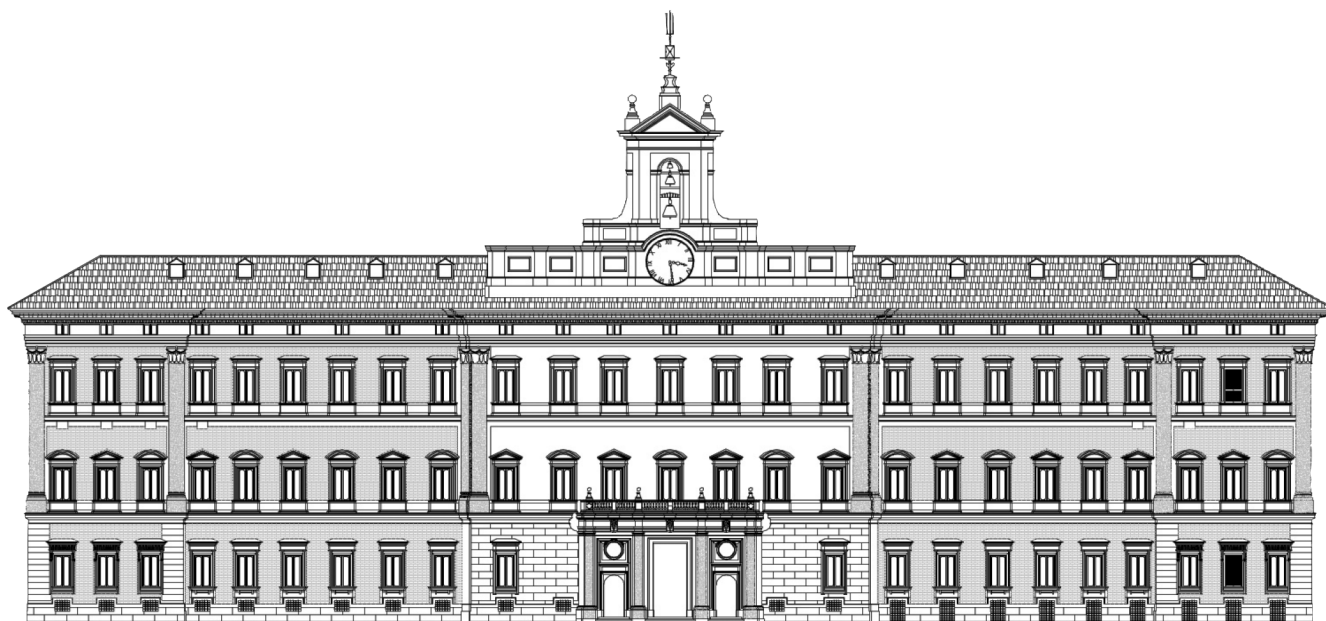




Camera dei deputati

XIX LEGISLATURA



Documentazione per le Commissioni
ESAME DI ATTI E DOCUMENTI DELL'UNIONE EUROPEA

Elementi per la verifica di sussidiarietà

Il pacchetto per la piena integrazione dei mercati finanziari

(Proposta di regolamento COM(2025)941)

(Proposta di direttiva COM(2025)942)

(Proposta di regolamento COM(2025)943)

n. 134

10 febbraio 2026



Camera dei deputati

XIX LEGISLATURA

Documentazione per le Commissioni
ESAME DI ATTI E DOCUMENTI DELL'UNIONE EUROPEA

Elementi per la verifica di sussidiarietà Il pacchetto per la piena integrazione dei mercati finanziari

(Proposta di regolamento COM(2025)941)

(Proposta di direttiva COM(2025)942)

(Proposta di regolamento COM(2025)943)

n. 134

10 febbraio 2026

Il dossier è stato curato dal **SERVIZIO PER I RAPPORTI CON L'UNIONE EUROPEA**
(☎ 066760.2145 - ✉ rue_segreteria@camera.it - ✎ [@CD_europa](https://twitter.com/CD_europa) - europa.camera.it).

I dossier dei servizi e degli uffici della Camera sono destinati alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari. La Camera dei deputati declina ogni responsabilità per la loro eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge.

INDICE

DATI IDENTIFICATIVI	1
IL PACCHETTO PER LA PIENA INTEGRAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI	3
• Finalità e oggetto	3
• Il contesto degli interventi	3
• Il dibattito in sede di Consiglio	9
• La posizione del Governo italiano	10
• La proposta sul carattere definitivo del regolamento	11
• Le proposte sullo sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE	18
• Esame presso Istituzioni dell'UE	32
• Esame presso altri parlamenti nazionali	33

DATI IDENTIFICATIVI

Tipo di atto	<i>Proposta di regolamento COM(2025)941 Proposta di direttiva COM(2025)942 Proposta di regolamento COM(2025)943</i>
Data di adozione	<i>4 dicembre 2025</i>
Base giuridica	<i>COM(2025)941 – Articolo 114 TFUE COM(2025)942 – Articoli 53, paragrafo 1, e 114 TFUE COM(2025)943 – Articolo 114 TFUE</i>
Settori di intervento	<i>Strumento finanziario; investimento; controllo finanziario; ravvicinamento delle legislazioni; mercato unico; società d'investimento; regolamentazione finanziaria; servizi finanziari; vigilanza finanziaria; Unione dei mercati dei capitali</i>
Esame presso le istituzioni dell'UE	<i>Procedura legislativa ordinaria</i>
Assegnazione	<i>COM(2025)941: Non ancora assegnato COM(2025)942: 20 gennaio 2026 Commissione VI (Finanze) COM(2025)943: 26 gennaio 2026 Commissione VI (Finanze)</i>
Termine per il controllo di sussidiarietà	<i>COM(2025)941 – 6 aprile 2026 COM(2025)942 – 16 marzo 2026 COM(2025)943 – 23 marzo 2026</i>
Segnalazione da parte del Governo	<i>Si (COM 942 e 943)</i>

IL PACCHETTO PER LA PIENA INTEGRAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Finalità e oggetto

La Commissione europea ha adottato, il 4 dicembre 2025, un [pacchetto](#) di misure volte a rimuovere gli ostacoli alla **piena integrazione** dei **mercati finanziari** dell'UE mediante una **semplificazione** del relativo **quadro normativo** e di **vigilanza**. Fanno parte del pacchetto:

- la [proposta](#) di regolamento (di seguito proposta sul **carattere definitivo del regolamento**) che abroga la [direttiva](#) sul carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (c.d. direttiva SFD) e modifica la [direttiva](#) sui contratti di garanzia finanziaria (c.d. direttiva FCD);
- la [proposta](#) di direttiva e la [proposta](#) di regolamento relative all'ulteriore **sviluppo** dell'**integrazione** dei **mercati dei capitali** e della **vigilanza** nell'UE.

In particolare, la prima intende modificare la [direttiva](#) sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (c. d. direttiva OICVM), la [direttiva](#) sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. direttiva GEFIA) e la [direttiva](#) relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. direttiva MiFID II). La seconda modifica il [regolamento](#) che istituisce l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (c.d. regolamento ESMA), il [regolamento](#) sulle infrastrutture del mercato europeo (c.d. regolamento EMIR), il [regolamento](#) sui mercati degli strumenti finanziari (c.d. regolamento MiFIR), il [regolamento](#) sui depositari centrali di titoli (c.d. regolamento CSDR), il [regolamento](#) sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (c.d. regolamento SFTR), il [regolamento](#) sulla distribuzione transfrontaliera, il [regolamento](#) relativo al quadro di emergenza, il [regolamento](#) relativo al regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (c.d. regolamento DLTR) , il [regolamento](#) sui mercati delle crypto-attività (c.d. regolamento MiCA), il [regolamento](#) relativo alle agenzie di rating del credito, il [regolamento](#) sugli indici di riferimento, il [regolamento](#) sulle cartolarizzazioni, il [regolamento](#) sulle obbligazioni verdi europee e il [regolamento](#) sui rating ESG.

Le proposte si inseriscono nel contesto delle misure adottate per l'attuazione della [strategia](#) dell'**Unione dei risparmi e degli investimenti** (v. [infra](#)).

Il contesto degli interventi

Nelle [conclusioni](#) del 20 marzo 2025 il **Consiglio europeo** ha invitato ad **aumentare** l'**efficienza** della **vigilanza** e a **ridurre** la **frammentazione** dei **mercati dei capitali** dell'UE. In particolare, ha chiesto alla Commissione europea di: *i*) garantire prassi di vigilanza convergenti, *ii*) completare la valutazione e i lavori riguardanti le condizioni per consentire alle autorità europee di vigilare

efficacemente sugli attori dei mercati finanziari e dei capitali transfrontalieri di maggiore rilevanza sistemica e, sulla base di tale valutazione, presentare, ove opportuno, una proposta in materia di vigilanza, *iii*) rimuovere rapidamente gli ostacoli al consolidamento delle infrastrutture di mercato e agli investimenti transfrontalieri e *iv*) razionalizzare e chiarire le norme esistenti, eliminare le duplicazioni e ridurre i costi di conformità e comunicazione.

In seguito, il 10 settembre scorso, il **Parlamento europeo** ha approvato una [risoluzione](#) che ha **accolto con favore** l'intenzione della Commissione di presentare un **pacchetto di proposte legislative** volte a rafforzare gli strumenti di convergenza in materia di vigilanza e conseguire una vigilanza diretta più unificata dei mercati dei capitali trasferendo determinati compiti a livello dell'UE.

Nel [comunicato stampa](#) relativo all'adozione del pacchetto di misure in esame, la Commissione europea ha riconosciuto che i **mercati finanziari** UE continuano ad essere notevolmente **frammentati** e di **dimensione ridotte** e che questo impedisce il raggiungimento di un elevato livello di efficienza e l'instaurazione di economie di scala. Il **gap competitivo** con gli USA emerge confrontando il livello di capitalizzazione di mercato delle borse europee che, nel 2024, è stato pari al **73% in relazione al PIL UE**, in confronto al **270% negli USA**.

Le raccomandazioni dei rapporti Draghi e Letta

Il [rapporto](#) sul futuro della competitività dell'UE presentato da Mario Draghi sostiene che la **frammentazione** dei mercati dei capitali **non consente** all'UE di **soddisfare il fabbisogno finanziario** necessario a raggiungere i suoi obiettivi di competitività. La [relazione](#) sul mercato unico predisposta da Enrico Letta afferma che, a causa dell'inefficienza nell'uso interno delle risorse economiche, ogni anno **circa 300 miliardi di euro** di risparmi delle famiglie europee **vengono trasferiti all'estero**, principalmente verso l'economia americana. Tali capitali, se reindirizzati all'interno dell'UE, sostiene la relazione, potrebbero **contribuire** in modo sostanziale al raggiungimento degli **obiettivi strategici** dell'Unione, come la transizione verde, digitale e la difesa.

Per approfondimenti sul rapporto sul futuro della competitività europea di Draghi si rinvia al [dossier](#) predisposto dai Servizi di documentazione di Camera e Senato.

Il rapporto Draghi individua **tre ostacoli principali** alla creazione di un'Unione dei mercati dei capitali nell'UE:

- l'**assenza** di un'**unica autorità di regolamentazione** del mercato dei valori mobiliari e di un **unico regolamento** per tutti gli aspetti della negoziazione, nonché la presenza di pratiche di vigilanza e interpretazioni delle disposizioni ancora molto diverse;
- un **ambiente post-negoziato** per la **compensazione** e il **regolamento** di gran lunga **meno unificato** rispetto a quello USA;

Per ambiente post-negoziato si intende l'insieme delle fasi e dei servizi che seguono l'esecuzione di una transazione sui mercati finanziari.

