



COMMISSIONE  
EUROPEA

Bruxelles, 28.6.2023  
COM(2023) 345 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL  
CONSIGLIO**

**concernente il riesame del carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento  
e nei sistemi di regolamento titoli, compresa l'applicazione agli enti nazionali che  
partecipano ai sistemi di paesi terzi, e dei contratti di garanzia finanziaria a norma delle  
direttive 98/26/CE e 2002/47/CE**

# RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

**concernente il riesame del carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli, compresa l'applicazione agli enti nazionali che partecipano ai sistemi di paesi terzi, e dei contratti di garanzia finanziaria a norma delle direttive 98/26/CE e 2002/47/CE**

## 1. INTRODUZIONE

L'Unione dei mercati dei capitali è il piano dell'UE per creare un vero mercato unico dei capitali in tutta l'UE. Sistemi di pagamento ben funzionanti come TARGET2<sup>1</sup> e sistemi di regolamento titoli quali le controparti centrali (CCP) e i depositari centrali di titoli (CSD) garantiscono che i pagamenti e le operazioni in titoli possano essere effettuati in modo certo e sicuro, il che costituisce una base importante per il settore finanziario e di conseguenza per l'Unione dei mercati dei capitali.

La direttiva sul carattere definitivo del regolamento (SFD)<sup>2</sup> mira a ridurre il rischio sistemico derivante dall'insolvenza dei partecipanti ai sistemi di pagamento e ai sistemi di regolamento titoli ("sistemi"). È stata adottata nel 1998 e da allora è stata modificata cinque volte. La modifica più recente della SFD, introdotta con la seconda direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD2)<sup>3</sup> nel 2019, impone alla Commissione, a norma dell'articolo 12 bis della SFD, di riesaminare in che modo gli Stati membri applicano tale direttiva ai rispettivi enti nazionali<sup>4</sup> che partecipano direttamente ai sistemi disciplinati dalla normativa di un paese terzo (ossia uno Stato che non è membro dell'UE) e alla garanzia in titoli fornita in relazione alla partecipazione a detti sistemi. In particolare alla Commissione è stato chiesto di valutare la necessità di eventuali ulteriori modifiche della SFD per quanto concerne i sistemi disciplinati dalla normativa di un paese terzo ("sistema di paesi terzi").

Il riesame della direttiva sul carattere definitivo del regolamento (SFD) e della direttiva sulle garanzie finanziarie (FCD)<sup>5</sup> ha valutato, tenendo conto dei legami reciproci tra le due direttive, gli sviluppi successivi all'ultimo riesame della SFD, svoltosi nel 2008-2009, e il loro potenziale impatto sul contesto imprenditoriale, tecnologico e normativo al fine di garantire che entrambe le direttive continuino a funzionare come previsto.

---

<sup>1</sup> TARGET2 è il sistema di regolamento lordo in tempo reale di proprietà dell'Eurosistema e da quest'ultimo gestito.

<sup>2</sup> Direttiva 98/26/CE (GU L 166 dell'11.6.1998, pag. 45).

<sup>3</sup> Articolo 12 bis della SFD, introdotto mediante la direttiva (UE) 2019/879 (GU L 150 del 7.6.2019, pag. 296).

<sup>4</sup> La definizione di "ente" di cui all'articolo 2, lettera b), della SFD include enti creditizi (nazionali e di paesi terzi), imprese di investimento (nazionali e di paesi terzi), autorità pubbliche e imprese assistite da garanzia pubblica.

<sup>5</sup> Direttiva 2002/47/CE (GU L 168 del 27.6.2002, pag. 43).

Al fine di orientare tali riesami, il 27 ottobre 2020 si è tenuto un incontro con gli Stati membri e sono state avviate consultazioni mirate su entrambe le direttive<sup>6</sup> ("consultazioni").

Nella presente relazione si richiamano gli obiettivi della SFD e della FCD. È spiegato in che modo e in quale misura gli Stati membri esercitano il potere discrezionale di estendere le protezioni previste ai sensi della SFD agli enti nazionali che partecipano ai sistemi di paesi terzi, come indicato al considerando 7 di detta direttiva<sup>7</sup>, ed è presentata una sintesi dei principali settori che possono giustificare ulteriori riflessioni al fine di garantire che la SFD e la FCD continuino a produrre gli effetti previsti.

