



Elementi per la verifica di sussidiarietà - Proposta di regolamento che modifica il regolamento (UE) 909/2014 per quanto riguarda l'introduzione di un ciclo di regolamento dei titoli più breve nell'Unione

Dossier n° 86 -
4 marzo 2025

| | |
|---|--|
| Tipo e numero atto | <i>Proposta di regolamento COM(2025)38</i> |
| Data di adozione | <i>12 febbraio 2025</i> |
| Base giuridica | <i>Articolo 114 del TFUE</i> |
| Settori di intervento | <i>Mercati dei capitali; istituto finanziario; strumento finanziario; controllo della liquidità; controllo finanziario; depositario; transazione finanziaria; valore mobiliare; regolamentazione finanziaria</i> |
| Esame presso le istituzioni dell'UE | <i>La proposta è esaminata secondo la procedura legislativa ordinaria di codecisione</i> |
| Assegnazione | <i>14 febbraio 2025 – VI Commissione Finanze</i> |
| Termine per il controllo di sussidiarietà | <i>9 aprile 2025</i> |
| Segnalazione da parte del Governo | <i>Sì</i> |
| Relazione del Governo ex art. 6 della legge 234 | <i>No</i> |

Finalità e oggetto

La proposta di regolamento in esame, presentata dalla Commissione europea il 12 febbraio 2025, mira ad abbreviare il **ciclo di regolamento** per le **operazioni su valori mobiliari** dell'UE, portandolo **da due giorni** ("T+2") a **uno** ("T+1"), mediante una modifica tecnica mirata al [regolamento \(UE\) 909/2014](#) ("Central Securities Depository Regulation" o "CSDR") relativo ai depositari centrali di titoli ("CSD").

Per "**regolamento dei titoli**" (azioni od obbligazioni) si intende l'**insieme dei processi** al termine dei quali, conclusa un'operazione, il venditore riceve il contante e l'acquirente il titolo. Invece, il "**ciclo di regolamento**" è il periodo di tempo che intercorre tra la **chiusura della negoziazione** (denominata "T") e la **data del regolamento**.

Come chiarito dalla Commissione, **obiettivo generale** della proposta è promuovere **l'efficienza e la sicurezza del ciclo di regolamento**, migliorando la **disponibilità di liquidità nei mercati dei capitali**, anche al fine di realizzare un'Unione dei risparmi e degli investimenti (v. *infra*). In base alla relazione che accompagna la proposta, l'intervento modificativo consentirebbe di:

- rendere i **mercati dei capitali dell'UE più competitivi e resilienti**, facilitando la mobilitazione delle risorse necessarie a **finanziare le transizioni digitale, verde e sociale**;
- **eliminare i costi legati al disallineamento con altre giurisdizioni**;
- **ridurre lo svantaggio competitivo** per il mercato dell'UE.

Dato l'attuale ciclo "T+2", la Commissione propone, di **dimezzare** il periodo di tempo che intercorre per lo svolgimento dei processi relativi al ciclo di regolamento, con il passaggio al **ciclo "T+1"**.

Al fine di consentire a tutte le parti interessate di disporre di un tempo sufficiente per prepararsi all' ciclo "T+1", la Commissione ha proposto come **data opportuna per la transizione l'11 ottobre 2027**.

A tal riguardo la Commissione ha tenuto conto delle raccomandazioni contenute nella [relazione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati \("ESMA"\)](#), elaborata con la collaborazione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). Basandosi anche sulla **precedente esperienza** relativa al passaggio al ciclo di regolamento "T+2" e dell'esperienza internazionale con il passaggio al "T+1", l'ESMA ritiene infatti che il settore necessiti di **circa trentuno mesi** per adeguare i processi al nuovo sistema.

Per facilitare l'adeguamento al ciclo di regolamento "T+1", la Commissione europea (insieme all'ESMA e alla BCE) ha [inteso](#) inoltre istituire, nel gennaio 2025, una **struttura di governance** con lo scopo di **supervisionare e sostenere i preparativi tecnici necessari** per la transizione.

Contesto, motivazione dell'intervento e valutazione di impatto

Contesto dell'intervento proposto

La proposta in esame concerne, in via generale, **l'efficiente funzionamento e la sicurezza dei servizi post-negoziato**, che costituiscono il fondamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti in quanto svolgono un **ruolo centrale**, tra l'altro, nell'**emissione di titoli**, nel **completamento delle negoziazioni** (ossia il **regolamento**), nel **monitoraggio della proprietà dei titoli** nonché nella **gestione e nella riduzione dei rischi** (ossia la **compensazione**).

