In ogni caso, l'accesso al mercato europeo da parte di offerenti di Paesi terzi dovrebbe essere condizionato alla predisposizione di appositi accordi di cooperazione tra le Autorità di vigilanza del Paese di origine e le Autorità di vigilanza degli Stati membri in cui si svolge l'offerta. Al contempo, sarebbe utile stabilire in MICAR regole comuni atte a definire quando la prestazione dei servizi deve ritenersi svolta in Europa, attribuendo alle Autorità di vigilanza europee il compito di predisporre apposite *guidelines* per favorire una convergenza degli approcci nazionali.

- **Trattamento della decentralised-finance** – occorre chiarire come la proposta MICAR si applichi alle crypto-attività per le quali non sia identificabile un emittente, in quanto basate su protocolli automatici secondo logiche di decentralizzazione (c.d. *decentralised finance*).

Al fine di evitare “aree grigie”, nel corso dei lavori in Consiglio si sta opportunamente valutando di:

- a) differenziare il ruolo degli emittenti, degli offerenti e delle persone che richiedono l'ammissione alla negoziazione dei *crypto-asset* diversi da ART e EMT, responsabilizzando le ultime due figure anche nei casi in cui non sia possibile identificare un emittente persona giuridica;
- b) richiedere sempre la pubblicazione di un *white paper* e il rispetto delle ulteriori previsioni di cui al Titolo II nel caso in cui un *crypto-asset* diverso da ART e EMT sia negoziato su un sistema di *trading*;
- c) chiarire che le emissioni di ART e di EMT possono essere condotte unicamente da soggetti che rispettano i requisiti di cui ai Titoli III e IV del MiCAR.

Quanto alla prestazione di servizi su *crypto-asset* non apparentemente riconducibili a persone fisiche o giuridiche (es. servizi forniti da *decentralised autonomous organisation*), è bene che il MiCAR non prenda posizione sulla qualificazione giuridica di tali schemi organizzativi, essendo questa una materia di competenza del diritto privato e commerciale dei diversi Stati membri. In ogni caso, non andrebbe consentita la prestazione di servizi su *crypto-asset* in assenza dei presidi a tutela degli investitori dettati dal Regolamento.

### 3. IL PILOT REGIME PER LE INFRASTRUTTURE DI MERCATO

## Premessa

La proposta di regolamento europeo c.d. *Pilot regime* muove dalla presa d'atto che – come indicato anche dall'ESMA nell'*Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* del 2019 – il mancato sviluppo del mercato delle *security token offerings* sia potenzialmente attribuibile alla presenza di ostacoli normativi, rintracciabili, in particolare, nella disciplina applicabile alle c.d. “infrastrutture di mercato” (vale a dire, gestori di sedi di negoziazione e sistemi di regolamento titoli operati dai depositari centrali).

## Contenuto della proposta

In ragione della fase iniziale dello sviluppo del mercato e in assenza, dunque, di dati a supporto di una modifica “definitiva” dell'impianto regolamentare relativo alle predette infrastrutture, la Commissione europea propone l'introduzione di un regime di “sperimentazione” che consentirebbe alle singole Autorità nazionali, in coordinamento con l'ESMA, di concedere ad “infrastrutture di mercato DLT” (categoria che ricomprende i “sistemi multilaterali DLT” o “MTF DLT” e i “sistemi di regolamento DLT”) di operare in temporanea esenzione da alcune previsioni della disciplina ordinariamente applicabile (Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, c.d. **CSDR**<sup>2</sup> e Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, c.d. **MiFID II**<sup>3</sup>).

Ciò dovrebbe permettere di individuare con più precisione gli ostacoli normativi che possono in concreto inibire l'utilizzo delle nuove tecnologie e, quindi, alla luce delle evidenze raccolte, programmare delle modifiche permanenti e più di dettaglio al quadro normativo vigente in materia di servizi finanziari.