- **regimi fiscali e d'insolvenza** negli Stati membri **non allineati**.

Il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto il 19 novembre 2025, nell'ambito della procedura legislativa ordinaria, un [accordo provvisorio](#) sulla [proposta](#) di direttiva volta ad **armonizzare** taluni **aspetti** del diritto in **materia d'insolvenza**.

Entrambi i rapporti suggeriscono una profonda **trasformazione del mercato** mediante, tra le altre cose, un **rafforzamento dell'ESMA**. In particolare, il rapporto Letta propone un approccio a **due livelli**: l'ESMA con il compito di supervisione dei grandi soggetti di mercato e delle entità sistemiche; e le autorità nazionali a gestire le questioni legate ai mercati locali.

Il rapporto Draghi suggerisce invece di rendere l'ESMA **l'unica autorità di regolamentazione** per tutti i mercati mobiliari dell'UE e di modificare la sua *governance* secondo linee analoghe a quelle del Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), in modo da renderla indipendente dagli interessi nazionali degli Stati membri.

Secondo Draghi all'ESMA dovrebbe essere affidata la supervisione esclusiva su: *i*) i grandi emittenti multinazionali; *ii*) i principali mercati regolamentati con piattaforme di negoziazione in varie giurisdizioni; e *iii*) le piattaforme di controparte centrale (CCP), entità specializzate che si interpongono tra acquirente e venditore in una transazione al fine di ridurre il pericolo che una parte non adempia ai suoi obblighi.

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)

L'ESMA è un organismo indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la **protezione degli investitori** e promuovere **mercati finanziari stabili** e ordinati.

<i>Carica</i>	<i>Nominativo (inizio incarico)</i>	<i>Scadenza</i>
Presidente	Verena Ross (GER) (1° novembre 2021)	31 ottobre 2026
Direttore esecutivo	Natasha Cazenave (FRA) (1° giugno 2021)	31 maggio 2031
Vicepresidente	Vojtěch Belling (CZE) (1° settembre 2022)	31 dicembre 2026

Gli organi direttivi dell'ESMA sono:

- il **Consiglio delle autorità di vigilanza**, che guida il lavoro dell'Autorità e ha la responsabilità decisionale su un'ampia gamma di questioni;

L'organo è composto dal Presidente, dai presidenti delle autorità nazionali competenti responsabili della regolamentazione e della vigilanza sui titoli, e da rappresentanti senza diritto di voto della Commissione europea, del Comitato europeo per il rischio sistemico,

dell'Autorità bancaria europea (ABE), dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e dell'Autorità di vigilanza dell'Associazione europea di libero scambio.

- il **Consiglio di amministrazione**, che assicura che l'Autorità svolga la propria missione in conformità al regolamento ESMA.

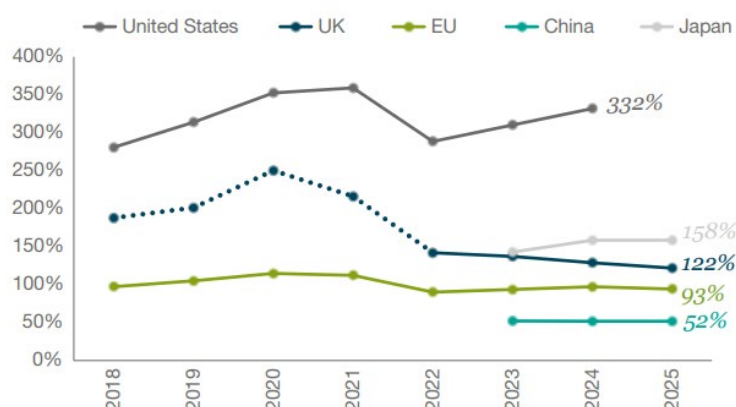
L'organo è composto dal Presidente e da sei membri scelti tra quelli del Consiglio delle autorità di vigilanza, tra cui Carlo Comporti in rappresentanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Il Direttore Esecutivo e un rappresentante della Commissione partecipano senza diritto di voto (tranne che per le questioni di bilancio, per le quali la Commissione ha diritto di voto).

L'ESMA fa parte del **Sistema europeo di vigilanza finanziaria** (SEVIF) istituito nel 2010 con il compito di assicurare una vigilanza finanziaria micro e macroprudenziale coerente e adeguata in tutta l'UE. Il SEVIF comprende le tre autorità europee di vigilanza (AEV), cioè l'ABE, l'EIOPA e l'ESMA, il Comitato europeo per il rischio sistemico ([CERS](#)) e le autorità nazionali di vigilanza. Per approfondimenti consultare la [nota tematica](#) del Parlamento europeo e la [pagina web](#) della BCE.

L'analisi dell'AFME sul livello di integrazione dei mercati dei capitali

L'Associazione per i mercati finanziari in Europa (AFME) ha pubblicato a novembre 2025 l'8a edizione del [rapporto](#) **“Unione dei mercati dei capitali: principali indicatori di performance”** che analizza i progressi dell'UE nel rafforzamento e nell'integrazione dei mercati dei capitali, evidenziandone la persistente frammentazione. Tra le altre cose, il rapporto segnala come nel 2025 l'ammontare delle **attività finanziarie delle famiglie dell'UE** si è attestato al **93% del PIL UE**, senza registrare una crescita significativa rispetto agli anni precedenti, un livello significativamente più basso rispetto a quello dei maggiori *competitor* internazionali, come si vede dal grafico che segue.

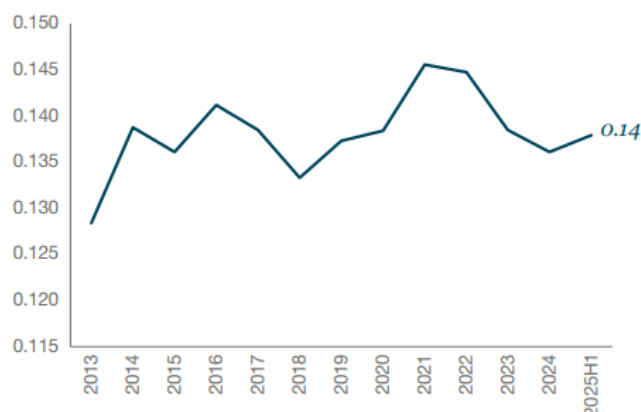
3.1 Household Market Investment Indicator: Household savings in market instruments as % of GDP



Source: Eurostat, US FED, UK ONS, BoJ, BOC. Includes listed shares, bonds, funds, pensions and insurance reserves

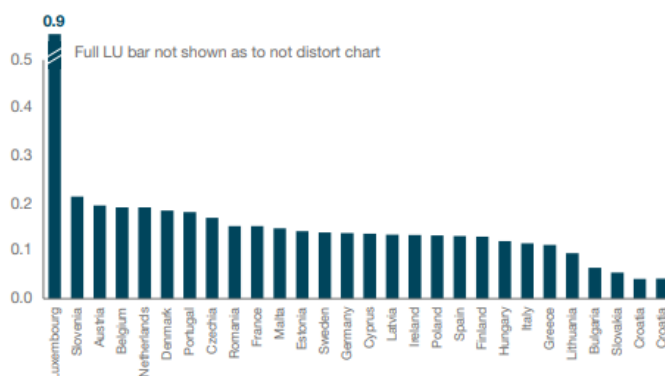
L'AFME ha inoltre elaborato un **indicatore** per quantificare l'**integrazione** dei **mercati dei capitali** dell'UE, che mostra un modesto aumento del suo valore nel primo semestre del 2025.

8.3 Intra-EU Integration Indicator [0: Min, 1: Max]



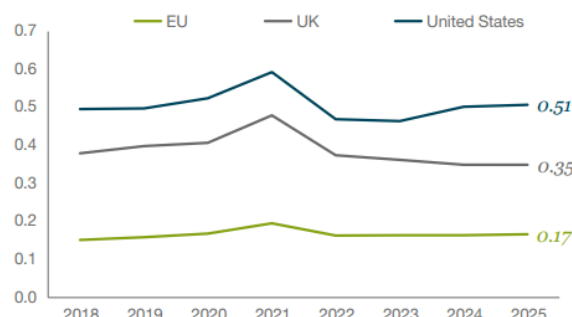
L'Italia rimane agli **ultimi posti** dell'UE in relazione all'integrazione dei mercati dei capitali.

8.5 Intra-EU capital markets integration by countries: 2023-25 average [0: Min, 1: Max]



Il rapporto conclude quindi affermando che negli ultimi sette anni i mercati dei capitali dell'UE **non hanno registrato progressi significativi** in termini di competitività globale, rimanendo distanti da Regno Unito e USA, e che senza riforme strutturali l'Europa rischia di rimanere ancora più indietro rispetto agli altri centri finanziari mondiali.

9.1 Global Competitiveness Indicator [0: Min, 1: Max]



L'Unione del risparmio e degli investimenti

Nell'ambito della [Bussola](#) per la competitività dell'UE, adottata ad inizio del 2025, la Commissione europea ha delineato le **azioni prioritarie** in materia recependo molti dei suggerimenti dei rapporti Draghi e Letta, tra cui la presentazione di una [strategia](#) per un'**Unione del risparmio e degli investimenti** (SIU).

Per approfondimenti sulla Bussola si rinvia al [dossier](#) predisposto dal Servizio Rapporti con l'UE della Camera.

Adottata il 19 marzo 2025, la strategia mira a migliorare il modo in cui il sistema finanziario dell'UE **convoglia i risparmi verso investimenti produttivi**, creando opportunità finanziarie più ampie per i cittadini e le imprese europee.

La strategia stima che **circa 10.000 miliardi di euro** di risparmi familiari sono **detenuti** nell'UE sotto forma di **depositi bancari a basso rendimento**, invece che essere investiti nei mercati dei capitali, dove i potenziali rendimenti potrebbero essere maggiori.

L'attuazione della SIU richiede l'adozione di misure che incidono su **varie dimensioni** del **sistema finanziario**, ricondotte dalla Commissione a quattro pilastri:

- 1) **cittadini e risparmio**, per offrire ai risparmiatori al dettaglio maggiori opportunità di risparmio nei mercati, soprattutto in vista della pensione;

Nell'ambito delle iniziative annunciate in tale pilastro, la Commissione ha adottato il 20 novembre 2025 un [pacchetto di misure](#) volto a promuovere le **pensioni integrative**, tra cui una [proposta](#) di modifica della [direttiva](#) sugli enti pensionistici aziendali o professionali (c.d. direttiva EPAP II) e una [proposta](#) di modifica del [regolamento](#) sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (c.d. direttiva PEPP).

Il Consiglio e il Parlamento europeo hanno inoltre [raggiunto](#), il 18 dicembre 2025, un **accordo provvisorio** sul [pacchetto](#) per gli **investimenti al dettaglio** finalizzato a responsabilizzare e proteggere i consumatori quando investono.

Sono state adottate anche la [raccomandazione](#) relativa, tra le altre cose, ai **sistemi di tracciamento delle pensioni** e all'**iscrizione automatica a regimi pensionistici integrativi**; la [strategia](#) per l'**alfabetizzazione finanziaria**, che mira a migliorare le conoscenze finanziarie dei cittadini; e la [raccomandazione](#) sull'**aumento della disponibilità di conti di risparmio**, che fornisce suggerimenti per sostenere la partecipazione dei piccoli investitori ai mercati dei capitali.