Secondo le stime della Commissione, presso i CDS dell'UE sono regolati **titoli** per un valore di oltre **4.000 miliardi di euro ogni giorno**. È perciò necessario, a giudizio della Commissione, garantire **un ciclo di regolamento più rapido, efficiente ed affidabile**.

L'iniziativa in esame si inserisce, pertanto, nel quadro delle azioni dell'UE volte a rendere **funzionanti e integrati i mercati dei capitali dell'UE**.

L'**Unione dei mercati dei capitali** ha l'obiettivo di far **convergere i mercati dei capitali nazionali** in un vero **mercato unico a livello UE**. Mira anche ad **offrire ai sistemi produttivi europei canali di finanziamento alternativi** a quello tradizionale costituito dal credito **bancario**. Malgrado i notevoli progressi compiuti negli anni recenti per quanto riguarda la crescita dei mercati dei capitali dell'UE, che dal 2014 sfiora quasi il **50% in rapporto al PIL europeo**, permane comunque un **notevole divario** nel loro sviluppo.

Come sottolineato anche nei **rapporti Letta e Draghi** (v. *infra*), mercati europei dei capitali maggiormente sviluppati consentirebbero, in particolare, di:

- **diversificare le fonti di finanziamento** delle imprese, in particolare delle PMI;
- **agevolare gli investimenti transfrontalieri** e attrarre maggiori investimenti esteri nell'UE;
- rendere il **sistema finanziario** dell'UE più **stabile, resiliente e competitivo**;
- **aumentare le opzioni per i risparmiatori e ridurre i costi di finanziamento** per le imprese;
- rafforzare il ruolo dell'euro come **valuta di investimento internazionale**;
- sostenere gli investimenti nell'**innovazione** e contribuire alla **duplice transizione verde e digitale**.

Merita ricordare inoltre che il futuro dell'Unione dei mercati dei capitali è uno dei **temi centrali** degli **orientamenti politici per la Commissione europea 2024-2029** ove, in particolare, vengono proposte misure volte a facilitare il **finanziamento delle imprese in rapida crescita** da parte di banche commerciali, investitori e *venture capital*.

Negli orientamenti si preannuncia anche la creazione di un'**Unione europea del risparmio e degli investimenti**, compresi i mercati bancari e dei capitali, sviluppando in questo senso una delle proposte contenute nel **rapporto Letta sul futuro del mercato unico** per affrontare il tema della **frammentazione dei mercati finanziari** dell'UE e sfruttare l'enorme **ricchezza del risparmio privato** per investire nell'innovazione e nelle transizioni pulite e digitali.

Stando al rapporto Letta, l'UE ospita 33 trilioni di euro di risparmi privati, prevalentemente in valuta e depositi (34,1%), ma una tendenza preoccupante è la deviazione annuale di circa **300 miliardi di euro** di risparmi delle famiglie europee dai mercati dell'UE all'estero, principalmente verso l'economia americana.

Anche il **rapporto Draghi** si occupa diffusamente della tematica ed osserva che la **frammentazione dei mercati** dei capitali dell'UE costituisce uno dei principali problemi che ostacolano l'**efficienza del settore dell'intermediazione finanziaria** in Europa. In particolare, si sottolinea che uno dei principali problemi è che nell'UE l'**ambiente post-negoziato** per la compensazione e il regolamento – lo stesso settore della proposta in esame – è di gran lunga **meno unificato** rispetto a quello statunitense.

Inoltre, a giudizio di Draghi, permangono altri due **elementi di criticità**: 1) l'UE non dispone né di un'unica autorità di regolamentazione del mercato dei valori mobiliari né di un unico regolamento per tutti gli aspetti della negoziazione; 2) i regimi fiscali e d'insolvenza degli Stati membri restano sostanzialmente non allineati.