Resta in ogni caso chiaro che l'ostacolo normativo principale è rappresentato dall'obbligo – sancito dall'art. 3, par. 2, del Regolamento CSDR – di rappresentazione in forma scritturale presso un depositario centrale (“CSD”) dei valori mobiliari oggetto di transazioni su una sede di negoziazione.

Il progetto di *Pilot regime* si prefigge, dunque, di:

- a) consentire ai gestori di MTF DLT di operare in esenzione dall'obbligo predetto, a condizione che gli strumenti finanziari in questione siano registrati in un “registro distribuito DLT” dell'MTF medesimo che rispetti determinati requisiti, mutuati dalla disciplina dei depositari centrali, in termini, ad esempio, di integrità delle emissioni e di segregazione delle registrazioni. In alternativa, sarà possibile fare ricorso ad un registro distribuito DLT gestito da un CSD, che potrà a sua volta chiedere, ai sensi

---

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.



del medesimo regolamento *Pilot*, l'esenzione da una serie di previsioni del CSDR<sup>4</sup>, calibrate anche in tal caso in funzione del regime sperimentale, della natura del registro e dalla esigenza, in ogni caso, di assicurare la sicurezza delle transazioni e della relativa esecuzione. Resta ferma la possibilità per le autorità di richiedere tutele supplementari;

- b) prevedere in capo alle Autorità nazionali il potere di concedere agli MTF DLT una deroga dai requisiti di partecipazione ai sistemi multilaterali di negoziazione previsti da MiFID II, consentendo loro di far accedere anche soggetti diversi da banche, imprese di investimento e investitori istituzionali. Analogamente, si prevede la possibilità per i CSD di derogare ai requisiti di partecipazione, applicabili ai sensi di CSDR, per consentire l'accesso anche a soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

L'autorizzazione a operare in qualità di MTF DLT o di sistema di regolamento DLT si delinea come ulteriore rispetto alla preventiva autorizzazione al servizio di gestione di MTF ai sensi di MiFID II o come CSD ai sensi di CSDR. Il provvedimento sarà rilasciato dalle Autorità nazionali competenti, previa dimostrazione da parte degli istanti che le esenzioni richieste siano proporzionate e giustificate dall'uso di una DLT.

Naturalmente, poiché le deroghe alla normativa UE saranno deliberate a livello delle singole Autorità nazionali, vi è un rischio di dare origine a una corsa al ribasso, o comunque ad approcci divergenti nell'Unione.

Si prevede perciò che, nel consentire l'accesso al *Pilot regime*, le Autorità nazionali debbano raccordarsi con l'ESMA, la quale rilascia un parere non vincolante e formula raccomandazioni sulle esenzioni richieste, previa tempestiva consultazione con le Autorità degli altri Stati membri.

Il permesso a operare nell'ambito del *Pilot regime* avrà una durata temporanea (6 anni), durante i quali l'infrastruttura di mercato DLT sarà tenuta a redigere e inviare all'Autorità nazionale competente e all'ESMA un *report* semestrale sulla sua operatività.

## Considerazioni

La proposta di introdurre una disciplina armonizzata che consenta di avviare una sperimentazione "regolamentata" dell'utilizzo della DLT per la scritturazione di strumenti finanziari negoziati in un sistema di negoziazione multilaterale risulta apprezzabile.

---

<sup>4</sup> Si tratta, in particolare, delle disposizioni in materia di definizione di forma dematerializzata (art. 2, par. 4), ordine di trasferimento (art. 2, par. 9), conto titoli (art. 2, par. 28); registrazione dei valori mobiliari tramite scrittura contabile (art. 3); presidi dell'integrità dell'emissione e protezione dei titoli dei partecipanti e di quelli dei loro clienti (artt. 37 e 38); esternalizzazione (artt. 19 e 30); partecipanti al sistema (che comportano una disapplicazione delle previsioni di cui alla direttiva 98/26/CE sulla *settlement finality* (SFD) (art. 5, par. 4).