- 2) **investimenti e finanziamento**, per migliorare la disponibilità dei capitali e l'accesso ai medesimi per tutte le imprese, comprese le PMI;

In tale ambito, la Commissione ha adottato, il 17 giugno 2025, due proposte di regolamento per rilanciare il quadro dell'UE sulle **cartolarizzazioni** (v. [dossier](#) Servizio RUE), sulle quali il Consiglio ha [adottato](#) il mandato negoziale lo scorso 19 dicembre.

Presso la Camera, le proposte sono state esaminate ai fini della verifica di conformità al principio di sussidiarietà dalla **Commissione Politiche dell'UE** che, il 24 settembre 2025, ha adottato un [documento](#) recante una **valutazione conforme**.

Il 29 ottobre 2025 sono stati inoltre [adottati](#): una proposta di modifica del [regolamento delegato](#) (UE) 2015/35, che integra la [direttiva Solvency II](#), al fine di rafforzare la capacità di investimento degli assicuratori, eliminare i costi prudenziali superflui per nell'investimento in cartolarizzazioni e ridurre gli oneri amministrativi; e una [comunicazione](#) che fornisce orientamenti sul modo in cui le banche possono beneficiare di un trattamento prudenziale più favorevole ai sensi del [regolamento](#) sui requisiti patrimoniali (c.d. regolamento CRR).

Nel suo [programma](#) di lavoro per il 2026, la Commissione ha annunciato infine l'aggiornamento del [regolamento](#) sui fondi europei per il *venture capital* (c.d. regolamento EuVECA) nel III trimestre dell'anno, nell'ambito del quale ha avviato due [consultazioni pubbliche](#) in relazione ai fondi di capitale di rischio e di crescita.

- 3) **integrazione e scala**, per eliminare gli ostacoli normativi e di vigilanza all'attività transfrontaliera per quanto riguarda le infrastrutture di mercato, la gestione patrimoniale e la distribuzione dei fondi;
- 4) **vigilanza efficiente** nel mercato unico, per garantire lo stesso trattamento a tutti i partecipanti ai mercati finanziari, indipendentemente dalla loro ubicazione nell'UE.

Il pacchetto di misure in esame, che intende agire sui pilastri 3 e 4, è considerato dalla Commissione come un **elemento centrale** della strategia. Inoltre, essa sottolinea che l'impatto delle modifiche prospettate sarà ulteriormente rafforzato dagli eventuali progressi compiuti nel frattempo negli altri pilastri.

Il dibattito in sede di Consiglio

Da fonti informali si apprende che in sede di Consiglio sarebbero emersi **orientamenti diversi** tra gli Stati membri in relazione al pacchetto legislativo. In particolare, Spagna, Paesi Bassi e Francia sarebbero i **principali sostenitori** delle

misure, con quest'ultima che avrebbe espresso particolare sostegno all'accentramento della vigilanza in capo all'ESMA. La Spagna avrebbe invitato invece le prossime presidenze del Consiglio a definire una *roadmap* chiara per l'adozione delle proposte. Anche Portogallo, Polonia e Romania avrebbero manifestato un orientamento generalmente positivo, pur con richiami alla necessità di chiarire modalità e grado della centralizzazione della vigilanza.

Un **gruppo consistente** di Paesi, tra cui Germania e **Italia** (v. [infra](#)), avrebbe invece assunto una **posizione intermedia**. In particolare, la Germania, pur accogliendo favorevolmente le proposte come base di discussione, avrebbe avvertito della necessità di evitare duplicazioni di vigilanza, costi aggiuntivi e oneri amministrativi per gli operatori.

Diversi altri Stati, tra cui Irlanda, Slovenia, Bulgaria e Lituania avrebbero espresso sostegno a singoli aspetti del pacchetto ma manifestato **cautela** o **scetticismo** sull'**accentramento** dei **poteri di supervisione** in capo all'ESMA, temendo un aumento dei costi e un indebolimento dei mercati domestici.

Le **posizioni** più **critiche** sul pacchetto sarebbero state espresse dal **Lussemburgo**, che riterrebbe costosa e inefficace l'ipotesi di consolidamento della vigilanza, dal **Belgio**, che avrebbe paventato il rischio di duplicazioni e di maggiori oneri amministrativi, e dalla **Svezia**, che avrebbe sollevato dubbi sulla gestione delle crisi e sui rapporti tra ESMA e autorità nazionali.

Pieno supporto alla proposta legislativa sarebbe stato espresso dalla **Banca centrale europea** e dalla **Banca Europea per gli Investimenti** (BEI).

Il **Consiglio** "Economia e finanza" (**ECOFIN**) del 12 dicembre 2025 ha approvato [conclusioni](#) sulla **semplificazione della regolamentazione** dei **servizi finanziari** dell'UE sottolineando il contributo che tale operazione potrebbe apportare in termini di competitività e risultati economici. In aggiunta, ha riconosciuto la **responsabilità condivisa** di tutti gli **attori coinvolti** in questo settore per conseguire la semplificazione.

Anche la Commissione europea sostiene che la costruzione di mercati dei capitali più integrati sia una responsabilità condivisa con gli Stati membri e i partecipanti al mercato. Nel [comunicato](#) di presentazione del pacchetto, infatti, afferma che il **coinvolgimento** attivo dei **Paesi membri** è essenziale affinché le riforme abbiano successo nell'attuazione. In questo senso, sostiene che i governi nazionali debbano sostenere lo sforzo di semplificazione riducendo gli oneri di recepimento. Questo approccio gode anche del **sostegno** politico dell'**Eurogruppo**, che nella [dichiarazione](#) dell'11 marzo 2024 ha sottolineato come le misure nazionali siano complementari a quelle dell'UE.

La posizione del Governo italiano

In sede di Consiglio, secondo fonti informali il **Governo italiano** avrebbe sottolineato la rilevanza politica e la **complessità tecnica** del pacchetto, pur esprimendo un generale apprezzamento e la disponibilità a un confronto costruttivo. L'Italia avrebbe evidenziato inoltre come un **accentramento radicale**

della vigilanza in capo all'**ESMA** potrebbe risultare **premature**, considerata la limitata capacità operativa e l'esperienza ancora ridotta dell'Autorità. In aggiunta, avrebbe sottolineato l'assenza di un quadro normativo a livello UE per la gestione delle crisi delle infrastrutture di mercato, che dovrebbe accompagnare qualsiasi rafforzamento della supervisione centralizzata. Centrale, secondo la posizione italiana, sarebbe la **definizione chiara** delle **modalità di cooperazione** tra ESMA e autorità nazionali, nonché lo sviluppo di meccanismi efficaci di condivisione dei dati. Sarebbe invece **positiva** la **valutazione** del Governo sulla **riforma** della **governance** dell'ESMA e sul **rafforzamento** dei suoi **strumenti** volti a promuovere la **convergenza** delle **prassi di vigilanza**, con l'auspicio di estendere un modello analogo anche all'EIOPA.

La proposta sul carattere definitivo del regolamento

Obiettivo della proposta

La proposta è volta a **rimuovere** gli **ostacoli** all'**attività transfrontaliera** in linea con gli obiettivi della SIU. A tal fine, la Commissione europea intende:

- 1) **armonizzare** le **disposizioni** sul **carattere definitivo del regolamento**, riducendone l'incertezza giuridica legata al recepimento, mediante l'**abrogazione** della **direttiva SFD** e l'adozione di un regolamento;
- 2) **modernizzare** le **disposizioni** vigenti al fine di **riconoscere** le **nuove tecnologie** rendendole più neutre dal punto di vista tecnologico, per esempio agevolando la designazione di sistemi basati sulla tecnologia di registro distribuito (DLT) nell'ambito del nuovo regolamento a condizione che siano soddisfatti determinati requisiti.

La tecnologia DLT consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti attraverso un sistema di dati condiviso, replicato e sincronizzato su una rete di nodi decentralizzati senza un'autorità centrale.

La direttiva sul carattere definitivo del regolamento (direttiva SFD)

La direttiva SFD mira a **ridurre** il **rischio sistemico derivante dall'insolvenza** dei partecipanti ai sistemi di pagamento e ai sistemi di regolamento titoli. In particolare, consente che i pagamenti e le operazioni in titoli siano effettuati in modo sicuro e regolati in sistemi di pagamento e regolamento titoli di importanza sistemica, escludendo l'applicazione di alcune norme nazionali in materia di insolvenza, qualora una parte di un'operazione diventi insolvente. In tal modo, garantisce che i pagamenti e gli ordini di trasferimento di titoli diventino definitivi e che gli accordi di compensazione siano esecutivi anche se la parte istruttrice diventa insolvente. La direttiva SFD protegge inoltre le garanzie fornite dalla parte insolvente in relazione al sistema e chiarisce quale legge si applica in determinate situazioni transfrontaliere.

Motivazioni dell'intervento, consultazione dei portatori di interesse e valutazione di impatto

Le motivazioni dell'intervento

Nella relazione illustrativa della proposta la Commissione pone due **motivazioni** alla base dell'intervento: *i)* le **differenze** nella **trasposizione nazionale** delle disposizioni della direttiva SFD e la conseguente **assenza di certezza giuridica** per i partecipanti al mercato; e *ii)* la **mancanza di disposizioni** che adottino il principio della **neutralità tecnologica**.

La Commissione afferma che rilevanti differenze di recepimento si notano in relazione, tra gli altri, ai tipi di titoli che possono beneficiare della protezione e al momento in cui si determina il momento preciso in cui gli ordini di trasferimento diventano irrevocabili e protetti da procedimenti di insolvenza negli Stati membri.

Coerenza con il quadro giuridico dell'UE

La Commissione europea sostiene che la **coerenza** della proposta con il quadro giuridico **sia assicurata**, dato che le modifiche prospettate contribuiscono a garantire un panorama post-negoziato nell'UE più sicuro ed efficiente, in complementarietà con le altre normative che compongono l'ambiente *post-trading*, cioè il regolamento EMIR, il regolamento CSDR e il regolamento sulla distribuzione transfrontaliera, e con gli obiettivi della SIU.

Valutazione di impatto

La [valutazione di impatto](#) elaborata dalla Commissione (disponibile solo in lingua inglese mentre una [sintesi](#) è disponibile in italiano) ha individuato tre **opzioni strategiche**:

- l'**opzione 1** consiste nel **non intraprendere** alcuna azione a livello UE;
- l'**opzione 2** prevede una **revisione completa** della direttiva SFD per migliorare il funzionamento dell'infrastruttura di mercato;
- l'**opzione 3** consiste in una **revisione estesa** della direttiva per imporre l'integrazione del mercato.

Sia l'opzione 2 che 3 prevedono che la direttiva SFD venga convertita in un regolamento, ma differiscono per quanto riguarda la portata delle tutele che sarebbero concesse (v. [valutazione di impatto](#)). La Commissione ha selezionato l'**opzione 2** ritenendola maggiormente efficace e proporzionale.

Gli impatti dell'opzione prescelta

In termini di **impatto finanziario**, la Commissione riferisce che la maggiore chiarezza relativa all'applicazione delle disposizioni ridurrà i costi per gli operatori di sistema, per esempio le spese nell'ambito della consulenza legale. Inoltre, l'armonizzazione del carattere definitivo del regolamento e l'irrevocabilità degli

ordini di trasferimento faciliterà l'interoperabilità tra i sistemi aumentando l'efficienza transfrontaliera e riducendo i costi e i rischi nelle transazioni *intra* UE.