Nel rapporto si osserva inoltre che i mercati dei capitali dell'UE sono poco forniti di capitali a lungo termine rispetto ad altre grandi economie, soprattutto a causa dello scarso sviluppo dei fondi pensione. A tal riguardo, il rapporto auspica anzitutto la **costituzione** di una vera e propria **Unione dei mercati dei capitali** e chiede altresì di **trasformare l'ESMA in Autorità di regolamentazione unica e comune** per tutti i mercati mobiliari dell'UE, simile alla *Securities and Exchange Commission* statunitense. Infine, nel rapporto si suggerisce che la *governance* e i processi decisionali dell'ESMA siano modificati secondo linee analoghe a quelle del Consiglio direttivo della BCE, distaccandoli il più possibile dagli interessi nazionali degli Stati membri dell'UE.

Coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato

Come riportato nella relazione illustrativa, la Commissione ritiene la modifica oggetto della proposta in linea con gli **obiettivi** stabiliti nell'ambito del **regolamento (UE) 2023/2845 "CSDR Refit"**, nonché con l'obiettivo di creare un'Unione dei risparmi e degli investimenti.

In particolare, tale regolamento ha apportato modifiche al regolamento CSDR già citato finalizzate a ridurre i costi di conformità e gli oneri regolamentari a carico dei depositari centrali dei titoli per **migliorare l'efficienza del regolamento titoli nell'UE**. L'obiettivo del regolamento CSDR Refit è anche rendere più facile per i depositari offrire **servizi a livello transfrontaliero**, migliorando la **cooperazione tra le autorità di vigilanza**.

Le motivazioni della proposta

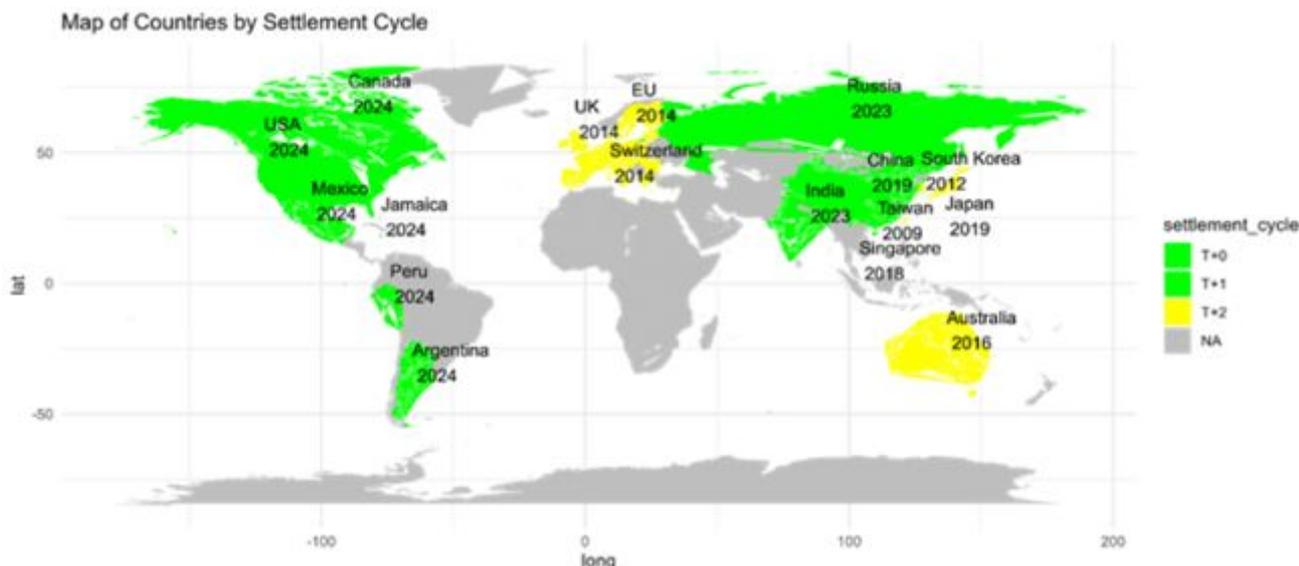
Nella relazione illustrativa della proposta la Commissione europea **espone le motivazioni** alla base dell'iniziativa.

In via generale, essa ritiene che il mantenimento del sistema "T+2" a livello unionale potrebbe comportare una **maggiore frammentazione dei mercati di capitali dell'UE** e, di conseguenza, incentivare i diversi portatori di interesse ad adottare **soluzioni divergenti** per far fronte all'esistenza di cicli di regolamento più brevi negli altri mercati.