## **2. LA DIRETTIVA SUL CARATTERE DEFINITIVO DEL REGOLAMENTO (SFD)**

Per ridurre il rischio sistemico è necessario che il regolamento abbia carattere definitivo e la garanzia in titoli sia esigibile. La SFD tutela pertanto i sistemi e i loro partecipanti che rientrano nell'ambito di applicazione di tale direttiva, garantendo che gli ordini di trasferimento e il netting siano legalmente vincolanti in tutte le giurisdizioni degli Stati membri e opponibili ai terzi e che gli ordini di trasferimento non possano essere revocati dopo un momento definito dalle regole del sistema. In altre parole, la SFD tutela i sistemi disapplicando alcune norme nazionali in materia di insolvenza, al fine di garantire che i pagamenti e gli ordini di trasferimento di titoli diventino definitivi, anche nel caso in cui l'ordinante diventi insolvente.

La SFD si applica ai sistemi designati come tali da uno Stato membro<sup>8</sup> e la partecipazione ai sistemi designati a norma di tale direttiva è principalmente limitata alle banche, alle imprese di investimento e agli operatori del sistema<sup>9</sup>.

### **2.1. Applicazione della SFD ai sistemi disciplinati dalla normativa di un paese terzo**

Sebbene la SFD non si applichi ai sistemi di paesi terzi, gli Stati membri, come indicato in precedenza, sono liberi di adottare misure legislative per estendere le protezioni previste dalla SFD agli enti nazionali che partecipano direttamente ai sistemi di paesi terzi e a qualsiasi garanzia in titoli pertinente ("estensione ai sistemi di paesi terzi")<sup>10</sup>.

In considerazione delle dimensioni e delle attività globali di alcuni sistemi di paesi terzi nonché dell'accresciuta partecipazione di entità stabilite nell'UE a tali sistemi<sup>11</sup>, la clausola di riesame di cui all'articolo 12 bis della SFD impone alla Commissione di valutare *"in che modo gli Stati membri applicano la presente direttiva ai rispettivi enti nazionali che partecipano direttamente ai sistemi disciplinati dalla normativa di un paese terzo e alla garanzia in titoli fornita in relazione alla partecipazione a detti sistemi"*.

---

<sup>6</sup> Con un periodo per la raccolta dei riscontri compreso tra il 12 febbraio e il 7 maggio 2021; [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2021-settlement-finality-review\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2021-settlement-finality-review_en) e [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2021-review-directive-financial-collateral-arrangements\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2021-review-directive-financial-collateral-arrangements_en).

<sup>7</sup> Cfr. considerando 7 della SFD come adottata nel 1998 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31998L0026>).

<sup>8</sup> Articolo 2, lettera a), della SFD.

<sup>9</sup> Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo 2, lettera f), della SFD e la sezione 2.2 della presente relazione.

<sup>10</sup> Il considerando 7 recita: "Considerando che gli Stati membri possono applicare le disposizioni della presente direttiva ai rispettivi enti nazionali che partecipano direttamente ai sistemi di paesi terzi e alla garanzia in titoli fornita in relazione alla partecipazione a detti sistemi".

<sup>11</sup> Cfr. il considerando 34 della BRRD2.

Sussistono diversi modi per applicare un'estensione ai sistemi di paesi terzi nei vari Stati membri<sup>12</sup>. L'applicazione delle protezioni previste dalla SFD ai partecipanti nazionali comporta la disapplicazione del diritto interno agli ordini immessi nel sistema di un paese terzo, contribuendo in tal modo al carattere definitivo del regolamento di tali ordini.

**13 Stati membri**<sup>13</sup> hanno affermato di non disporre di un regime per l'estensione ai sistemi di paesi terzi. Di tali Stati membri:

- cinque hanno esplicitamente indicato di preferire un approccio armonizzato a livello dell'UE;
- tre hanno affermato che i rispettivi enti nazionali non hanno richiesto l'accesso a sistemi di paesi terzi;
- due hanno affermato che non era necessaria un'ulteriore armonizzazione mentre uno ha dichiarato che i sistemi di paesi terzi non comportano un rischio sostanziale per la stabilità finanziaria dell'UE.