Consultazione dei portatori di interesse

La Commissione europea riporta di **aver consultato i portatori di interessi** durante il processo di preparazione della proposta attraverso, tra le altre:

- una [consultazione pubblica](#) sul funzionamento della direttiva SFD organizzata tra il 12 febbraio e il 7 maggio 2021;
- un [workshop](#) sull'identificazione e la rimozione degli ostacoli all'integrazione delle infrastrutture di mercato e all'espansione dei fondi di investimento nell'UE tenutosi il 26 settembre 2024;
- una [consultazione pubblica](#) sul tema "Integrazione dei mercati dei capitali dell'UE", aperta tra il 15 aprile e il 10 giugno 2025.

La Commissione afferma che molti *stakeholder* hanno evidenziato la **problematicità** della **manca di armonizzazione** e di **certezza giuridica** in relazione alle **disposizioni in materia di insolvenza** vigenti negli Stati membri. Alcuni hanno ritenuto che non fossero necessarie modifiche della direttiva SFD, salvo alcuni chiarimenti in merito alla sua applicazione ai sistemi basati sulla DLT; mentre altri hanno sostenuto la necessità di una conversione della direttiva in regolamento per risolvere le discrepanze nell'applicazione. Infine, la Commissione sottolinea che oltre metà degli intervistati nell'ambito della consultazione sull'integrazione dei mercati dei capitali ha menzionato, quale elemento di complessità, il disallineamento interno all'UE nelle definizioni di "garanzia collaterale" e "garanzia finanziaria".

Principali contenuti della proposta

La proposta consta di **trentadue articoli**.

Il **Titolo I** contiene gli articoli 1 e 2 che specificano, rispettivamente, l'**oggetto** e l'**ambito di applicazione**, nonché le **definizioni** utilizzate e alcuni concetti chiave in maniera neutra per quanto riguarda l'uso di qualsiasi tecnologia, compresa quella DLT.

Tra le altre cose, sono stabiliti i requisiti per la designazione dei sistemi che si qualificano per l'applicazione delle norme sul carattere definitivo del regolamento. Sono inoltre fissati i requisiti per la registrazione dei sistemi di Paesi terzi in uno o più Stati membri al fine di consentire agli enti stabiliti in questi ultimi di beneficiare dell'estensione della protezione dall'insolvenza agli ordini di trasferimento immessi nei primi.

Il **Titolo II** contiene la disciplina relativa alla **designazione del sistema**:

- l'articolo 3 chiarisce, tra le altre cose, che il gestore di un sistema disciplinato dalla legge di uno Stato membro, indipendentemente dalla

valuta in cui provvede al regolamento, alla compensazione o all'esecuzione degli ordini di trasferimento può richiedere la designazione;

- l'articolo 4 illustra la **procedura** per la **designazione di un sistema** al fine di garantire condizioni uniformi e armonizzate.

In particolare, l'operatore del sistema deve presentare una domanda in formato elettronico, contenente tutti i documenti e le informazioni necessarie per dimostrare il soddisfacimento dei requisiti previsti dal regolamento, all'autorità competente dello Stato membro la cui legislazione disciplina il sistema. Sono inoltre specificati il tempo disponibile affinché l'autorità accetti o respinga una domanda di designazione (20 giorni) e il periodo di valutazione per concedere o rifiutare tale designazione (80 giorni).

- l'articolo 5 specifica le **condizioni** per la **designazione** di un sistema.

Tra gli altri requisiti, il sistema deve essere disciplinato dalla legge dello Stato membro dell'autorità designante, almeno uno dei partecipanti al sistema deve essere stabilito nello Stato membro dell'autorità designante e il sistema deve avere regole comuni e procedure standardizzate per il regolamento, la compensazione o l'esecuzione degli ordini di trasferimento tra i partecipanti. Inoltre, si prevede che l'ESMA possa elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare ulteriormente le condizioni per i sistemi di regolamento titoli e i sistemi di compensazione.

- l'articolo 6 disciplina gli **obblighi di notifica** che l'autorità designante deve adempiere in seguito alla designazione di un sistema, che è necessario notificare all'ESMA e all'operatore del sistema stesso.

Sono altresì indicati i contenuti della notifica e viene previsto che l'ESMA debba pubblicare sul proprio *sito web* la designazione, nonché eventuali aggiornamenti delle informazioni contenute nella notifica.

- l'articolo 7 specifica chi può qualificarsi come **partecipante** di un sistema designato.

Viene previsto che uno Stato membro possa, in circostanze eccezionali, ammettere un partecipante indiretto come partecipante al sistema qualora sia noto all'operatore del sistema e ai partecipanti del sistema e tale ammissione sia giustificata da motivi di rischio sistemico.

- l'articolo 8 stabilisce gli **obblighi di conformità e notifica** a carico dell'**operatore** di un **sistema designato**;

L'operatore del sistema deve notificare senza indebito ritardo all'autorità competente qualsiasi modifica sostanziale che incida sulla conformità propria e del sistema al presente regolamento.

- l'**articolo 9** disciplina le **condizioni** e la **procedura** per la **revoca della designazione** di un sistema da parte dell'autorità competente;

Tra le condizioni per la revoca obbligatoria vi sono i casi in cui un operatore ha ottenuto la designazione mediante false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare o illecito, non è più conforme ai requisiti previsti o li ha violati gravemente

o sistematicamente. L'articolo prevede anche il coinvolgimento dell'ESMA, dell'ABE e del Sistema europeo di Banche centrali (SEBC) nel processo di revoca.

Il **Titolo III** contiene l'articolo 10, che impone a ciascuno Stato membro di **designare** una o più **autorità competenti** per la designazione dei sistemi e la registrazione dei sistemi dei Paesi terzi, e l'articolo 11, che disciplina le **modalità di cooperazione e scambio informativo** tra le diverse **autorità**.

Ciascuno Stato membro deve designare un'autorità come punto di contatto per la cooperazione europea.

Il **Titolo IV** regola, all'articolo 12, il regime di **registrazione dei sistemi di Paesi terzi** da parte degli Stati membri e, all'articolo 13, la **procedura** per la **registrazione di tali sistemi**.

In particolare, disciplina il processo di registrazione, la durata della valutazione e le modalità di comunicazione con il gestore di un sistema di un Paese terzo. Prevede inoltre che l'ESMA (per i sistemi di compensazione e regolamento) e l'ABE (per i sistemi di pagamento) debbano elaborare, tra le altre cose, progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare le informazioni da fornire nella domanda di designazione e di registrazione.

Gli **articoli 14, 15 e 16** stabiliscono rispettivamente le **condizioni** necessarie per la registrazione, gli **obblighi di notifica e pubblicazione** e la **procedura** per la **revoca della registrazione** di un **sistema di Paese terzo**.

Tra le condizioni, si prevede che il sistema debba avere regole comuni e procedure standardizzate per il regolamento, la compensazione o l'esecuzione degli ordini di trasferimento tra i partecipanti, nonché che deve essere conforme sotto tutti gli aspetti rilevanti ai principi globali per le infrastrutture dei mercati finanziari.

Il **Titolo V** è relativo alla compensazione e al carattere definitivo del regolamento:

- l'articolo 17 disciplina la **tutela degli ordini di trasferimento** e la **compensazione** anche **in caso di apertura di procedure di insolvenza** nei confronti di un partecipante, a condizione che gli ordini stessi siano stati immessi nel sistema designato o registrato prima del momento di apertura di tali procedure;
Viene previsto che gli ordini immessi dopo il momento di apertura delle procedure di insolvenza ed eseguiti entro il giorno lavorativo in cui ha luogo l'apertura di tale procedura, sono opponibili ai terzi solo se l'operatore del sistema può provare che, al momento in cui tali ordini sono diventati irrevocabili, non era a conoscenza, né avrebbe dovuto esserlo, dell'apertura delle procedure.
- l'articolo 18 regola il **momento di immissione dell'ordine di trasferimento** in un sistema designato;

Il momento di immissione è determinato dalle regole comuni e procedure standardizzate del sistema che devono garantire, per quanto possibile, il coordinamento di tali procedure nei sistemi interoperabili.

- l'articolo 19 prevede che l'**apertura** di una **procedura di insolvenza** nei confronti di un partecipante o di un operatore di un sistema interoperabile **non impedisca** che i **fondi** o gli **strumenti finanziari** disponibili sul suo conto di regolamento o sui conti che ne detengono garanzie **siano utilizzati** per adempiere ai suoi obblighi nel sistema;
- l'articolo 20 disciplina il **momento dell'irrevocabilità** di un ordine di trasferimento al fine di facilitare l'applicazione della normativa in materia di insolvenza;

Si prevede che ogni sistema designato determini il momento specifico in cui non è più possibile revocare un ordine di trasferimento tenendo conto del momento in cui l'ordine immesso è stato confermato dal sistema e la sua elaborazione non può essere annullata.

- l'articolo 21 definisce, al fine di facilitare l'attività transfrontaliera garantendo la massima coerenza possibile, che il **regolamento** deve essere **considerato definitivo** quando le parti del contratto ad esso sottostante hanno adempiuto **integralmente ai propri obblighi** nei confronti dell'altra parte in modo incondizionato e irrevocabile.

L'ESMA e l'ABE possono specificare tramite progetti di norme tecniche di regolamentazione alcuni momenti di definitività del regolamento.

Il **Titolo VI** contiene disposizioni relative alle **procedure di insolvenza**:

- l'articolo 22 stabilisce che il **momento di apertura** della **procedura di insolvenza** è quello in cui l'autorità giudiziaria o amministrativa emette la decisione e specifica gli obblighi di notifica a carico dell'autorità giudiziaria o amministrativa che emette tale decisione;

Gli Stati membri devono comunicare immediatamente alle autorità e agli altri Stati l'avvio di una procedura di insolvenza nei confronti di un partecipante al sistema.

- l'articolo 23 **preclude** gli **effetti retroattivi** delle **procedure di insolvenza** sui diritti e gli obblighi di un partecipante derivanti dalla sua partecipazione a un sistema designato o registrato in uno Stato membro in cui è stabilito;
- l'articolo 24 prevede che la **legge applicabile** ai diritti e agli obblighi dei partecipanti **in caso di procedure di insolvenza** è quella che disciplina il relativo sistema.

Il **Titolo VII**, e in particolare l'articolo 25, disciplina l'**isolamento** dei **diritti dei titolari** di garanzie collaterali **dagli effetti dell'insolvenza** del prestatore.

Le garanzie collaterali comprendono tutti i mezzi forniti da un partecipante agli altri partecipanti al sistema di regolamento per garantire i diritti e gli obblighi connessi a tale sistema, compresi i contratti di riacquisto, i privilegi legali e i trasferimenti fiduciari.

L'articolo stabilisce che i diritti di un gestore di sistema o di un partecipante alle garanzie fornite in connessione con un sistema designato o registrato non sono influenzati dalle procedure di insolvenza contro il partecipante, il gestore di sistema interoperabile o una controparte della banca centrale nazionali o della BCE. Inoltre, prevede che i diritti dei titolari di una garanzia collaterale fornita in relazione alla partecipazione a un sistema devono essere determinati dalla legge dello Stato membro in cui si trova il registro o il conto in cui è registrata la garanzia collaterale.

Il **Titolo VIII** prevede, all'articolo 26, che l'ESMA istituisca una **banca dati centrale** per lo scambio di informazioni e documenti, e conferisce alla Commissione europea, all'articolo 27, il potere di adottare **atti delegati**.