Inoltre, la proposta contribuirebbe a **ridurre lo svantaggio competitivo dell'UE** rispetto alle principali controparti che hanno già adottato il regolamento "T+1".

La Commissione osserva al riguardo che a partire dall'ottobre 2024 le **operazioni su titoli** nei mercati dei capitali che rappresentano il **60 % della capitalizzazione di mercato mondiale** (tra cui Stati Uniti, Canada, Cina e India) sono regolate in "T+1", mentre altri mercati internazionali dei capitali si sono impegnati a passare al "T+1" o stanno valutando questa possibilità. Si verrebbe pertanto a creare un **disallineamento problematico** che, combinato con le differenze di fuso orario, potrebbe comportare una notevole riduzione del tempo a disposizione dei partecipanti al mercato dell'UE per completare il regolamento delle operazioni, con conseguenti **costi aggiuntivi** a causa delle inefficienze operative derivanti dalla gestione di cicli di regolamento diversi.

La mappa sottostante mostra la diffusione su scala globale del ciclo di regolamento "T+0" e "T+1" negli ultimi anni (*Fonte: Documento di lavoro della Commissione europea*).



In aggiunta, la **riduzione del ciclo** consente, oltre ad una notevole concentrazione delle tempistiche e al conseguente **aumento dei volumi di negoziazione**, la **riduzione dei rischi connessi al regolamento** legati all'eventuale inadempimento della controparte. A parere della Commissione, la modifica consentirebbe altresì di **risparmiare sui costi** data la **riduzione dei requisiti di margine**, cioè le garanzie reali fornite a copertura delle operazioni durante il ciclo di regolamento.

Infine, la Commissione ha valutato che, nonostante il passaggio al ciclo "T+1" sia tecnicamente e giuridicamente possibile per gli Stati membri anche a legislazione vigente, in assenza di un intervento normativo dell'UE la **realizzazione** e il **coordinamento** della transizione sarebbero eccessivamente complessi a causa del numero di soggetti coinvolti.

Al riguardo, come riportato nella [dichiarazione congiunta](#) dell'ESMA, della Commissione e della BCE, anche gli operatori di mercato nell'UE hanno indicato una forte preferenza per una riduzione armonizzata a livello europeo del ciclo di regolamento, anche al fine di garantire certezza giuridica e di pianificazione. Per converso, secondo l'ESMA sarebbe prematuro predisporre un'ulteriore concentrazione del ciclo di

regolamento (ossia il passaggio a "T+0"), in quanto i relativi costi di adeguamento sarebbero superiori ai benefici prodotti.

Alla luce di queste motivazioni, la Commissione ritiene **necessario** un intervento normativo a livello UE.

Valutazione della Commissione

La Commissione chiarisce di non aver elaborato alcuna **valutazione d'impatto**, motivando *genericamente* tale scelta in ragione della natura e dell'urgenza dell'iniziativa.

Tuttavia, ha preparato un [documento di lavoro](#) che esamina nel dettaglio le ripercussioni delle misure proposte. A tal fine, la Commissione segnala di aver tenuto conto delle conclusioni contenute nella [relazione](#) dell'ESMA.

Benefici

Secondo la relazione illustrativa, il passaggio al ciclo "T+1" determinerà una **serie di vantaggi** in termini di **riduzione dei rischi, risparmi sui margini e riduzione dei costi legati al disallineamento** con le altre giurisdizioni a livello mondiale.

In particolare, i risultati dell'indagine condotta dall'ESMA mostrano che la riduzione dei requisiti di margine necessari a garanzia delle operazioni dovrebbe essere compresa tra il 38-49%.

Nel complesso, l'analisi della Commissione conferma che **i benefici attesi dovrebbero nel tempo superare ampiamente i costi iniziali** derivanti dall'adattamento al sistema "T+1".

Costi

La Commissione segnala che la modifica del ciclo di regolamento genererà anche **oneri**, la maggior parte dei quali **a breve termine**, in relazione agli **investimenti una tantum necessari** per modificare, standardizzare e digitalizzare le fasi del processo.

La Commissione sostiene, inoltre, che i costi possano essere **mitigati** prevedendo una **fase preparatoria** alla transizione al fine di permettere l'effettuazione dei test necessari a ridurre la **portata degli oneri**.