**10 Stati membri**<sup>14</sup> dispongono di un regime per un'eventuale estensione ai sistemi di paesi terzi e hanno attuato una normativa nazionale che applica le disposizioni della SFD ai rispettivi enti nazionali che partecipano ai sistemi di paesi terzi al fine di garantire, in particolare, che le banche dell'UE siano in grado di continuare a partecipare ai sistemi di paesi terzi dopo l'uscita del Regno Unito dall'UE. Di tali Stati membri:

- sei<sup>15</sup> hanno dichiarato di aver applicato integralmente le disposizioni sostanziali della SFD<sup>16</sup> in caso di procedura di insolvenza nei confronti di un partecipante al sistema di un paese terzo (ossia i diritti e gli obblighi derivanti dalla partecipazione a un sistema o a essa connessi sono stabiliti esclusivamente in base alle regole che disciplinano tale sistema);
- nessuno degli Stati membri ha affermato di applicare l'estensione in base alla condizione di reciprocità, vale a dire che l'estensione non è applicata soltanto se il paese terzo offre protezioni analoghe alle proprie entità che partecipano ai sistemi designati a norma della SFD.

**Sette Stati membri**<sup>17</sup> che dispongono di un regime per un'eventuale estensione ai sistemi di paesi terzi valutano **caso per caso la conformità di un sistema di un paese terzo a determinati criteri**; se riscontrano che tali criteri sono soddisfatti, concedono un'estensione ai sistemi di paesi terzi<sup>18 19</sup>. Di tali Stati membri:

- quattro<sup>20</sup> hanno soltanto concesso un'estensione ai sistemi di paesi terzi per gli enti nazionali che partecipano a sistemi con sede nel Regno Unito;

---

<sup>12</sup> 23 Stati membri hanno partecipato all'indagine della Commissione, ad eccezione dei quattro elencati di seguito: EL, IE, LV, MT. Il numero degli Stati membri indicati nelle sezioni seguenti è basato sui 23 Stati membri che hanno preso parte alla consultazione.

<sup>13</sup> AT, BG, CY, CZ, ES, HR, HU, LT, PT, SI, SK, RO, PL.

<sup>14</sup> BE, DE, DK, EE, FI, FR, IT, LU, NL, SE.

<sup>15</sup> BE, DE, FI, LU, NL, SE.

<sup>16</sup> Escluse le disposizioni della SFD relative a procedure specifiche dell'UE quali l'articolo 6, paragrafo 3, e l'articolo 10, paragrafo 1, di detta direttiva.

<sup>17</sup> DK, EE, FR, IT, LU, NL, SE.

<sup>18</sup> Il considerando 7 recita: "Considerando che gli Stati membri possono applicare le disposizioni della presente direttiva ai rispettivi enti nazionali che partecipano direttamente ai sistemi di paesi terzi e alla garanzia in titoli fornita in relazione alla partecipazione a detti sistemi". Al fine di garantire una più facile leggibilità, nella presente relazione l'esercizio, parte di uno Stato membro, del potere discrezionale di cui al considerando 7 della SFD nell'ambito della normativa nazionale è denominato la "designazione di cui al considerando 7".

<sup>19</sup> In cinque Stati membri, tale decisione è resa pubblica in seguito (DK, FR, IT, LU, SE).

<sup>20</sup> DK, FR, IT, SE.