Il **Titolo IX** contiene le **disposizioni finali** tra cui: l'obbligo per la Commissione europea di **valutare l'applicazione del regolamento** entro 6 anni dall'entrata in vigore (articolo 29); l'**abrogazione** della **direttiva SFD** (articolo 30); la **modifica** di alcune disposizioni della direttiva FCD allo scopo di evitare incertezza giuridica e applicazioni contrastanti, in particolare in relazione agli strumenti emessi su tecnologia DLT (articolo 31); e la previsione relativa all'**entrata in vigore** del regolamento (articolo 32). L'**articolo 28** stabilisce alcune **misure transitorie** per i sistemi già designati o registrati.

In particolare, un sistema UE designato prima dell'entrata in vigore del presente regolamento, continua ad essere designato ai fini del regolamento fino a quando non viene nuovamente designato ai sensi dell'articolo 3, o fino a 5 anni dopo l'entrata in vigore del presente regolamento. Nel frattempo, continuerà ad applicarsi la legge dello Stato membro relativa alla designazione di un sistema. Inoltre, un sistema di un Paese terzo al quale uno Stato membro abbia esteso le protezioni concesse dalla direttiva SFD prima dell'entrata in vigore del presente regolamento continua a essere considerato registrato in tale Stato membro fino a quando non viene nuovamente registrato in conformità all'articolo 12 del presente regolamento in quello stesso Stato membro o fino a 5 anni dopo l'entrata in vigore del presente regolamento. Viene previsto altresì che un ordine di trasferimento entrato nel sistema prima dell'entrata in vigore del presente regolamento, ma che viene regolato successivamente, è considerato un ordine di trasferimento. Infine, si prevede che fino all'istituzione della banca dati centrale, lo scambio di informazioni e documenti deve essere effettuato ricorrendo a modalità alternative.

Coerenza con i principi dei trattati in materia di competenza dell'UE

Base giuridica

La **base giuridica** della proposta è **individuata** nell'articolo [114](#) del Trattato sul funzionamento dell'UE (**TFUE**), ai sensi del quale il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, possano adottare le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative,

regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno.

Sussidiarietà

La Commissione giustifica la **necessità di un intervento** legislativo a **livello UE** in quanto le singole iniziative nazionali non possono affrontare adeguatamente la natura transfrontaliera delle operazioni sui mercati dei capitali e le divergenze normative presenti tra gli Stati membri. Il **valore aggiunto** dell'intervento consiste nel garantire l'armonizzazione della disciplina in tutta l'UE, rimuovendo le barriere normative transfrontaliere, riducendo la frammentazione del mercato e aumentando il livello di certezza giuridica.

Proporzionalità

La Commissione ritiene la proposta **coerente** con il **principio di proporzionalità** in quanto essa si limita a quanto necessario per contribuire al raggiungimento degli obiettivi della SIU e all'eliminazione della frammentazione e delle divergenze nell'applicazione delle norme sul carattere definitivo del regolamento, senza imporre oneri sproporzionati agli operatori di mercato.

Scelta atto giuridico

La Commissione ha proposto la sostituzione della direttiva SFD con un regolamento in ragione del fatto che le interpretazioni e applicazioni divergenti tra gli Stati membri hanno generato incertezza giuridica e ostacolato l'integrazione dei mercati dei capitali. Il **regolamento** armonizzerebbe effettivamente tali norme, garantendone un'applicazione coerente in tutta l'UE e facilitando operazioni finanziarie transfrontaliere.

Le proposte sullo sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE

Obiettivo delle proposte

Mediante le misure proposte, la Commissione intende **migliorare** il funzionamento del mercato unico dei **servizi finanziari** diminuendo il loro grado di frammentazione, nella convinzione che questo possa instaurare un circolo virtuoso tra efficienza degli strumenti messi a disposizione dai mercati e investimenti da parte di investitori e imprese. Intende inoltre garantire che i soggetti operanti nel mercato ricevano lo stesso trattamento di vigilanza indipendentemente dalla loro ubicazione nell'Unione, promuovendo così la fiducia degli investitori.

Per conseguire tali obiettivi (rinviando, per maggiori dettagli, al paragrafo sui "[principali contenuti delle proposte](#)"), la Commissione propone di:

1. generare **effetti di scala** promuovendo le **attività transfrontaliere**;

La Commissione europea afferma che nell'UE esistono attualmente 14 controparti centrali (CCP) che forniscono servizi di compensazione e 32 depositari centrali di titoli

(CSD) che offrono servizi di regolamento. Per contro, il mercato statunitense è servito da 2 CSD e 8 CCP, con le prime cinque sedi USA che rappresentano il 74% dei volumi scambiati, mentre nell'UE sono solo le prime dieci sedi a detenere una quota simile. Di conseguenza, si intende consentire ai soggetti del mercato di operare più agevolmente a livello transfrontaliero, riducendo le differenze di costo tra le operazioni nazionali e quelle tra Stati membri attraverso, in particolare:

- i. il **rafforzamento delle opportunità di passaporto** per i mercati regolamentati e i depositari centrali di titoli;
 - ii. l'introduzione dello *status* di "**gestore del mercato paneuropeo**" (**PEMO**) per i gestori delle sedi di negoziazione;
 - iii. la **razionalizzazione della distribuzione** transfrontaliera dei fondi degli organismi collettivi di investimento (OICVM e FIA).
2. favorire l'**innovazione** semplificando e riducendo gli oneri;

La Commissione afferma che gli ostacoli normativi impediscono l'adozione di tecnologie digitali innovative, come la DLT. In particolare, l'attuale quadro per la DLT ha registrato un'adesione limitata a causa, sostiene la Commissione, della concezione restrittiva e delle limitazioni al suo ambito di applicazione. Inoltre, sottolinea che la duplicazione dei requisiti e l'incoerenza prodotta da interpretazioni nazionali divergenti delle norme dell'UE hanno ostacolato la libera circolazione dei capitali. Per questi motivi propone, tra le altre cose:

- i. l'**adeguamento del quadro normativo** a supporto della tecnologia DLT, aumentando la proporzionalità e la flessibilità del **regime pilota DLT**, incoraggiando in tal modo l'adozione di nuove tecnologie;
- ii. la **semplificazione del quadro sui mercati dei capitali** convertendo le direttive in regolamenti, razionalizzando le competenze di adozione di misure di secondo livello e riducendo le opzioni e le discrezionalità nazionali.

In particolare, viene perfezionato il conferimento di poteri di secondo livello, provvedendo al loro aggiornamento ed eliminazione. La Commissione informa inoltre di aver cercato di limitare il numero di nuovi conferimenti di tali poteri.

3. razionalizzare e **rafforzare** il quadro relativo alla **vigilanza**;

La Commissione europea intende risolvere le incoerenze derivanti da approcci nazionali frammentati, aumentandone l'efficienza in particolare rispetto le attività transfrontaliere, attraverso:

- i. il **trasferimento all'ESMA delle competenze di vigilanza su importanti infrastrutture di mercato**, quali determinate sedi di negoziazione e controparti centrali, alcuni depositari centrali di titoli e tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività;
- ii. il **rafforzamento del ruolo di coordinamento dell'ESMA** per il settore della gestione delle attività.

La Commissione prevede che il rafforzamento dell'attività di vigilanza diretta dell'ESMA sia finanziato mediante commissioni dai soggetti sottoposti a controllo, sebbene i costi preparatori siano coperti dal bilancio dell'UE. Per le attività che non sono finanziate con

commissioni, considerato che alcune autorità nazionali di vigilanza possono trovarsi in una situazione finanziaria difficile, la proposta intende modificare il criterio del contributo finanziario dell'ESMA per i nuovi compiti previsti, in modo che le autorità nazionali di vigilanza paghino il 50% del bilancio dell'Autorità (anziché il 60%), mentre il contributo del bilancio dell'UE sarà pari al 50% (invece del 40%).

Motivazioni dell'intervento, consultazione dei portatori di interesse e valutazioni di impatto

Le motivazioni dell'intervento

Nelle relazioni illustrative delle proposte si sottolinea che l'attuale **frammentazione** dei mercati dei servizi finanziari **limita** i **potenziali benefici** del mercato unico dell'UE. A giudizio della Commissione europea, la mancata armonizzazione delle norme tra gli Stati membri, in particolare in materia di vigilanza, **ostacola** le **attività transfrontaliere** dei partecipanti ai mercati finanziari determinando inefficienze, quali l'**aumento** dei **costi** e dei tempi di commercializzazione e la **limitazione** dei prodotti e dei **servizi finanziari** messi a disposizione di imprese e cittadini, e **riducendo** la **liquidità** presente sui mercati dell'UE. Inoltre, tale frammentazione crea **condizioni di disparità** tra gli Stati membri e determina **incertezza giuridica**, rendendo l'Unione meno attraente per gli investimenti. Alla luce di queste motivazioni, la Commissione ritiene **necessario** un **intervento normativo**.

Coerenza con il quadro giuridico dell'UE

La Commissione europea ritiene che la **coerenza** con il **quadro giuridico sia assicurata** dal fatto che le proposte in esame perseguono gli obiettivi generali dell'Unione del risparmio e degli investimenti (v. [supra](#)). Inoltre, sottolinea l'interconnessione con altre iniziative legislative, tra cui il [pacchetto](#) sulle pensioni e [quello](#) sull'aumento della partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio (v. [supra](#)), che, afferma la Commissione, saranno meno efficaci se non verrà raggiunta la piena integrazione dei mercati dei capitali dell'UE.

Valutazione di impatto

La valutazione di impatto (v. [supra](#)) ha individuato tre **opzioni strategiche**:

- l'**opzione 1** considera la possibilità di **non intraprendere** alcuna **azione** a livello UE;
- l'**opzione 2** prevede un'**ampia revisione** del quadro normativo in materia di negoziazione, post-negoziazione e gestione patrimoniale per armonizzare e razionalizzare le disposizioni riguardanti le operazioni commerciali. Inoltre, intende apportare modifiche relative alla normativa sulla post-negoziazione per renderla più neutra dal punto di vista tecnologico, nonché al regime pilota DLT per ampliarne l'ambito di

applicazione e la portata; e rafforzare i poteri di vigilanza dell'ESMA, trasferendo all'Autorità anche i poteri riguardanti le infrastrutture più significative, tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività, nonché il coordinamento della vigilanza sui fondi di investimento e sui gestori di patrimoni di grandi dimensioni;

- l'**opzione 3** ha una **portata ancora più ampia** per raggiungere l'obiettivo di un mercato pienamente integrato con elementi aggiuntivi come il collegamento obbligatorio tra sedi di negoziazione significative, l'obbligo di collegamenti tra CSD, la creazione di un'autorizzazione a livello di gruppo per i gestori di patrimoni, la piena flessibilità nell'ambito del regime pilota DLT e la vigilanza diretta dell'ESMA sulla totalità delle infrastrutture, dei gestori di patrimoni e dei prestatori di servizi per le cripto-attività.

Sulla base della valutazione di impatto, la Commissione europea ha selezionato l'**opzione 2**.

Gli impatti dell'opzione prescelta

Secondo quanto riportato nell'analisi della Commissione europea, è possibile stimare l'**impatto** delle **misure prospettate** in un **incremento** cumulativo del **PIL UE**, nei prossimi 30 anni, compreso tra i **1,36** e i **3,62 trilioni di euro**.