Le tematiche sollevate dalla proposta di un *Pilot regime* sono numerose e sulle stesse è aperto un confronto a livello degli Stati membri, nell'ambito del negoziato in corso presso il Consiglio dell'Unione europea.

Di seguito si rappresentano i principali elementi di attenzione della proposta di regolamento evidenziati nel corso del negoziato legislativo europeo.

- ***Soggetti che possono chiedere l'autorizzazione alla gestione di una "DLT Market infrastructure"***. Attualmente, la proposta della CE limita la possibilità di ottenere l'autorizzazione specifica alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione DLT e un sistema di regolamento titoli DLT a soggetti "già" autorizzati, rispettivamente, come impresa di investimento (o mercato regolamentato) e come CSD. Tale approccio crea un regime di favore, dunque, per i soggetti c.d. "*incumbent*" e preclude l'entrata sul mercato a entità non ancora autorizzate alla gestione di MTF su DLT. Sarebbe al contrario auspicabile l'apertura del regime sperimentale anche a nuovi soggetti, mediante il riconoscimento di un'autorizzazione temporanea e a condizione che venga in ogni caso garantito un *level playing field* con le imprese di investimento e i CSD (già) autorizzati.
- ***Strumenti finanziari ammissibili***. Il *Pilot regime* è accessibile con riferimento ai soli strumenti finanziari semplici e caratterizzati da minore liquidità, in particolare: a) azioni di emittenti con capitalizzazione inferiore a 200 milioni di euro; b) obbligazioni convertibili, obbligazioni garantite, *corporate bond* e altre obbligazioni pubbliche e private con emissione complessiva minore di 500 milioni di euro. Si tratta di una scelta restrittiva, che esclude dal regime sperimentale strumenti finanziari che invece, per le medesime esigenze prima rappresentate, sarebbe opportuno ricomprendere, pur entro analoghi limiti di emissione, come i titoli di Stato e i fondi UCITS.
- ***Soglie di rilevanza ed exit strategy***. Nella proposta presentata è indicato un limite massimo, pari a 2,5 miliardi di euro, per il controvalore di mercato complessivo<sup>5</sup> degli strumenti finanziari registrati presso una *DLT market infrastructure*. Al fine di assicurare il rispetto di tale limite, la proposta di Regolamento prevede che gli operatori delle *DLT market infrastructure* attivino le procedure di transizione o chiusura delle attività, qualora il controvalore di mercato complessivamente registrato presso l'infrastruttura raggiunga 2,25 miliardi. Si tratta di una regola restrittiva, che rischia di pregiudicare un pieno sviluppo dell'operatività delle infrastrutture di negoziazione. Sarebbe necessario introdurre elementi di maggiore flessibilità, soprattutto in relazione agli eventuali incrementi del valore di mercato degli strumenti già registrati.

---

<sup>5</sup> Ottenuto come somma dei valori di mercato dei singoli strumenti registrati presso la *DLT market infrastructure*. Il valore di mercato di ciascun singolo strumento è ottenuto come prodotto del prezzo di chiusura per il numero di titoli registrati sull'infrastruttura, relativi a quello strumento.

- **Tipologie di DLT.** La proposta di regolamento europeo non prende una posizione in merito alla tipologia di DLT cui si può fare ricorso per la scritturazione e il regolamento di una *security*, sebbene alcune espressioni talvolta adoperate nel testo possono generare il dubbio di una preferenza del legislatore per un modello “privato” e/o addirittura “proprietario”. Si ritiene a tal riguardo importante dare maggiore evidenza al principio di “neutralità tecnologica” anche nell’ambito delle DLT: un approccio di neutralità tecnologica vuol dire permettere, ma non imporre, con la regolamentazione l’uso di una specifica tecnologia. La neutralità tecnologica lascia alla valutazione caso per caso delle singole Autorità di vigilanza il compito di verificare in concreto se la tecnologia utilizzata dal soggetto che chiede l’autorizzazione sia o meno in grado di assicurare il rispetto dei requisiti previsti dal futuro Regolamento.

