



DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY E INFRASTRUTTURE DI NEGOZIAZIONE E POST-TRADING

PAOLA LUCANTONI*

L'applicazione dei sistemi DLT alla gestione delle infrastrutture di negoziazione e post-trading rappresenta una importante opportunità per l'industria FinTech. La compatibilità degli scenari possibili con il complesso quadro normativo in tema di negoziazione, clearing e settlement non è certa. Il regolatore europeo è orientato a creare delle regulatory sandboxes che permettano alle imprese di sperimentare le nuove soluzioni tecnologiche con flessibilità, consentendo la mappatura dei rischi delle nuove piattaforme.

L'applicazione dei sistemi *DLT* alla gestione delle infrastrutture di negoziazione e *post-trading* rappresenta una importante opportunità per l'industria *FinTech*. La prospettiva del regolatore europeo, espressa nel *FinTech Action Plan* della Commissione Europea dell'8 marzo 2018, è quella di creare delle *regulatory sandboxes* che permettano di sperimentare le nuove soluzioni tecnologiche con flessibilità, garantendo costanti *follow-up* sulle imprese *FinTech* al fine di consentire una mappatura dei rischi delle nuove piattaforme. La compatibilità tra struttura tecnologica e cornice normativa è, di fatti, assai complessa e può dar luogo a scenari in diverso grado *disruptive*.

Quanto alla struttura tecnologica, la *DLT*, che permette la gestione decentralizzata di un *database* condiviso in cui la gestione è affidata ai par-

* Università di Roma Tor Vergata - plucantoni@luiss.it



tecipanti stessi, detti anche nodi, può essere strutturata con metodologie differenti. Nel caso dei sistemi *permissionless*, tipici delle criptovalute, la partecipazione alla rete è libera e si ottiene con l'esecuzione di un *software* dedicato. Nelle reti *permissionbased*, più adatte alle attività di negoziazione sui mercati finanziari, la partecipazione alla rete è condizionata al soddisfacimento di requisiti oggettivi e soggettivi dell'utente.

Il quadro normativo che disciplina, *de iure condito*, l'organizzazione delle infrastrutture sottese al ciclo di negoziazione degli strumenti finanziari ruota attorno alle tre funzioni della negoziazione, *clearing* e *settlement* dei titoli ed è caratterizzato dalla presenza di soggetti vigilati quali i depositari centrali (*CDS*), gli intermediari e le controparti centrali (*CCP*).

In un primo scenario possibile, l'adozione della tecnologia *DLT* potrebbe avvenire su base volontaria, garantendo la partecipazione al sistema di più soggetti e consentendo il superamento delle lacune di interoperabilità del sistema TARGET2-Securities.

Nel secondo scenario è fatta salva la funzione delle sedi di negoziazione dei titoli mentre è ipotizzabile la migrazione dell'intera struttura di *post-trading* ad un sistema *DLT*. In questa prospettiva, la *DLT* potrebbe assicurare l'esecuzione istantanea e il *settlement* degli scambi, garantendo alle parti coinvolte la possibilità di monitorare ogni relativa operazione effettuata e mettendo in crisi il ruolo dei *CDS*, degli intermediari e delle *CCP*.

L'attività svolta dai *CDS* verrebbe modificarsi in due direzioni possibili. Nella prima, i *CDS* potrebbero assumere il ruolo di gestori della piattaforma *DLT*; nella seconda, l'emittente potrebbe lanciare la propria piattaforma *DLT* che sostituirebbe il ruolo dei *CDS*, fungendo da registro condiviso della titolarità degli strumenti finanziari emessi e da piattaforma per la regolazione degli scambi.

Lo stesso ruolo degli intermediari nel trasferimento degli strumenti finanziari e nell'esercizio dei diritti patrimoniali e amministrativi potrebbe essere svolta dalla *DLT*, con i necessari filtri tecnologici per garantire il rispetto delle regole di accesso alla rete (*i.e.* antiriciclaggio, antiterrorismo, profilatura del cliente).

La funzione delle *CCP* nel *settlement* dei titoli potrebbe essere ridimensionata in quanto la *DLT* garantirebbe l'esecuzione delle operazioni in tempo reale e azzererebbe, di fatto, il rischio di controparte. Il ruolo delle *CCP* resterebbe, invece, rilevante nelle operazioni in derivati a ragione della vincolatività della normativa *EMIR*.



Lo scenario ipotizzato pone qualche problema di applicabilità dei principi di definitività ed irrevocabilità degli ordini. *De iure condito*, la direttiva n. 1998/26/CE, come modificata, dalla direttiva 2009/44/CE, *Settlement Finality Directive (SFD)*, e il regolamento UE n. 909/2014, *Central Securities Depository Regulation (CDSR)* apprestano un complesso di norme idonee alla gestione del rischio di controparte, inteso come la possibilità del *default* della controparte *medio tempore*, dopo aver concluso il trasferimento ma prima di aver materialmente eseguito l'operazione. In particolare, l'art. 3 della *SFD* prevede che le operazioni effettuate nell'ambito dei sistemi di regolamento assumano carattere di definitività e non possano essere dichiarate inefficaci a seguito dell'effetto retroattivo dell'apertura delle procedure concorsuali. L'art. 39 del regolamento *CDSR*, invece, dispone che i depositari centrali debbano garantire che ogni sistema di regolamento titoli da essi operato definisca i momenti di immissione e irrevocabilità degli ordini di trasferimento nel sistema stesso, provvedendo misure atte alla finalizzazione degli ordini definitivi nei tempi stabiliti.

Per garantire i principi di definitività e irrevocabilità degli ordini, la tecnologia *DLT* dovrebbe essere strutturata in modo da garantire l'avvio delle negoziazioni solo se (i) il partecipante abbia regolato tutte le posizioni; (ii) la verifica dell'ordine si configuri come requisito *pre-negoziazione*; (iii) i fallimenti siano garantiti da adeguate risorse disponibili.

Nel terzo scenario possibile, decisamente *disruptive*, si ipotizza una totale disintermediazione sia degli operatori regolati – intermediari, *CDS* e *CCP* – sia delle sedi di negoziazione e la creazione di *peer to peer systems for securities transactions*. La *DLT* diventerebbe così una forma di mercato in grado di garantire l'incontro della domanda e dell'offerta sulla piattaforma stessa. La compatibilità di tale scenario con la normativa MiFID II e MiFIR in materia di *trading venues* appare tuttavia limitata.