Consultazione dei portatori di interesse

La Commissione europea informa di aver **consultato** i **portatori di interessi** mediante diverse attività, tra cui:

- un [invito](#) a presentare contributi sul tema "Unione del risparmio e degli investimenti: promuovere integrazione e scala e una vigilanza più efficiente nei mercati dei capitali dell'UE", aperto dall'8 maggio al 5 giugno 2025;
- la [consultazione pubblica](#) sul tema "Integrazione dei mercati dei capitali dell'UE" (v. [supra](#));
- riunioni bilaterali con portatori di interessi selezionati in modo da esaminare questioni specifiche.

La Commissione afferma inoltre di aver presentato vari aspetti della revisione prevista ai rappresentanti del Parlamento europeo e agli addetti ai servizi finanziari degli Stati membri in alcuni incontri svolti tra l'ottobre e il novembre 2025.

Nel complesso, la Commissione ha registrato un **largo consenso** riguardo la necessità di una **maggiore integrazione** dei mercati dei capitali e di una più efficace **convergenza** in materia di vigilanza. I riscontri hanno generalmente sottolineato come un ecosistema finanziario più integrato rafforzerebbe la competitività complessiva dell'UE. Al contrario si sono rilevati **diversi livelli di sostegno** in relazione alla centralizzazione della **vigilanza**. In particolare, le imprese preferiscono progressi gradualisti nell'ambito dell'attuale struttura

istituzionale, mentre le organizzazioni non governative e i cittadini si sono espressi a favore di una sorveglianza a livello UE.

Principali contenuti delle proposte

La proposta di direttiva

La proposta consta di **sei articoli**.

Gli **articoli 1 e 2** modificano la [direttiva](#) OICVM e la [direttiva](#) GEFIA prevedendo misure volte a: *i)* **eliminare** gli **ostacoli** alle **operazioni transfrontaliere** dei gestori dei fondi e le **discrezionalità nazionali** che possono portare a obblighi e prassi di vigilanza divergenti nell'UE; *ii)* **istituire** un **passaporto per i depositari** a livello UE; *iii)* **rafforzare** i poteri dell'**ESMA**. Tra le altre cose, le modifiche intendono:

- **armonizzare** le **procedure di autorizzazione** per garantire chiarezza giuridica e prevedibilità, consentendo alle imprese di allocare le risorse in modo più efficiente e aumentare la loro attività;

In particolare si interviene su diversi articoli della direttiva OICVM per chiarire il contenuto e i tempi della notifica dei cambiamenti sostanziali delle condizioni per la concessione dell'autorizzazione iniziale dell'OICVM e conferire all'ESMA l'obbligo di elaborare progetti di norme tecniche per specificare le procedure, le tempistiche, i formati e i modelli per le informazioni che devono essere fornite nell'ambito di tale autorizzazione. Inoltre, si modificano diversi articoli per eliminare obblighi e procedure nazionali divergenti per la concessione dell'autorizzazione dei GEFIA e delle società di gestione. A tal fine, l'ESMA viene incaricata di elaborare progetti di norme tecniche per specificare le informazioni, e il loro formato e modello, da fornire alle autorità nazionali competenti.

- **agevolare** le **operazioni** dei gruppi di gestione patrimoniale nel **mercato unico**;

Le due direttive sono integrate per **introdurre** il **concetto di gruppo UE** di società di gestione di OICVM o di GEFIA, che comprende le società di gestione, i GEFIA, gli enti creditizi e le imprese di investimento autorizzati. Viene previsto che i GEFIA e le società di gestione hanno la facoltà di dimostrare di avvalersi delle risorse, umane e tecniche, di altri soggetti appartenenti allo stesso gruppo senza essere tenuti a fornire informazioni sulla delega.

- **eliminare** le **discrezionalità nazionali**;

Diversi articoli sono modificati per eliminare le discrezionalità nazionali nel recepimento e attuazione di talune disposizioni che consentono agli Stati membri di interpretare, integrare o derogare ad alcune norme e che ostacolano lo sviluppo del mercato unico. Analogamente si interviene su entrambe le direttive per garantire l'applicazione in tutta l'UE di regole di condotta e norme prudenziali armonizzate per i GEFIA e le società di gestione elaborate dall'ESMA.

- **semplificare** gli **obblighi di informativa** per le *white label*;

L'articolo 14, paragrafo 2 *bis*, della direttiva OICVM e della direttiva GEFIA sono modificati al fine di semplificare gli obblighi di informativa dei GEFIA e delle società di gestione che gestiscono o intendono gestire OICVM o FIA su iniziativa di terzi. In particolare, si prevede che tali soggetti, anziché comunicare attivamente informazioni dettagliate ed elementi di prova, dovranno comunicare tale rapporto alle autorità nazionali competenti al momento dell'autorizzazione e, soltanto su richiesta, essere in grado di dimostrare di aver adottato tutte le misure ragionevoli per prevenire, gestire o divulgare i conflitti di interessi.

- **ottimizzare il passaporto di gestione** per le società di gestione e i GEFIA; L'articolo 17, paragrafo 3, e l'articolo 18, paragrafo 2, della direttiva GEFIA sono modificati per ridurre i termini entro cui le autorità competenti dello Stato membro di origine della società di gestione devono trasmettere alle autorità competenti dello Stato membro che le ospita le informazioni relative all'intenzione della società di operare nel territorio dello Stato membro ospitante. Analogamente, è ridotto il periodo di tempo che le autorità competenti dello Stato ospitante hanno a disposizione per prepararsi a vigilare sul rispetto delle norme di loro competenza. Entrambi gli articoli sono modificati per chiarire che lo Stato membro ospitante non deve imporre obblighi supplementari alle società di gestione che operano sul suo territorio.

- **introdurre un passaporto UE per i depositari;**

L'articolo 21, paragrafo 5, della direttiva GEFIA e l'articolo 23, paragrafo 1, della direttiva OICVM sono modificati per istituire un passaporto UE per i depositari in modo da consentire ai GEFIA e agli OICVM di nominare un depositario situato ovunque nell'UE e di consentire ai depositari di offrire i loro servizi su base transfrontaliera. Per tutelare gli investitori e la stabilità finanziaria, tale passaporto sarà applicabile ai depositari che sono autorizzati come enti creditizi o come imprese di investimento ai sensi del diritto UE e che sono soggetti a requisiti prudenziali e a una vigilanza tali da assicurare garanzie coerenti in tutta l'UE.

- **adeguare i limiti di investimento degli OICVM;**

L'articolo 56, paragrafo 2, della direttiva OICVM viene modificato per portare al 15% l'attuale limite del 10% sulle obbligazioni emesse da uno stesso soggetto per gli OICVM che investono in cartolarizzazioni. Lo scopo è consentire agli OICVM una maggiore flessibilità nell'investire in tali prodotti. Inoltre, l'articolo 53, paragrafo 1, è modificato per estendere il limite del 20% per gli emittenti agli OICVM gestiti con riferimento a un indice riconosciuto dall'ESMA al fine di creare condizioni di parità tra gli OICVM gestiti attivamente e quelli gestiti passivamente.

- **sopprimere l'obbligo** in capo agli OICVM di redigere il **documento** contenente le **informazioni chiave** per gli investitori;

È disposta la soppressione del Capo IX, sezione 3, della direttiva OICVM che imponeva tale obbligo poiché le società di gestione degli OICVM e le società di investimento che gestiscono OICVM commercializzati presso investitori al dettaglio

sono già tenute a mettere a disposizione degli investitori un documento contenente le informazioni chiave.

- **trasferire le norme sulla commercializzazione transfrontaliera nel regolamento** sulla distribuzione transfrontaliera;

Viene disposta la soppressione e lo spostamento di diversi articoli di entrambe le direttive riguardanti la commercializzazione nell'UE di FIA gestiti da GEFIA e di OICVM e i poteri degli Stati membri ospitanti dei GEFIA e degli OICVM nei confronti dei FIA e degli OICVM commercializzati nel loro territorio.

- **rafforzare i poteri di vigilanza dell'ESMA.**

Le due direttive vengono modificate per conferire all'ESMA il potere di individuare i gruppi di gestione patrimoniale di maggiori dimensioni sulla base del valore patrimoniale netto e delle operazioni e attività transfrontaliere e di mantenerne aggiornato l'elenco. Inoltre, è disposta l'istituzione di un quadro di vigilanza in base al quale l'ESMA, in cooperazione con le autorità nazionali interessate, effettui verifiche periodiche in relazione alle operazioni dei gestori dei patrimoni per affrontare casi specifici in cui le prassi di vigilanza sono divergenti o costituiscono duplicazioni. Viene anche conferito all'ESMA il potere di intervenire nei casi in cui le autorità nazionali non applicano efficacemente le norme dell'UE o di sospendere, in determinati casi, le attività transfrontaliere di un gestore di fondi o di un depositario. La direttiva OICVM è integrata al fine di chiarire che le autorità nazionali dovrebbero avere la facoltà di deferire all'ESMA eventuali controversie in merito a valutazioni, azioni o omissioni, la quale dovrebbe provvedere alla loro risoluzione.

L'**articolo 3** modifica la [direttiva](#) MiFID II per armonizzare le norme applicabili alle sedi di negoziazione.

In particolare, la direttiva è modificata per trasferire nel regolamento MiFIR le disposizioni che disciplinano l'autorizzazione dei mercati regolamentati. Sono soppressi gli articoli da 36 a 38 relativi all'accesso alle infrastrutture di mercato in quanto ritenuti ridondanti poiché disposizioni in materia sono già presenti in altri atti UE.

L'**articolo 4** fissa il **termine per il recepimento** per gli Stati membri a **18 mesi** dalla data di entrata in vigore della direttiva.

Gli **articoli 5 e 6** riguardano l'**entrata in vigore**, fissata a decorrere dal ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'UE, e i **destinatari**.

La proposta di regolamento

La proposta consta di **quindici articoli**.

L'**articolo 1** modifica il [regolamento](#) ESMA per rafforzare il **mandato**, la **governance** e il **finanziamento** dell'**Autorità**. In particolare propone, da un lato, di trasferire in capo all'ESMA i **poteri di vigilanza** per i **soggetti significativi** delle infrastrutture di mercato e i prestatori di servizi per le cripto-attività; dall'altro, modifiche finalizzate ad aumentare l'efficacia degli **strumenti di convergenza** in materia di vigilanza.

Tra le altre cose, le modifiche prospettate agli articoli 1, 4 e 8 del regolamento ESMA mirano a chiarire l'ambito di applicazione del regolamento, ad aggiornare le definizioni dello stesso tenendo conto delle nuove responsabilità in materia di vigilanza e allineano il mandato dell'Autorità agli obiettivi di innovazione e di una vigilanza basata sui dati.

L'inserimento del nuovo articolo 8 *bis* sul dovere di cooperazione prevede che l'ESMA stabilisca modalità di cooperazione pratiche e flessibili con le autorità competenti e le altre autorità nazionali al fine di promuovere una maggiore collaborazione e la condivisione delle informazioni. L'articolo 19 *bis* introduce piattaforme di collaborazione tra autorità che agevoleranno lo scambio di informazioni e promuoveranno la collaborazione.

Gli interventi proposti all'articolo 9 *bis* consentono all'ESMA di emettere "lettere in caso di inerzia" per far fronte a circostanze specifiche in cui l'applicazione di un atto legislativo solleva interrogativi per i partecipanti al mercato, al fine di fornire chiarezza giuridica e orientamenti a tali soggetti.

Le modifiche agli articoli 10 e 15 mirano a colmare una lacuna del quadro procedurale vigente conferendo alla Commissione europea il potere di adottare un atto delegato o di esecuzione, anche in assenza di un progetto dell'ESMA, nel caso siano necessarie modifiche di norme tecniche di regolamentazione.