#### **4. LE PROPOSTE IN TEMA DI RESILIENZA OPERATIVA**

##### Premessa

Nell’era digitale, la tecnologia dell’informazione e della comunicazione (ICT) ha acquisito un ruolo fondamentale nella finanza. Il crescente livello di digitalizzazione dei servizi finanziari, unito alla presenza di un’ingente mole di dati rende il sistema finanziario vulnerabile a incidenti operativi e ad attacchi informatici. Secondo la Commissione europea, i costi degli incidenti operativi nel settore finanziario potrebbero oscillare tra i 2 e i 27 miliardi di euro all'anno.

Le imprese finanziarie sono diventate il bersaglio di attacchi informatici che possono causare gravi danni finanziari o alla reputazione per i consumatori e le imprese. Tali rischi devono essere ben compresi e gestiti, soprattutto in periodi di stress di mercato.

I requisiti relativi alla gestione del rischio ICT nel settore finanziario dell’Unione europea sono dispersi in diverse normative (e.g., MIFID, PSD2, EMIR, direttiva NIS) e nelle linee guida emesse dalle Autorità di vigilanza europee, che nel 2019 avevano sottolineato la necessità di adottare un approccio più coerente nell’affrontare i rischi ICT nel settore finanziario. Si è assistito all’emanazione di direttive di armonizzazione minima o di regolamenti basati su principi che lasciavano un ampio spazio per l’adozione di approcci divergenti nel mercato unico. Ne è conseguito un proliferare di iniziative normative nazionali e di approcci alla vigilanza diversificati, con scarsa efficacia a fronte della natura transfrontaliera dei rischi.

##### Contenuto della proposta

La proposta di Regolamento DORA mira a costituire un assetto normativo armonizzato a livello europeo e a superare le criticità di un panorama legislativo caratterizzato da requisiti in tema di resilienza operativa del settore finanziario non pienamente coerenti, rappresentate anche nel *Joint Advice* delle ESAs (aprile 2019) e in esito alla consultazione avviata sul tema dalla Commissione europea (aprile 2020).

Il DORA risponde a diverse esigenze ed obiettivi:

- mitigare il rischio derivante dall'incremento delle vulnerabilità generate dall'interconnessione tra i diversi attori del sistema finanziario;
- affrontare il cambiamento derivante dalla digitalizzazione del settore finanziario;
- riconoscere e affrontare la dipendenza da *third party service provider* quale elemento rilevante per la stabilità del settore finanziario;
- adottare un approccio di vigilanza alla resilienza operativa unico e coerente nell'UE.

La proposta di regolamento DORA è volta a definire un quadro dettagliato sulla resilienza operativa digitale per le entità finanziarie dell'UE al fine di:

- approfondire la dimensione della gestione dei rischi digitali del codice unico, e in particolare migliorare e razionalizzare la gestione dei rischi relativi alle ICT da parte delle entità finanziarie;
- istituire *test* accurati dei sistemi di ICT e accrescere la consapevolezza dei rischi informatici e degli incidenti cui sono esposte le entità finanziarie;
- conferire alle Autorità di vigilanza finanziaria poteri di sorveglianza sui rischi dovuti alla dipendenza delle entità finanziarie da fornitori terzi di servizi;
- istituire un meccanismo coerente di segnalazione degli incidenti, per contribuire a ridurre gli oneri amministrativi per le entità finanziarie e a rafforzare l'efficacia della vigilanza.