- uno dispone di un regime per l'estensione ai sistemi di paesi terzi, ma non ha ancora effettuato una valutazione per alcun sistema, in quanto non è pervenuta alcuna richiesta specifica in tal senso;
- due<sup>21</sup> richiedono che il sistema abbia sede in un paese la cui banca centrale è membro della Banca dei regolamenti internazionali;
- cinque<sup>22</sup> tengono in considerazione l'adeguatezza delle regole del sistema e richiedono che la normativa di un paese terzo offra protezioni analoghe a quelle di cui alla SFD. Di tali Stati membri:
  - due<sup>23</sup> hanno indicato la necessità di una decisione di equivalenza da parte della Commissione e di una decisione di riconoscimento delle CCP da parte dell'ESMA a norma del regolamento (UE) n. 648/2012<sup>24</sup> affinché le protezioni della SFD siano estese ai partecipanti delle CCP di paesi terzi;
  - due<sup>25</sup> hanno sottolineato di aver applicato il regime a sistemi considerati di importanza sistemica;
  - uno chiede che l'operatore del sistema sia sottoposto ad adeguata vigilanza da parte di un'autorità o di un altro organismo competente e che il sistema sia organizzato in modo tale da poter sorvegliare la situazione finanziaria dei partecipanti al sistema;
  - tre<sup>26</sup> esigono che l'operatore del sistema fornisca le informazioni necessarie, tra cui le regole del sistema, i partecipanti al sistema e le modifiche significative alla normativa del paese terzo che incidono sul sistema;
  - uno impone agli operatori dei sistemi di paesi terzi di fornire un parere giuridico che attesti che il livello di sicurezza regolamentare è equivalente a quello dei sistemi disciplinati dalla normativa di tale Stato membro.

Tre Stati membri<sup>27</sup> che dispongono di un regime per un'eventuale estensione ai sistemi di paesi terzi **non effettuano una valutazione preliminare della conformità del sistema di un paese terzo**. Soltanto i sistemi di paesi terzi che corrispondono alla definizione di un sistema ai sensi della SFD possono però essere oggetto di tale estensione e in tal caso, pertanto, nell'ambito di una procedura di insolvenza di un partecipante nazionale, le norme che disciplinano il sistema del paese terzo si applicano al partecipante nazionale a tale sistema del paese terzo. Di tali Stati membri, uno<sup>28</sup> ha indicato di aver valutato anche l'equivalenza dei sistemi di paesi terzi, in relazione alla procedura di insolvenza di un partecipante nazionale, e ha affermato che la normativa del paese terzo diventerebbe applicabile solo laddove il sistema del paese terzo sia equivalente ai sistemi che rientrano nell'ambito di applicazione della SFD.

I sistemi di paesi terzi hanno un interesse per la certezza del diritto e la protezione del carattere definitivo del regolamento in caso di insolvenza dei partecipanti dell'UE. Vi è pertanto il rischio che ai partecipanti di Stati membri che non hanno esteso le protezioni di cui alla SFD a tale partecipazione ai sistemi di paesi terzi non sia concesso l'accesso ai sistemi di paesi terzi. Dal momento che non tutti gli Stati membri hanno esteso le

---

<sup>21</sup> LU, NL.

<sup>22</sup> DK, EE, FR, IT, SE.

<sup>23</sup> FR, IT.

<sup>24</sup> Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1).

<sup>25</sup> FR, SE.

<sup>26</sup> SE, EE, FR.

<sup>27</sup> BE, DE, FI.

<sup>28</sup> FI.

protezioni di cui alla SFD ai partecipanti ai sistemi di paesi terzi e poiché gli Stati membri che lo hanno fatto applicano criteri e procedure diversi per concedere l'estensione, non vi è un trattamento armonizzato a livello dell'UE per la partecipazione a tali sistemi. Ciò ha un **impatto sia sui sistemi di paesi terzi sia sugli interessi dell'UE**.