L'introduzione dell'articolo 17 *bis* conferisce all'Autorità il potere per cui, se da una verifica o da un'indagine sono emerse gravi carenze in materia di vigilanza, un'autorità competente è tenuta a chiedere il suo parere. Inoltre, l'ESMA acquisisce la possibilità di imporre l'adozione di interventi correttivi tempestivi per affrontare carenze in materia di vigilanza.

Gli articoli 28 *bis* e 28 *ter* prevedono l'istituzione di un meccanismo utile al riconoscimento reciproco delle sanzioni pecuniarie e l'assistenza per la relativa riscossione in un contesto transfrontaliero.

Al fine di consolidare i poteri procedurali dell'ESMA in un unico quadro intersettoriale è inserito un nuovo Capo II *bis* che razionalizza le norme in materia di richieste di informazioni, indagini, ispezioni in loco, misure di vigilanza e sanzioni.

L'articolo 39 *quindicies* armonizza i principi che disciplinano le commissioni imposte ai partecipanti ai mercati finanziari nell'ambito della vigilanza dell'ESMA al fine di istituire un quadro unificato per il calcolo, l'ambito di applicazione e la trasparenza delle commissioni.

In relazione alla **governance**, gli articoli 44 *bis* e 46 *bis* prevedono la sostituzione dell'attuale consiglio di amministrazione con un comitato esecutivo composto da membri indipendenti, che disporrà di poteri decisionali, anche nei confronti delle autorità competenti, su talune questioni non riguardanti la regolamentazione, come la risoluzione delle controversie e le questioni relative alle violazioni del diritto dell'UE.

Il comitato esecutivo sarà composto da cinque membri indipendenti a tempo pieno nominati mediante una procedura che coinvolgerà la Commissione, il Consiglio e il Parlamento europeo, con un mandato di cinque anni con la possibilità di proroga di due anni, e dal presidente dell'ESMA. I membri del comitato esecutivo saranno anche membri del consiglio delle autorità di vigilanza.

La proposta chiarisce il rapporto di funzioni col consiglio delle autorità di vigilanza, che rimane l'organo principale dell'ESMA con funzioni di indirizzo generale e responsabile delle decisioni in materia di regolamentazione e di convergenza in materia di vigilanza.

L'**articolo 2** modifica il [regolamento](#) EMIR in relazione alla vigilanza delle CCP.

Tra le altre cose, sono introdotti gli articoli 22 *bis*, 22 *ter* e 22 *quater* per conferire all'ESMA la vigilanza diretta sulle CCP significative, per specificare i dettagli relativi alle procedure per la designazione da parte dell'ESMA di una CCP come significativa e i poteri attribuiti all'Autorità nei loro confronti.

Tali criteri includono, tra le altre, considerazioni sul volume delle operazioni trattate, sui requisiti di margine iniziale, sui contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento e sull'appartenenza della CCP a un gruppo comprendente un'altra CCP dell'UE, un CSD o una sede di negoziazione per i quali l'ESMA è l'autorità competente.

L'articolo 12 è modificato per conferire all'Autorità il potere di imporre sanzioni. Le CCP meno significative dovrebbero continuare ad essere soggette alla vigilanza delle autorità nazionali nell'ambito di una cooperazione rafforzata con l'ESMA in modo da garantire un approccio coerente in tutta l'UE. Allo stesso tempo, qualora lo desiderino, gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di designare l'Autorità quale autorità competente per le CCP meno significative stabilite nella loro giurisdizione. Altre disposizioni intendono sopprimere alcuni articoli del regolamento al fine di rispecchiare le modifiche apportate alla *governance* dell'ESMA.

L'**articolo 3** integra il [regolamento](#) MiFIR per **trasferire all'ESMA le competenze di vigilanza** per le sedi di negoziazione significative e per i gestori del mercato paneuropei e i poteri necessari per svolgere tale compito. Le modifiche offrono ai gestori delle sedi di negoziazione attive in più Stati membri un insieme di **strumenti normativi** per gestire le loro **operazioni** in modo **più efficiente**.

La proposta inserisce un nuovo Titolo I *bis* al fine di armonizzare ulteriormente le norme per le sedi di negoziazione ed eliminare le norme nazionali che ostacolano il funzionamento del mercato interno. A tal fine, un numero significativo di misure, riferite all'autorizzazione e al funzionamento dei mercati regolamentati e alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o di un sistema organizzato di negoziazione (OTF) da parte di un'impresa di investimento o di un gestore del mercato, è stato trasferito dalla direttiva MiFID II. Le modifiche specificano ulteriormente il quadro applicabile nei settori precedentemente lasciati alla discrezionalità nazionale per porre fine a interpretazioni divergenti delle norme UE. Tra le altre cose, il nuovo Titolo chiarisce i tipi di attività transfrontaliere che un mercato regolamentato può svolgere sulla base della sua licenza

individuale e che l'assegnazione di risorse a un soggetto all'interno dello stesso gruppo o il fatto di avvalersi di tale soggetto per svolgere determinate funzioni non dovrebbe costituire una esternalizzazione ai fini del regolamento.

La proposta istituisce un nuovo *status* di "gestore del mercato paneuropeo" che, su base volontaria, consente la gestione di diverse sedi di negoziazione in più di uno Stato membro sulla base di un'unica licenza, consentendo di semplificare radicalmente la struttura societaria ai gruppi di sedi di negoziazione attive a livello transfrontaliero. Le disposizioni prospettate definiscono in dettaglio la procedura di autorizzazione e le prescrizioni applicabili ai gestori del mercato paneuropei.

Nell'ambito dell'attuale quadro normativo, i gestori del mercato devono ottenere autorizzazioni distinte per ciascun mercato regolamentato che gestiscono, ciascuno soggetto alla sorveglianza dell'autorità competente dello Stato membro interessato. Questo approccio, sostiene la Commissione, impedisce ai gruppi che gestiscono sedi in più Stati membri di razionalizzare le loro strutture e disposizioni in materia di vigilanza, comportando un aumento dei costi commerciali in tutta l'UE.

Per i settori del diritto non ancora o non totalmente armonizzati ai sensi del diritto dell'UE, la proposta chiarisce che, per ciascuna sede di negoziazione, il gestore del mercato regolamentato dovrebbe applicare la normativa dello Stato membro in cui si ritiene che sia situata o gestita la sede di negoziazione e che l'autorità nazionale di vigilanza competente dovrebbe essere quella del rispettivo Stato membro.

Le modifiche prospettate aggiungono al sistema consolidato di pubblicazione per le azioni e i fondi indicizzati quotati le informazioni sull'identità della sede di negoziazione che offre il miglior prezzo di acquisto e di vendita e sullo spessore del portafoglio di negoziazione.

I sistemi consolidati di pubblicazione, fornendo informazioni sulle condizioni dei prezzi in tutte le sedi dell'UE, consentono agli utenti di prendere decisioni più informate e possono migliorare la concorrenza guidando il *trading* verso le sedi di negoziazione con prezzi e livelli di liquidità migliori.

L'**articolo 4** interviene sul [regolamento](#) CSDR al fine affrontare le inefficienze e la frammentazione che ostacolano il regolamento nelle operazioni transfrontaliere in titoli e **adeguare** le sue disposizioni all'**innovazione tecnologica**, garantendo l'aggiornamento di tutte le definizioni e concetti per consentirne l'applicazione nelle situazioni in cui un CSD presta i suoi servizi utilizzando la **DLT**. La proposta prevede inoltre di **conferire** all'**ESMA** i poteri di **vigilanza** sui **CSD significativi** per garantire un'applicazione uniforme dei requisiti prudenziali, organizzativi e in materia di norme di comportamento per i CSD, senza creare condizioni di disparità.

Tra le altre cose, la proposta introduce le definizioni di DLT e di token di moneta elettronica e modifica l'articolo 30 del regolamento in modo da contemplare la prestazione di servizi CSD utilizzando la DLT. È introdotto l'articolo 45 *bis* in relazione ai rischi connessi all'uso di tale tecnologia al di fuori di un accordo di esternalizzazione e si consente il

regolamento, a determinate condizioni, con determinati token di moneta elettronica autorizzati a norma del regolamento sui mercati delle crypto-attività.

L'articolo 4 modifica anche l'articolo 11 del regolamento per conferire all'ESMA un potere di vigilanza diretto sui CSD significativi, stabilendo anche le condizioni e le procedure per determinare come "significativi" i CDS dell'UE e i dettagli sui relativi poteri di vigilanza e sorveglianza attribuiti all'Autorità.

Tali criteri includono considerazioni sul valore totale dei titoli emessi, regolati e mantenuti rispetto al totale nell'UE, sull'eventualità che il CSD gestisca un sistema di regolamento titoli disciplinato dal diritto di un altro Stato membro e che appartenga a un gruppo comprendente un altro CSD dell'UE o a una CCP o sede di negoziazione per la quale l'ESMA è l'autorità competente.

Viene modificato l'articolo 14 per fornire disposizioni più dettagliate in materia di cooperazione tra l'ESMA, le autorità pertinenti e le autorità nazionali competenti.

Vengono introdotti altresì anche la definizione di "*hub* CSD" e un nuovo articolo 48 *bis* che stabilisce la procedura con cui l'ESMA determina quali CSD sono considerati *hub*.

Gli *hub* CSD sono CSD che prestano servizi in diversi Stati membri e trattano un elevato valore delle istruzioni di regolamento rispetto a tutti i regolamenti nell'UE. Essi saranno tenuti a stabilire collegamenti tra loro, mentre i restanti CSD dovranno essere collegati ad almeno uno di questi *hub*. In questo modo, gli *hub* fungeranno da nodi centrali di attività, offrendo un accesso semplificato ai mercati mobiliari oltre i confini nazionali e riducendo i costi e le complessità delle transazioni.

Sono modificati inoltre: l'articolo 23, per prevedere che quando un CSD inizia a offrire i propri servizi a emittenti stabiliti in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di rilascio dell'autorizzazione del CSD debba solo notificare *ex post*; e l'articolo 40, per imporre ai CSD dell'UE che regolano il pagamento in denaro delle loro operazioni in una valuta disponibile su una piattaforma integrata dell'UE di collegarsi direttamente a tale piattaforma e consentire ai partecipanti di regolare il pagamento in conti aperti su tale piattaforma.

L'**articolo 6** interviene sul [regolamento](#) sulla distribuzione transfrontaliera per **rimuovere** gli **ostacoli** alle **operazioni transfrontaliere** dei fondi di investimento e **rafforzare** i poteri dell'**ESMA**, coordinando in misura maggiore le attività tra le autorità nazionali competenti dello Stato d'origine e di quello ospitante.

Tra le altre cose, viene prevista la modifica dell'articolo 4 al fine di chiarire che i GEFIA, i gestori di fondi europei per il *venture capital* (EuVECA), i fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) e le società di gestione di OICVM dovrebbero garantire il rispetto dei requisiti in materia di comunicazioni di marketing anche quando la funzione di commercializzazione è delegata a terzi, a meno che essi non abbiano più il controllo di tale funzione. Viene specificato, inoltre, che gli Stati ospitanti non possono imporre obblighi aggiuntivi in materia. Le modifiche prospettate all'articolo 7 stabiliscono che le autorità competenti degli Stati membri ospitanti non esigono la notifica preventiva delle comunicazioni di marketing e che, qualora non ritengano che le comunicazioni siano conformi ai requisiti del regolamento, possano richiedere alle autorità dello Stato membro

di origine di adottare misure adeguate o decidere di deferire la questione all'ESMA se non soddisfatte delle stesse.