La proposta di regolamento si applica a un novero ampio di entità finanziarie regolamentate a livello dell'Unione; allo stesso tempo, il Regolamento riconosce l'esistenza di differenze significative tra le entità finanziarie in termini di dimensioni, profilo commerciale o esposizione al rischio digitale, mediante il ricorso a criteri di valutazione qualitativi e quantitativi. Alla luce della pervasività dei presidi che il Regolamento richiede, sono previste - in virtù del criterio di proporzionalità - talune esenzioni per quelle realtà classificate come "microimprese"<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> In particolare, queste ultime **non sono tenute** ad esempio a: a) effettuare una valutazione del rischio ad ogni modifica importante dell'infrastruttura della rete e del sistema informativo, dei processi o delle procedure che incidono sulle loro funzioni, sui processi di supporto o sulle attività informative; b) sottoporre i piani di *disaster recovery* ad *audit* indipendente e prevedere scenari di attacchi *cyber* per testare i piani di continuità operativa e di *disaster recovery*; c) istituire una funzione di gestione delle crisi che stabilisca procedure chiare per gestire le comunicazioni interne ed esterne in caso di crisi; d) segnalare alle Autorità competenti tutti i costi e le perdite legati a perturbazioni o a *incidenti major ICT-related incident*.

In estrema sintesi la proposta di regolamento prevede:

- una serie di requisiti in tema di *governance* e di gestione del rischio ICT, con un sistema di *risk management* strutturato nelle fasi di “*Identification, Protection and prevention, Detection, Response and Recovery*”. (*Gestione dei rischi ICT*);
- la definizione di un regime puntuale ed armonizzato in tema di notifiche degli incidenti. Il processo di armonizzazione e snellimento prevede che le entità finanziarie identifichino e attuino un processo per la gestione, il monitoraggio e la registrazione degli incidenti, seguito dall'obbligo di classificarli sulla base di criteri e soglie dettagliati nel DORA e ulteriormente sviluppati dalle ESAs (mediante la predisposizione di atti delegati). (*Segnalazione degli incidenti connessi alle ICT*);
- *test* di resilienza operativa validi per tutte per le entità finanziarie opportunamente tarati in funzione delle dimensioni, del *business* e dei profili di rischio delle entità finanziarie e *advanced test* per quelle entità finanziarie identificate dalle Autorità competenti come “*significant*” e “*cyber mature*” (sulla base di criteri stabiliti nel Regolamento e ulteriormente sviluppati dalle ESAs in appositi atti delegati) alle quali verrà richiesto di condurre *test* avanzati basati sui c.d. *Threat Lead Penetration Testing* (TLPT) sulle funzioni critiche. (*Test di resilienza operativa digitale*);
- l'introduzione di uno specifico regime armonizzato per l'esternalizzazione e il ricorso a terze parti come *IT provider*. Tale aspetto assume rilevanza non solo perché di maggiore dettaglio rispetto alle disposizioni in tema di *outsourcing* già previste da altre discipline di settore ma anche perché individua un elaborato meccanismo di supervisione che – accanto alle Autorità competenti – introduce un meccanismo di *oversight* sovranazionale in caso di *third party service provider* ritenuti critici. (*Rischi relativi alle ICT derivanti da terzi*)

## Considerazioni

La proposta della Commissione europea relativa al regolamento DORA si pone l'obiettivo di innalzare in misura significativa gli standard di sicurezza cibernetica del settore finanziario in tutta l'Unione europea. Di seguito si individuano i principali elementi di attenzione connessi alla proposta.

- **Gestione del rischio da terze parti ICT.** Il DORA, riconoscendo il rilevante ruolo svolto da fornitori terzi di servizi IT per la resilienza operativa del settore finanziario, introduce per tali soggetti un regime di vigilanza *ad hoc* centralizzato a livello UE. In tale ambito assume particolare rilevanza l'architettura del nuovo assetto di vigilanza - tuttora in corso di definizione nell'ambito del negoziato - anche in ragione del potenziale impatto che essa potrebbe avere sulle competenze delle diverse Autorità nazionali. CONSOB ha sottolineato l'importanza che nel centralizzare l'*oversight* sui

*critical ICT third party service provider* si tengano in considerazione: a) le differenze in termini di rischi cui sono sottoposti soggetti tra loro molto differenti (si pensi ad esempio al differente impatto che eventi *cyber* possono avere sulle banche rispetto alle infrastrutture di mercato, sia in termini di interconnessione che in termini di velocità di propagazione); b) l'assetto delle competenze esclusive delle diverse Autorità nazionali, che dovrà in ogni caso essere preservato. In questo senso l'architettura dell'*oversight* dovrà garantire il diretto coinvolgimento della CONSOB quale capofila per la vigilanza sulle infrastrutture di mercato.