## **2.2. Partecipanti ai sistemi designati a norma della SFD**

Attualmente la SFD si applica a un elenco specifico di partecipanti<sup>29</sup> (principalmente banche dell'UE, imprese di investimento e operatori dei sistemi). Per tale ragione, **gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica** devono fare affidamento sulle banche per ottenere l'accesso ai sistemi designati. La grande maggioranza dei partecipanti alla consultazione si è espressa a favore dell'inserimento degli istituti di pagamento e degli istituti di moneta elettronica nell'elenco dei partecipanti. Le banche hanno in generale osservato che tali entità non sono soggette a requisiti prudenziali rigorosi come le banche; pertanto la loro partecipazione diretta potrebbe comportare rischi cui si dovrebbe ovviare con requisiti specifici al fine di proteggere il sistema e i suoi partecipanti. Gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica chiedono di essere ammessi alla partecipazione diretta, affermando di sostenere costi supplementari dovuti all'accesso indiretto e sottolineando la necessità di creare condizioni di parità con le banche. Nell'ambito del riesame della seconda direttiva sui servizi di pagamento (PSD2)<sup>30</sup>, la Commissione propone di estendere l'ambito di applicazione della SFD agli istituti di pagamento e agli istituti di moneta elettronica. Inoltre la Commissione prende atto del sostegno espresso in favore dell'inserimento dei depositari centrali di titoli nell'elenco dei partecipanti diretti ammissibili di cui alla SFD qualora partecipino a un sistema in funzione diversa da quella di "agente di regolamento" o di "operatore del sistema" per garantire chiarezza e trasparenza.

## **2.3. Sistemi basati sulla tecnologia a registro distribuito (DLT)**

La SFD mira a essere **tecnologicamente neutrale**. Le attuali prescrizioni della SFD sembrano funzionare per i sistemi DLT centralizzati/con autorizzazioni<sup>31</sup>. Sembrano però non funzionare per i sistemi DLT senza autorizzazioni<sup>32</sup>, in quanto non esiste un operatore centralizzato, i partecipanti non identificati possono iscriversi senza restrizioni e le funzioni possono essere attribuite simultaneamente a più partecipanti.

Per quanto riguarda i sistemi DLT centralizzati/con autorizzazioni in cui le attuali prescrizioni della SFD sembrano funzionare, adattamenti mirati potrebbero potenzialmente fare ulteriore chiarezza sulle modalità di applicazione di determinati

---

<sup>29</sup> Cfr. l'articolo 2, lettera f), della SFD per la definizione di "partecipante". Tra i partecipanti figurano "enti" ("enti creditizi" o "imprese di investimento" con sede all'interno o all'esterno dell'UE, autorità pubbliche e imprese assistite da garanzia pubblica, nonché qualsiasi altra impresa che partecipa a un sistema di regolamento titoli nazionale come stabilito da uno Stato membro sulla base del rischio sistemico (quest'ultimo potere discrezionale non si estende ai sistemi di pagamento)), "controparti centrali", "agenti di regolamento", "stanze di compensazione", partecipanti diretti di una controparte centrale autorizzata ai sensi del regolamento EMIR e "operatori del sistema".

<sup>30</sup> Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE.

<sup>31</sup> Una rete in cui solo le parti che soddisfano determinati requisiti hanno il diritto di partecipare al processo di convalida e consenso (cfr. nota 4, invito a presentare contributi, regime pilota DLT e riesame delle norme tecniche di regolamentazione MiFIR in materia di trasparenza e comunicazione, 4 gennaio 2022, ESMA70-156-4957).

<sup>32</sup> Una rete in cui teoricamente chiunque può partecipare al processo di convalida e consenso (cfr. nota 3, invito a presentare contributi, regime pilota DLT e riesame delle norme tecniche di regolamentazione MiFIR in materia di trasparenza e comunicazione, 4 gennaio 2022, ESMA70-156-4957).

concetti, ad esempio sulla definizione di "ordine di trasferimento"<sup>33</sup> e sul concetto di "scrittura", nonché sulle definizioni di "conto di regolamento"<sup>34</sup> e "agente di regolamento"<sup>35</sup>. Tuttavia, poiché il regolamento relativo a un regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (regime pilota DLT dell'UE<sup>36</sup>) è stato adottato solo di recente, non vi sono ancora dati sufficienti in merito ai benefici e ai rischi correlati all'uso della DLT nelle fasi di negoziazione e regolamento<sup>37</sup>. Pertanto qualsiasi considerazione su eventuali modifiche della SFD sarebbe prematura. Ci si attende che i risultati del regime pilota DLT dell'UE forniscano ulteriori informazioni per contribuire a tali considerazioni.