L'ESMA stima che i costi aggregati di attuazione per tutti i soggetti interessati al passaggio al sistema "T+1" ammonterebbe a una cifra compresa tra i 1.600 e i 5.300 milioni di euro, ma sottolinea come tale stima sia da considerare con cautela dato che una parte significativa dell'esborso dovrebbe essere destinata in ogni caso all'attuazione di misure volte ad aumentare l'efficacia del regolamento.

In assenza della relazione tecnica di cui all'art. 6 della legge 234 del 2012, potrebbe risultare utile acquisire l'avviso del Governo sul punto.

Consultazione dei portatori di interessi

La Commissione informa di avere effettuato un'**ampia consultazione** dei portatori di interessi, da cui è emersa la necessità di porre rimedio alla **frammentazione dei mercati di capitali dell'UE** al fine di **ridurre lo svantaggio competitivo**.

In particolare, la Commissione ha organizzato il 25 gennaio 2024 una **tavola rotonda** con **rappresentati del settore industriale e delle principali autorità di regolamentazione** e il 5 settembre 2024 una **riunione con la partecipazione di esperti degli Stati membri**. In entrambi i casi la maggioranza dei partecipanti ha espresso il proprio sostegno alla proposta di accorciamento del ciclo di regolamento.

Principali contenuti della proposta

La proposta di regolamento in esame consta di **2 articoli**.

L'articolo 1 introduce una modifica all'articolo 5, paragrafo 2, del CSDR, in base al quale la data prevista per il regolamento non deve essere successiva al primo giorno lavorativo dopo la negoziazione.

In particolare, l'ambito di applicazione della disciplina non viene modificato e ricomprende le operazioni su valori mobiliari eseguite in sede di negoziazione, di cui all'**articolo 5, paragrafo 1**, del CSDR, **ad eccezione**

delle operazioni negoziate privatamente ma eseguite in una sede di negoziazione, alle operazioni eseguite bilateralmente ma segnalate a una sede di negoziazione, o alla prima operazione che determina l'assoggettamento dei valori mobiliari in questione alla registrazione iniziale mediante scrittura contabile. L'articolo 2 riguarda l'**entrata in vigore** e l'**applicazione** del regolamento oggetto della proposta e prevede che esso si applichi a decorrere dall'11 ottobre 2027

Base giuridica

La **base giuridica** della proposta è costituita dall'**articolo 114 TFUE**, che conferisce al Parlamento europeo e al Consiglio il potere di adottare secondo **procedura legislativa ordinaria** misure relative al **riavvicinamento delle disposizioni legislative**, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'**instaurazione** ed il **funzionamento del mercato interno**.

Come osservato dalla Commissione nella relazione, si tratta della stessa base giuridica su cui è fondato il **regolamento CSDR**, che la presente proposta è volta a modificare.

Sussidiarietà

La Commissione motiva la **necessità di intervento legislativo a livello UE**, in quanto l'**adozione di pratiche divergenti** da parte dei CSD e delle sedi di negoziazione dell'UE, in un panorama delle infrastrutture post-negoziazione già frammentato, renderebbe più impegnativo il passaggio comune al sistema "T+1", determinando **condizioni sfavorevoli** per i partecipanti e gli **investitori**.

Il **valore aggiunto dell'azione a livello UE** consiste nel **coordinare in maniera efficiente** il passaggio comune al ciclo di regolamento "T+1".

Pertanto, il fine **non può essere conseguito in misura sufficiente dagli Stati membri**.

Proporzionalità

La Commissione ritiene che la proposta rispetti il **principio di proporzionalità**, in quanto introduce una **modifica mirata** al regolamento CSDR, limitandosi ad intervenire sulla durata del ciclo di regolamento. Pertanto non va oltre **quanto necessario** per il conseguimento dell'obiettivo fissato.

Quanto alla **scelta dell'atto giuridico**, a giudizio della Commissione, poiché l'atto giuridico oggetto di modifica è un regolamento, l'atto modificativo **dovrebbe assumere la stessa forma**.

Esame presso le Istituzioni dell'UE

La proposta è **esaminata** secondo la **procedura legislativa ordinaria**. Al momento la proposta non è stata assegnata a nessuna commissione del Parlamento europeo.

Esame presso altri parlamenti nazionali

Sulla base dei dati forniti dal **sito IPEX**, l'esame dell'atto risulta avviato da parte dei Parlamenti di Svezia e Danimarca.