- **Ambito di applicazione e principio di proporzionalità.** L'applicazione del principio di proporzionalità rappresenta un aspetto cruciale della regolamentazione in esame, posto che occorre trovare un giusto punto di equilibrio tra l'esigenza di rafforzare i presidi di sicurezza informatica, quella di contenere i costi e gli oneri amministrativi per gli operatori finanziari di piccole dimensioni e la necessità di preservare nel suo complesso gli obiettivi del DORA di rafforzare i presidi di sicurezza informatica, anche con riferimento alle entità di piccole dimensioni che, in ragione del potenziale livello di interconnessione che tali soggetti in taluni casi hanno, possono rappresentare l'anello debole della catena di trasmissione degli eventi di natura cyber. In tale ambito, appare fondamentale che il principio di proporzionalità sia declinato prendendo in considerazione oltre alla dimensione, all'organizzazione interna e al profilo di rischio individuale, anche la natura, l'ambito, la complessità e la rischiosità del complesso ambiente operativo in cui l'entità si trova a prestare i propri servizi. Secondo tale approccio il DORA dovrà comunque trovare piena e completa applicazione per le infrastrutture di mercato per le quali il concetto "*too interconnected to fail*" assume una rilevanza massima anche in termini di resilienza operativa nell'ambito del sistema finanziario.
- **Test di resilienza operativa digitale.** I test di resilienza operativa e il ruolo "attivo" ed essenziale delle Autorità competenti in tale ambito rappresentano elementi di assoluta rilevanza nel DORA. Di tutta evidenza l'importanza e la delicatezza del ruolo attribuito all'Autorità competente, chiamata a "validare" l'esatto "*scope*" di tali *test* e i *report* e *remediation plan* prodotti dalle entità finanziarie in esito ai test effettuati.

## 5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La strategia europea per la finanza digitale pone nuove sfide per i regolatori e le Autorità di supervisione che dovranno essere in grado di assecondare i processi di trasformazione dei mercati finanziari, tenendo a mente la tutela degli investitori. Ciò, sia con riguardo al progressivo affermarsi di nuove tipologie di prodotti di investimento, quali i *crypto-asset*, sia con riferimento all'emissione e allo scambio di strumenti finanziari emessi in forma digitale.

La complessità di questo nuovo mondo necessita di essere controbilanciata con un rafforzamento della tutela dei risparmiatori, soprattutto in fase promozionale, con norme che regolino l'attività pubblicitaria in sede di offerta. È opportuno, inoltre, favorire una partecipazione più consapevole al mercato tramite iniziative di educazione finanziaria, anche sfruttando i nuovi canali offerti dalla rete.

Occorre prepararsi a queste trasformazioni sviluppando un'impostazione capace di offrire fiducia e di attrarre, con la fiducia, risorse e investitori a supporto dell'economia reale.

Il primo passo, la *conditio sine qua non* per accompagnare questo processo è introdurre, a livello nazionale, una cornice normativa "speciale" che, modificando le disposizioni del codice civile e del TUF, consenta l'emissione e la circolazione in forma digitale degli strumenti finanziari facendo ricorso ad una tecnologia di tipo DLT. Un adeguamento dell'ordinamento nazionale al futuro *Pilot regime* si renderà altresì necessario con riferimento alla gestione accentrata, per consentire in particolare al depositario centrale di interfacciarsi direttamente con l'investitore finale.