#### 2.4. Ulteriori aspetti individuati

La consultazione ha individuato alcune questioni da prendere in considerazione, tra cui la necessità di inserire nella SFD l'obbligo di **informare immediatamente in merito all'insolvenza** di un partecipante anche l'operatore del sistema (oltre a un'autorità designata dallo Stato membro, al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e agli altri Stati membri<sup>38</sup>) al fine di conferire certezza giuridica alle pratiche di condivisione di tali informazioni nel sistema. Un'altra importante questione, che ha suscitato pareri opposti da parte dei partecipanti alla consultazione, era se i **momenti della definitività** del regolamento dovessero continuare a essere specificati dall'operatore del sistema nelle regole del sistema, come attualmente previsto dalla SFD, o se tali momenti dovessero essere specificati nella SFD al fine di rafforzare la certezza del diritto per i partecipanti al mercato.

### 3. DIRETTIVA SULLE GARANZIE FINANZIARIE (FCD)

Lo scambio regolare e sicuro di garanzie è essenziale per il buon funzionamento e la stabilità dei mercati finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali. La FCD è stata adottata il 6 giugno 2002 e ha introdotto un quadro armonizzato per l'uso delle garanzie finanziarie al fine di garantire le operazioni e ha contribuito a migliorare l'uso transfrontaliero delle garanzie finanziarie. Tale approccio più globale, che copre le operazioni OTC, è stato ritenuto necessario in quanto l'esistenza di regole nazionali divergenti in materia di garanzie finanziarie provocava spesso problemi pratici e mancanza di trasparenza.

La direttiva in questione non mira alla completa armonizzazione delle normative nazionali applicabili ai contratti di garanzia finanziaria. Si prefigge piuttosto di

---

<sup>33</sup> Articolo 2, lettera i), della SFD.

<sup>34</sup> Articolo 2, lettera l), della SFD.

<sup>35</sup> Articolo 2, lettera d), della SFD.

<sup>36</sup> Regolamento (UE) 2022/858 (GU L 151 del 2.6.2022, pag. 1).

<sup>37</sup> Articolo 6 del regime pilota DLT dell'UE. Per quanto riguarda il sistema di regolamento titoli DLT (SS DLT, articolo 5 del regime pilota DLT dell'UE), esiste, ad esempio, un'esenzione per i CSD che gestiscono un SS DLT, nel senso che il termine "partecipante" di cui alla SFD può comprendere, a determinate condizioni, persone diverse da quelle di cui a tale direttiva, qualora tale SS DLT garantisca che le persone da ammettere come partecipanti soddisfino determinate condizioni. Inoltre il regime pilota DLT dell'UE consente a un CSD di gestire un SS DLT che non rientra nella definizione di sistema di regolamento titoli designato a norma della SFD; è altresì disponibile un'esenzione dalle regole sul carattere definitivo del regolamento nel CSDR, subordinatamente a determinate misure compensative, anche per attenuare i rischi derivanti dall'insolvenza, dato che non si applicano le misure di protezione in caso di insolvenza di cui alla SFD. Tuttavia, tale esenzione non impedirebbe che un SS DLT conforme a tutti i requisiti della SFD possa essere designato e notificato come sistema di regolamento titoli ai sensi di tale direttiva. Inoltre il regime pilota DLT dell'UE contiene esenzioni analoghe nel caso in cui un'impresa di investimento o un operatore del mercato gestisca un TSS DLT.

<sup>38</sup> Articolo 6 della SFD.

rimuovere gli ostacoli alla creazione e al funzionamento, a livello transfrontaliero e in modo tempestivo, di tali contratti di garanzia. Tale obiettivo è conseguito garantendo la protezione dei beneficiari delle garanzie, in particolare: i) facendo sì che i contratti di garanzia finanziaria possano essere mobilitati e che siano utilizzabili senza ritardo dovuto a formalità nazionali; ii) garantendo che le clausole di compensazione per close-out<sup>39</sup> siano applicabili conformemente alle rispettive condizioni e iii) bloccando l'operatività dei contratti di garanzia finanziaria in caso di insolvenza di una delle parti.

Sebbene tali protezioni rappresentino delle eccezioni ai principi della parità di trattamento dei creditori all'apertura della procedura di insolvenza e dell'universalità delle procedure di insolvenza, esse sono necessarie per contribuire a evitare rischi di contagio sistemico nell'UE.