In aggiunta, viene modificato l'articolo 12 per conferire all'ESMA il potere di istituire una piattaforma di dati che includa informazioni sui FIA e sugli OICVM commercializzati su base transfrontaliera e la documentazione fornita nell'ambito della loro notifica delle attività di commercializzazione, facilitando la loro procedura di passaporto. Diversi articoli delle direttive GEFIA e OICVM sono poi importati nel regolamento e modificati per ottimizzare le procedure di notifica, e della sua revoca, delle attività di commercializzazione al fine di agevolare l'operato transfrontaliero di FIA e OICVM.

In materia di vigilanza il regolamento è integrato: 1) per specificare i poteri delle autorità competenti dello Stato ospitante del GEFIA e dell'OICVM nei confronti dei FIA e degli OICVM commercializzati nel loro territorio; 2) per conferire all'ESMA il potere di individuare azioni di vigilanza discordanti o duplicate in merito alla commercializzazione dei FIA e degli OICVM dell'UE e di intervenire quando le autorità nazionali non applicano efficacemente le norme dell'UE; 3) per chiarire che le autorità competenti hanno la facoltà di deferire all'ESMA eventuali controversie.

L'**articolo 7** interviene sul [regolamento](#) relativo al quadro di emergenza per, tra le altre cose, **riflettere il nuovo ruolo dell'ESMA** quale autorità di vigilanza delle CCP significative.

L'**articolo 8** modifica il [regolamento](#) relativo al **regime pilota DLT per aumentarne la flessibilità e proporzionalità e l'ambito di applicazione**.

Tra le altre cose, si modifica l'articolo 3 per rendere più flessibili i limiti del regime pilota, sia in relazione al tipo di strumenti finanziari ammissibili che per la portata dell'attività che può essere svolta nell'ambito di tali strumenti. In riguardo a quest'ultimo punto, le modifiche proposte intendono aumentare il valore totale massimo di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT che possono essere ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT a 100 miliardi di euro, eliminando la soglia specifica per singolo prodotto.

La proposta intende inoltre introdurre un regime semplificato per i gestori di infrastrutture DLT di minori dimensioni che forniscono servizi CSD, purché non superino la soglia di 10 miliardi di euro del valore di mercato totale degli strumenti finanziari DLT registrati. I soggetti che operano in tale regime saranno sottoposti a uno specifico sottoinsieme di disposizioni del regolamento CSDR in modo da garantire un approccio più proporzionato.

Viene ampliata la gamma di soggetti che possono gestire una sede di negoziazione DLT al fine di includere, oltre alle imprese di investimento e ai CSD, anche i prestatori di servizi per le cripto-attività autorizzazioni a gestire una piattaforma di cripto-attività. Sono anche introdotte nuove disposizioni per consentire ai gestori delle infrastrutture DLT di ottenere, a determinate condizioni, esenzioni da diverse disposizioni della direttiva MiFID II, del regolamento MiFIR e del regolamento CSDR.

Sono introdotti nuovi articoli per consentire una regolamentazione specifica del servizio di notariato e di tenuta centralizzata dei conti che possono essere forniti da un'impresa di investimento, un mercato regolamentato, un ente creditizio, un CSD o da un prestatore di servizi per le crypto-attività che ottenga un'autorizzazione specifica a prestare tale servizio.

L'**articolo 9** modifica il [regolamento](#) MiCA per **trasferire la vigilanza dei prestatori di servizi per le crypto-attività** dalle autorità nazionali **all'ESMA**.

Le modifiche proposte prevedono che qualora la prestazione di servizi per le crypto-attività diventi l'attività principale di talune imprese che sono già autorizzate a prestare tutti o alcuni servizi per le crypto-attività senza essere tenute ad ottenere un'autorizzazione come prestatore di servizi per le crypto-attività (CASP) a norma del MiCA, la vigilanza di tali soggetti sarà trasferita all'ESMA poiché essi saranno trattati come prestatori di servizi per le crypto-attività.

I servizi per le crypto-attività saranno considerati l'attività principale di un'entità in cui oltre il 50 % del fatturato totale è generato dalla fornitura di servizi per le crypto-attività in due anni consecutivi.

Le altre entità già regolamentate, come le imprese di investimento, che sono autorizzate a fornire servizi per le crypto-attività senza essere tenute a ottenere un'autorizzazione come CASP, continuerebbero a essere soggette alla vigilanza delle autorità competenti che hanno concesso loro l'autorizzazione a norma di altri atti dell'UE. Si prevede che l'ESMA concluda accordi di cooperazione con le autorità competenti che hanno autorizzato tali soggetti.

Tali accordi forniranno, nell'intento della Commissione, un metodo per gestire una transizione graduale e coordinata verso una vigilanza a livello dell'UE piuttosto che una brusca sostituzione della vigilanza nazionale.

Al fine di permetterle di adempiere alle proprie funzioni di vigilanza, l'ESMA viene fornita di nuovi poteri e competenze, tra cui il potere di sospendere o vietare la prestazione di un servizio per le crypto-attività e quello di revocare l'autorizzazione di un prestatore di servizi per le crypto-attività. Tra gli altri, all'Autorità è conferito anche il potere di scambiare informazioni con le autorità competenti degli Stati membri e dei paesi terzi al fine di adempiere efficacemente alle responsabilità in materia di vigilanza, nonché di cooperare con altre autorità pertinenti e con l'ABE.

Gli **articoli 5, 10, 11, 12, 13 e 14** intervengono rispettivamente sul [regolamento](#) SFTR, sul [regolamento](#) relativo alle agenzie di rating del credito, sul [regolamento](#) sugli indici di riferimento, sul [regolamento](#) sulle cartolarizzazioni, sul [regolamento](#) sulle obbligazioni verdi europee e sul [regolamento](#) sui rating ESG al fine di **razionalizzare il quadro di vigilanza ed esecuzione allineando i diversi regimi procedurali** al nuovo quadro di vigilanza orizzontale istituito a norma del regolamento ESMA. In questo modo, la proposta elimina norme procedurali duplicate e talvolta incoerenti dei singoli atti settoriali e le sostituisce con un unico quadro coerente.

L'**articolo 15** stabilisce l'**entrata in vigore** del regolamento al ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'UE e la sua **applicazione** 12 mesi dopo l'entrata in vigore, con le seguenti **eccezioni**:

- le modifiche previste all'articolo 1, punto 33, dovrebbero applicarsi a decorrere dalla data di entrata in vigore del regolamento dato che la Commissione europea ritiene necessario concedere all'ESMA tempo sufficiente per prepararsi al suo nuovo ruolo di vigilanza. Pertanto, le disposizioni relative alla procedura di selezione e nomina dei membri del comitato esecutivo dovrebbero applicarsi immediatamente in modo da permettere al comitato di essere operativo e di assumere efficacemente i compiti previsti;
- le modifiche previste all'articolo 2, punto 15, per quanto riguarda l'articolo 22 *bis*, paragrafi 2 e 3, in relazione alla vigilanza sulle CCP significative dovrebbero applicarsi a decorrere dalla data di entrata in vigore del regolamento per consentire all'ESMA di iniziare a valutare se una CCP sia da considerarsi "significativa" prima che gli obblighi previsti per tale categoria inizino ad applicarsi;
- le modifiche previste all'articolo 3, punto 2, lettera a), punto xiii), e punti 15 e 16 relative al sistema consolidato di pubblicazione per le azioni e i fondi indicizzati quotati dovrebbero applicarsi il giorno successivo alla scadenza del primo periodo di 5 anni di cui all'articolo 27 *quinquies bis* del regolamento MiFIR relativo alla procedura per la selezione di un unico CTP (fornitore di sistemi consolidati di pubblicazione dei dati) per ciascuna classe di attività al fine di garantire la certezza del diritto ed evitare perturbazioni nell'istituzione del sistema;
- l'articolo 3, punto 30, che inserisce nel regolamento MiFIR l'articolo 38 *septies bis* sull'ambito di applicazione della vigilanza ESMA per le sedi di negoziazione significative e i PEMO, dovrebbe applicarsi 24 mesi dopo l'entrata in vigore per concedere tempo sufficiente per preparare il trasferimento di competenze e compiti dalle autorità nazionali competenti all'ESMA in relazione alle sedi di negoziazione pertinenti;
- l'articolo 4, punto 2, lettere a), j) e k), punto 8, punto 9 per quanto riguarda l'articolo 11, paragrafi 1 e da 4 a 10, del regolamento CSDR e punti 11, 12, 13, 21 e 26, dovrebbero applicarsi 24 mesi dopo l'entrata in vigore affinché l'ESMA possa assumere gradualmente le nuove responsabilità in materia di vigilanza e predisporre le capacità e i quadri di cooperazione necessario in relazione ai CSD significativi.

Coerenza con i principi dei trattati in materia di competenze dell'UE

Proposta di direttiva

Base giuridica

La **base giuridica** della proposta è individuata negli articoli [53](#), **paragrafo 1**, e [114](#) TFUE.

L'articolo 53 prevede che il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, stabiliscono direttive intese al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri relative all'accesso alle attività autonome e all'esercizio di queste e costituisce la base giuridica delle direttive modificate.

Sussidiarietà

La Commissione europea giustifica la **necessità di un intervento legislativo** a livello dell'UE in quanto gli atti che sono intesi modificare sono adottati a livello europeo. Il **valore aggiunto** dell'intervento risiede nel perseguimento di obiettivi che non possono essere conseguiti da sforzi non coordinati dei singoli Stati membri.

Proporzionalità

La Commissione ritiene che la proposta **rispetti il principio di proporzionalità** poiché non va oltre quanto necessario per conseguire l'obiettivo di migliorare il funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari, garantendo un'applicazione maggiormente armonizzata delle norme in materia di attività transfrontaliere.

Proposta di regolamento

Base giuridica

La **base giuridica** è correttamente individuata nell'**articolo 114 TFUE**.

Sussidiarietà

La Commissione motiva la **necessità di un intervento legislativo** a livello UE in considerazione della **natura transfrontaliera** delle attività che rientrano nell'ambito di applicazione della proposta. Il **valore aggiunto** dell'intervento UE risiede nel fatto che azioni a livello nazionale non consentirebbero la necessaria convergenza delle norme di regolamentazione e di vigilanza.

Proporzionalità

La Commissione ritiene la proposta **coerente con il principio di proporzionalità** in quanto le modifiche prospettate daranno luogo a un'applicazione più armonizzata delle norme dell'UE per le attività transfrontaliere.

Esame presso Istituzioni dell'UE

Le proposte sono esaminate secondo la **procedura legislativa ordinaria**.

La proposta sul carattere definitivo del regolamento

La proposta non è stata ancora [assegnata](#) alle Commissioni del Parlamento europeo.

Le proposte sullo sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE

Le proposte sono [assegnate](#) all'[esame](#) della Commissione per gli affari economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo.

Esame presso altri parlamenti nazionali

Sulla base dei dati forniti dal [sito IPEX](#), l'esame della proposta sul carattere definitivo del regolamento risulta avviato dai Parlamenti di Lettonia e Svezia e dal Senato ceco; l'esame delle proposte sullo sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE risulta invece avviato dai Parlamenti di Finlandia, Lettonia e Svezia, dal Senato ceco e dal *Bundesrat* tedesco.

Nessuna di tali assemblee ha segnalato di aver individuato al momento aspetti rilevanti o comunque di avere informazioni importanti da scambiare.