### **3.1. Chi dovrebbe beneficiare delle protezioni della direttiva sulle garanzie finanziarie?**

Per beneficiare delle protezioni della FCD, il beneficiario e il datore della garanzia devono figurare tra le entità elencate all'articolo 1, paragrafo 2, della FCD<sup>40</sup>. I rispondenti hanno osservato che la FCD dovrebbe applicarsi a tutti i partecipanti al mercato che rivestono un'importanza sistemica. Sebbene i CSD siano stati generalmente considerati di importanza sistemica, i pareri riguardo agli istituti di pagamento e agli istituti di moneta elettronica sono stati più divergenti. Di conseguenza, estendere l'ambito di applicazione della FCD ad altri partecipanti al mercato, quali istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica, richiede un ulteriore esame e monitoraggio, in particolare per quanto riguarda il livello di vigilanza e la necessità di allineare la FCD e la SFD, tenendo conto delle modifiche proposte nell'ambito della PSD2 volte ad includere gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica nell'ambito della SFD.

### **3.2. Quali tipi di garanzie finanziarie dovrebbero beneficiare delle protezioni della FCD?**

Attualmente il contante, gli strumenti finanziari e i crediti sono ammissibili come garanzia finanziaria ai sensi della FCD<sup>41</sup>. Per tenere il passo con gli sviluppi normativi e di mercato che incidono sulle garanzie finanziarie attualmente utilizzate o che possono essere utilizzate in futuro dai partecipanti al mercato, l'attuale elenco delle garanzie finanziarie ammissibili nell'ambito della FCD potrebbe essere riesaminato, ad esempio, per valutare se includere, qualora l'ambito di applicazione delle garanzie finanziarie dovesse essere esteso, garanzie bancarie, quote di emissione, merci e strumenti su merci. Tale estensione dovrebbe soddisfare le prescrizioni previste dalla FCD, compresi concetti chiave come "possesso" e "controllo" della garanzia finanziaria per garantire, ad esempio, che per il datore della garanzia sia impossibile disporne.

La FCD mira a essere **tecnologicamente neutrale**. Di conseguenza, può applicarsi alle garanzie basate sulla DLT se quest'ultima soddisfa le condizioni stabilite in tale direttiva. Tuttavia, affinché le crypto-attività rientrino nella definizione di strumenti finanziari, le

---

<sup>39</sup> La compensazione per close-out è un dispositivo comunemente utilizzato nei mercati finanziari che permette di compensare e sostituire con un credito/debito unico tutti i crediti detenuti nei confronti di una controparte o i debiti contratti nei confronti di tale controparte non ancora scaduti. Essa riguarda di norma i casi in cui una controparte diventa inadempiente o insolvente.

<sup>40</sup> L'elenco comprende autorità pubbliche, banche centrali, istituti finanziari (come enti creditizi e imprese di investimento), controparti centrali, agenti di regolamento e stanze di compensazione. Una persona diversa da una persona fisica (incluse le imprese e le associazioni prive di personalità giuridica) può anche rientrare nell'ambito di applicazione soggettivo della FCD, a condizione che l'altra parte del contratto di garanzia finanziaria sia una delle suddette entità.

<sup>41</sup> Articolo 1, paragrafo 4, lettera a), della FCD.

prescrizioni relative alla proprietà, al possesso e al controllo di cui alla FCD potrebbero potenzialmente sollevare problemi<sup>42</sup>. Permangono ancora interrogativi sul modo in cui affrontare tali problemi e quanto al fatto che la FCD sia lo strumento giusto per farlo. I risultati del regime pilota DLT dell'UE potrebbero fornire ulteriori approfondimenti su questo tema.

### 3.3. Ulteriori aspetti individuati

Nella consultazione è stato osservato che le divergenze nell'attuazione della FCD da parte degli Stati membri, in particolare per quanto riguarda l'ambito di applicazione e le clausole di non partecipazione<sup>43</sup>, hanno creato incertezze giuridiche e rischi per i partecipanti al mercato, in particolare nel contesto di accordi di compensazione. Alcuni rispondenti hanno affermato, in particolare, che vi sono questioni giuridiche relative all'applicazione di azioni nazionali di elusione che incidono sulle **clausole di compensazione per close-out** che potrebbero creare difficoltà nell'applicazione di tali clausole. Sono stati inoltre proposti suggerimenti per migliorare la coerenza della normativa dell'UE in materia di netting e ampliare l'ambito di applicazione sostanziale al di là dei contratti di garanzia. Poiché la FCD si occupa principalmente di garanzie finanziarie e soltanto marginalmente di netting (solo come uno dei metodi che possono essere utilizzati per far rispettare i contratti di garanzia), la Commissione rimane del parere<sup>44</sup> che una modifica della FCD non sia probabilmente il metodo adatto per migliorare il quadro generale dell'UE in materia di netting.

Inoltre i rispondenti del settore hanno chiesto chiarimenti e orientamenti ad alto livello per quanto riguarda i **concetti di "possesso" e di "controllo" di cui alla FCD**, sottolineando che, sebbene tali aspetti siano stati oggetto di una sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea<sup>45</sup>, rimane opportuno fornire orientamenti dettagliati a livello nazionale, in quanto ciascuna giurisdizione dispone di leggi proprie in materia di procedure di sicurezza e di insolvenza. Altri rispondenti hanno ritenuto che sarebbe utile fornire ulteriori orientamenti di alto livello a livello dell'UE.

## 4. CONCLUSIONI

In generale, entrambe le direttive hanno funzionato bene e per il momento non sembra essere giustificato alcun riesame sostanziale delle stesse. Tuttavia i portatori di interessi hanno sollevato questioni che potrebbero giustificare ulteriori indagini e monitoraggio. Per uno degli aspetti sollevati, vale a dire l'estensione dell'ambito di applicazione della

---

<sup>42</sup> Ad esempio, lo spossamento e il controllo possono rappresentare un problema nel contesto della DLT, in quanto in molti modelli la proprietà giuridica di una DLT potrebbe non essere chiara. Si tratta principalmente di una questione di diritto nazionale in materia di titoli, società, contratti e/o proprietà. Inoltre l'esercizio dei diritti potrebbe dipendere da azioni di altri (ad esempio quando sono necessarie chiavi private di parti diverse per trasferire uno strumento e/o se la convalida del trasferimento richiede il consenso di diversi nodi).

<sup>43</sup> Ad esempio, uno Stato membro può, a norma dell'articolo 1, paragrafo 3, della FCD, optare per la disapplicazione, vale a dire può escludere dall'ambito di applicazione della direttiva i contratti di garanzia finanziaria in cui una delle parti è una persona, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica (articolo 1, paragrafo 2, lettera e), della FCD).

<sup>44</sup> Relazione della Commissione "Relazione di valutazione sulla direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli" (COM(2005) 657 definitivo/2).

<sup>45</sup> Corte di giustizia dell'Unione europea: causa C-156/15 del 10 novembre 2016, in cui la Corte ha specificato che si può ritenere che "il beneficiario di una garanzia [...] abbia acquisito "il possesso o il controllo" di tali somme solo a condizione che per il datore della garanzia sia impossibile disporne".

SFD agli istituti di pagamento e agli istituti di moneta elettronica, la Commissione ha deciso di proporre una modifica nell'ambito del riesame della PSD2<sup>46</sup>.

Nel complesso, la Commissione prende atto dei possibili impatti delle nuove tecnologie e della mancanza di certezza del diritto in alcuni settori che comportano potenziali costi addizionali per i partecipanti ai mercati finanziari. Va osservato che un livello di armonizzazione inferiore lascia agli Stati membri un potere discrezionale significativo in materia di recepimento e attuazione, creando in tal modo difficoltà nelle situazioni transfrontaliere, alcune delle quali sono state individuate anche nel presente riesame. Tuttavia qualsiasi ulteriore armonizzazione delle disposizioni della SFD e della FCD dovrebbe considerare attentamente i costi e i benefici.

---

<sup>46</sup> Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta digitale nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE.