

# CAMERA DEI DEPUTATI

---

Doc. **XVIII-bis**  
n. **88**

## **XIV COMMISSIONE** **(POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)**

---

**DOCUMENTO APPROVATO DALLA XIV COMMISSIONE NELL'AMBITO DELLA  
VERIFICA DI SUSSIDIARIETÀ DI CUI ALL'ARTICOLO 6 DEL PROTOCOLLO N. 2  
ALLEGATO AL TRATTATO DI LISBONA:**

PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO CHE MODIFICA LE DIRETTIVE  
2009/65/CE, 2011/61/UE E 2014/65/UE PER QUANTO RIGUARDA L'ULTERIORE SVILUPPO DELL'INTE-  
GRAZIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI E DELLA VIGILANZA NELL'UNIONE (COM(2025) 942 FINAL)

PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO CHE MODIFICA I REGOLAMENTI (UE)  
N. 1095/2010, (UE) N. 648/2012, (UE) N. 600/2014, (UE) N. 909/2014, (UE) 2015/2365,  
(UE) 2019/1156, (UE) 2021/23, (UE) 2022/858, (UE) 2023/1114, (CE) N. 1060/2009, (UE)  
2016/1011, (UE) 2017/2402, (UE) 2023/2631 E (UE) 2024/3005 PER QUANTO RIGUARDA  
L'ULTERIORE SVILUPPO DELL'INTEGRAZIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI E DELLA VIGILANZA NELL'UNIONE  
(COM(2025) 943 FINAL)

---

*Approvato l'11 marzo 2026*

---

**DOCUMENTO APPROVATO DALLA COMMISSIONE**

La XIV Commissione,

esaminate, ai fini della verifica di conformità con il principio di sussidiarietà, 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 e modifica la direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (COM(2025)941) e la proposta di direttiva e la proposta di regolamento relative all'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE (COM(2025)942 e COM(2025)943), parte integrante del cosiddetto Pacchetto sull'integrazione e la vigilanza dei mercati (*Market Integration and Supervision Package, MISP*), a sua volta componente centrale della strategia per l'Unione dei risparmi e degli investimenti (*Savings and Investments Union, SIU*);

preso atto delle relazioni trasmesse dal Governo ai sensi dell'articolo 6, comma 5, della legge 24 dicembre 2012, n. 234, sulle proposte relative all'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE;

tenuto conto degli elementi di conoscenza e di valutazione acquisiti nel corso dell'esame delle proposte, in particolare mediante l'acquisizione delle memorie trasmesse da soggetti istituzionali e da associazioni di categoria;

premessi che:

le proposte intendono sostituire la direttiva sul carattere definitivo del regolamento e aumentare il livello di integrazione dei mercati dei capitali dell'UE, modificando molteplici atti legislativi al fine di migliorare il livello di armonizzazione in materia di vigilanza ed eliminare alcune differenze regolative presenti tra Stati membri;

tali obiettivi sono complessivamente condivisibili, in linea con quanto ritenuto dal Governo nelle relazioni trasmesse: tuttavia le proposte di direttiva e di regolamento relative allo sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza sembrano richiedere profondi interventi correttivi, in quanto presentano alcune incoerenze strutturali e profili critici che, se non adeguatamente affrontati, rischiano di compromettere il pieno conseguimento degli obiettivi perseguiti;

le due proposte, in particolare, ridefiniscono per un verso il quadro di vigilanza, riservando un ruolo marginale alle autorità di vigilanza nazionali; per altro verso, non operano una riorganizzazione e codificazione organica della normativa europea di riferimento (*single*

*rulebook*) nel comparto del risparmio gestito, necessario per una reale ed efficace integrazione dei mercati finanziari europei;

gli interventi di razionalizzazione dell'assetto vigente prospettati dalle proposte in esame — quali il trasferimento di alcune disposizioni dalle direttive ai regolamenti, la riduzione delle opzioni e discrezionalità nazionali suscettibili di generare fenomeni di *gold-plating*, nonché il rafforzamento delle misure delegate ed esecutive — risultano insufficienti a garantire un quadro normativo pienamente integrato, coerente e competitivo a livello globale;

ritenuto pertanto che, pur condivisibili negli obiettivi generali, alcune delle misure prospettate dalle proposte relative all'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE potrebbero generare forti criticità, in particolare:

la modifica delle disposizioni riguardanti l'accesso tra infrastrutture di negoziazione e post-negoziazione, prevista dall'articolo 3 della proposta di direttiva e dagli articoli 2, 3 e 4 della proposta di regolamento, non sembra idonea a eliminare completamente le sovrapposizioni e le incertezze interpretative dell'attuale quadro regolativo: invero, sarebbe necessario prevedere un nuovo testo organico che racchiuda tutte le previsioni in materia;

il rafforzamento delle procedure di passaportazione per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e i fondi di investimento alternativi (FIA) attraverso la costituzione di una piattaforma di dati gestita dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), disposta dall'articolo 6 della proposta di regolamento che modifica l'articolo 12 del regolamento sulla distribuzione transfrontaliera, dovrebbe essere accompagnato da un'armonizzazione del regime autorizzativo e di vigilanza;

la previsione di un passaporto UE per i depositari, introdotta dalla proposta di direttiva che, modificando l'articolo 21 della direttiva GEFIA e l'articolo 23 della direttiva OICVM, consente ai gestori di fondi di nominare un depositario situato ovunque nell'UE, solleva non solo criticità in relazione alle capacità di esercitare un'adeguata vigilanza su depositari situati in giurisdizioni diverse, ma rappresenta una minaccia asimmetrica per l'industria bancaria e del risparmio gestito nazionale: tale misura espone i *custodian bank* italiani alla concorrenza diretta dei grandi operatori esteri; inoltre, l'eliminazione delle « discrezionalità nazionali » e l'introduzione del concetto di « gruppo UE di società di gestione » rischiano di favorire esplicitamente i grandi conglomerati finanziari stranieri dotati di scala industriale, consolidando di fatto le rendite di posizione di altre giurisdizioni;

rilevato, con riferimento al rispetto del principio di attribuzione, che la base giuridica delle proposte è correttamente individuata nell'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) relativo al funzionamento del mercato interno; per la proposta di direttiva è altresì richiamato l'articolo 53, paragrafo 1, del TFUE in coerenza con le direttive che intende modificare;

ritenuta la proposta sul carattere definitivo del regolamento complessivamente conforme al principio di sussidiarietà, in quanto

l'intervento intende rimuovere gli ostacoli all'attività transfrontaliera, obiettivo che non può essere perseguito in misura sufficiente dagli Stati membri;

ritenute le proposte relative all'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'UE solo parzialmente conformi al principio di sussidiarietà, in quanto talune misure non sembrano adeguatamente motivate in relazione alla necessità e al valore aggiunto dell'intervento e determinano un'allocazione non razionale delle competenze di vigilanza tra livello europeo e livello nazionale; in particolare:

l'attribuzione all'ESMA di poteri di vigilanza sulle sedi di negoziazione significative a livello UE, nonché su tutte le entità del gruppo qualora ne faccia parte una sede significativa, di cui all'articolo 3 della proposta di regolamento, determina un'eccessivo accentramento delle funzioni in capo all'Autorità europea; inoltre, si prospetta in tal modo una scissione tra le responsabilità di vigilanza sul gestore del mercato e sulla piattaforma di mercato, essendo quest'ultima competenza mantenuta dalle autorità nazionali: tale ripartizione rischia di non assicurare un adeguato livello di *accountability*, considerato che le modalità di cooperazione tra ESMA e autorità nazionali sono demandate a generici accordi bilaterali;

il conferimento a ESMA delle funzioni di supervisione diretta sui depositari centrali di titoli (CSD) qualificati come « significativi », ai sensi dell'articolo 4 della proposta di regolamento, potrebbe generare difficoltà nell'applicazione omogenea delle regole date le persistenti differenze negli ordinamenti nazionali in materia di diritto fallimentare e societario; inoltre, l'analoga previsione relativa ai sistemi di controparte centrale (CCP), di cui all'articolo 2 della proposta di regolamento, non considera l'assenza di disposizioni sulla gestione di una possibile crisi di un operatore, determinando un assetto asimmetrico in cui, al contrario di quanto avviene nel settore bancario, le eventuali ripercussioni fiscali di simili crisi rimarrebbero, in capo alle autorità nazionali;

l'assegnazione di compiti di vigilanza all'ESMA, prevista dall'articolo 9 della proposta di regolamento, in riferimento ai prestatori di servizi per le cripto-attività (CASP) e alle entità finanziarie (escluse le banche) che forniscono come « principale attività » servizi per le cripto-attività, risulta inefficiente e non giustificata in relazione agli operatori di dimensioni minori; la previsione di una vigilanza centralizzata assume i caratteri della necessità solo in relazione ai soggetti attivi su base transfrontaliera di grandi dimensioni; le autorità di vigilanza nazionali appaiono in grado di garantire una tutela più efficiente alla clientela in ragione della loro prossimità al mercato in relazione ai CASP « non significativi »;

il rafforzamento dei poteri di convergenza dell'ESMA rispetto alle attività transfrontaliere dei gruppi di gestione patrimoniale di maggiori dimensioni, previsto dagli articoli 1 e 2 della proposta di direttiva, determina un aumento della complessità del sistema di vigilanza, pregiudicando l'efficienza operativa delle autorità nazionali;

la redistribuzione delle competenze e dei poteri di intervento nell'ambito della commercializzazione transfrontaliera dei fondi, di cui

all'articolo 6 della proposta di regolamento, prospetta un peggioramento della protezione degli investitori del Paese ospitante, in quanto non consente una tempistica di intervento efficiente, determinando la perdita del presidio di prossimità assicurato dalle autorità del Paese ospitante; in particolare, l'eliminazione dei poteri di vigilanza diretta delle autorità del Paese ospitante in relazione alle comunicazioni di *marketing* dei fondi commercializzati su base transfrontaliera determina una situazione peggiorativa rispetto a quella attuale;

l'introduzione del concetto di gruppo UE, per consentire un'allocazione efficiente delle risorse e delle competenze interne dei gruppi di mercato, così come prospettato dagli articoli 1 e 2 della proposta di direttiva e dall'articolo 3 della proposta di regolamento, non consente il mantenimento degli attuali presidi di tutela: sarebbe pertanto necessario mantenere il vaglio delle autorità di vigilanza in modo da garantire un'effettiva conoscenza dell'allocazione delle funzioni all'interno del gruppo;

la sostituzione dell'attuale consiglio di amministrazione dell'ESMA, prevista dall'articolo 1, paragrafi 33 e 39, della proposta di regolamento, con un comitato esecutivo con rilevanti poteri decisionali, e la complessiva revisione delle funzioni del consiglio delle autorità di vigilanza comporterebbero un rilevante ridimensionamento del ruolo delle autorità nazionali nel processo decisionale dell'ESMA;

in riferimento al nuovo *status* di gestore del mercato paneuropeo (PEMO), previsto dall'articolo 3 della proposta di regolamento, la gestione dei mercati nazionali dovrebbe essere affidata a organizzazioni locali che possano garantire la prossimità con l'ecosistema domestico, valorizzando la conoscenza del quadro giuridico nazionale e delle infrastrutture di mercato delle autorità nazionali;

presenta forti criticità anche l'attribuzione all'ESMA di ampi poteri correttivi, inclusa la possibilità di raccomandare «azioni correttive», di attivare procedure per violazione del diritto dell'Unione, di esercitare poteri di mediazione vincolante e, in talune circostanze, di incidere direttamente su autorizzazioni o attività transfrontaliere: pur essendo necessari strumenti efficaci in presenza di una minaccia concreta e significativa alla tutela degli investitori o alla stabilità finanziaria, l'estensione generalizzata di tali poteri correttivi non viene adeguatamente giustificata dalla Commissione europea; in particolare, l'attribuzione di questi nuovi poteri, incisivi ma non sufficientemente circostanziati quanto ai presupposti applicativi, potrebbe essere fonte di incertezza giuridica e disincentivare l'evoluzione e lo sviluppo di nuovi prodotti, in contrasto con le finalità del pacchetto di proposte in esame; va inoltre sottolineato che l'ESMA dispone già di strumenti incisivi (quali i poteri di intervento sui prodotti e le *peer review*), che si sono dimostrati nella pratica efficaci;

considerata la proposta sul carattere definitivo del regolamento complessivamente coerente con il principio di proporzionalità poiché si limita a quanto necessario per eliminare le divergenze nell'applicazione delle norme vigenti;

considerate invece le proposte di direttiva e di regolamento relative all'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali

e della vigilanza nell'UE non coerenti con il principio di proporzionalità, in quanto:

l'impianto della riforma innesca un meccanismo di disintermediazione bancaria penalizzante per l'economia reale italiana: l'incentivo esplicito a spostare i depositi bancari — che in Italia storicamente finanziano il credito alle PMI locali — verso fondi e prodotti di mercato paneuropei, rischia di privare il tessuto produttivo nazionale della sua principale fonte di liquidità;

tale disintermediazione produrrebbe una riallocazione geografica del capitale basata su criteri di scala e rendimento, dirottando il risparmio domestico verso infrastrutture e grandi emittenti di altri Stati membri: ciò configurerebbe per l'Italia un'esportazione netta di capacità finanziaria senza un equivalente ritorno in termini di finanziamento dell'economia reale;

il rafforzamento del sistema consolidato di pubblicazione di dati di negoziazione, previsto dall'articolo 3 della proposta di regolamento che integra il regolamento MiFIR, appare prematuro rispetto all'attuale fase di sviluppo del sistema e non sufficientemente efficace per agevolare le operazioni di *trading* verso piattaforme trasparenti;

l'attribuzione ad ESMA della facoltà di imporre contributi di vigilanza sui gestori operativi su base transfrontaliera, di cui agli articoli 1 e 2 della proposta di direttiva, comporterebbe una duplicazione rispetto a quelli già imposti dalle autorità nazionali ai medesimi soggetti;

la modifica dell'articolo 56, paragrafo 2, della direttiva OICVM, che adegua i limiti di investimento degli OICVM per favorire l'investimento in cartolarizzazioni determinerebbe livelli di rischio non coerenti con la natura dei fondi destinati agli investitori al dettaglio;

la previsione di misure di livello 3 in materia di regole di condotta e requisiti prudenziali non appare adeguata ad assicurare il coordinamento tra la disciplina della prestazione dei servizi di investimento e quella della gestione collettiva del risparmio, capace di valorizzarne le interrelazioni sistemiche pur preservando le rispettive specificità funzionali e finalità di tutela dell'investitore: sarebbe appropriato, anche alla luce della delicatezza e rilevanza della materia, stabilire meccanismi volti ad assicurare coerenza strutturale tra i due ambiti con disposizioni legislative nelle proposte in esame;

andrebbe valutata l'estensione delle misure di semplificazione previste dal pacchetto ai procedimenti nazionali di autorizzazione dei gestori e dei fondi, anziché demandare ad ESMA l'adozione di norme di livello 2 volte a specificare le informazioni richieste ai fini dei procedimenti autorizzativi e le relative procedure e tempistiche;

rilevata la necessità di valutare con maggiore attenzione, nel corso del negoziato interistituzionale, la possibilità di:

adottare un modello di vigilanza basato sull'istituzione di collegi di supervisor presieduti da ESMA con funzioni relative ai soggetti con dimensioni e attività transfrontaliere significative; tale modello consentirebbe di preservare, in coerenza con il principio di

sussidiarietà, un ruolo rilevante delle autorità nazionali, tutelando la loro capacità di intervenire in maniera tempestiva in caso di necessità e valorizzando la loro conoscenza dell'ecosistema nazionale, e di garantire il necessario allineamento tra responsabilità di vigilanza e capacità di intervento operativo;

mantenere in capo alle autorità del Paese ospitante i poteri di vigilanza da attivare in ultima istanza, in via sussidiaria rispetto all'autorità nazionale dei CSD, nell'ambito delle modifiche di semplificazione previste delle regole di passaporto per i depositari centrali, di cui agli articoli 1 e 2 della proposta di direttiva e dell'articolo 5 della proposta di regolamento;

stabilire che l'ESMA, nell'esercizio delle competenze ad essa attribuite, operi sistematicamente valutazioni d'impatto e analisi costi-benefici adeguate, promuovendo la revisione di requisiti e oneri duplicativi o non proporzionati, nonché la riduzione di frammentazioni, senza pregiudicare la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria, e riferisca periodicamente al Parlamento europeo e ai parlamenti nazionali il risultato di queste analisi;

assicurare che i costi connessi all'introduzione del ricorso obbligatorio alla piattaforma T2S (*Target2-Securities*) per il regolamento delle operazioni, di cui all'articolo 4 della proposta di regolamento, e di obblighi di connessione tra depositari centrali, considerato l'inserimento dell'articolo 48-*bis* nel regolamento CSRD previsto dal citato articolo 4, siano inferiori ai benefici attesi;

limitare l'estensione soggettiva dell'ambito di applicazione del regolamento sul regime pilota DLT (tecnologia a registro distribuito), prevista dall'articolo 8 della proposta di regolamento, al fine di evitare che i CASP, che operano in un settore diverso rispetto a quello dell'intermediazione finanziaria, possano accedere al regime pilota;

aumentare la quota a carico del bilancio dell'UE in relazione ai costi relativi alle funzioni assegnate all'ESMA, indipendentemente dalle modifiche prospettate dal pacchetto di proposte in esame, al fine di non incidere sui bilanci delle autorità nazionali;

prevedere regimi semplificati per intermediari di piccole dimensioni e PMI, corredati di apposite linee guida operative su *governance e compliance*;

rilevata l'esigenza che il presente documento sia trasmesso al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione europea, nell'ambito del dialogo politico,

esprime un

#### PARERE MOTIVATO

ai sensi dell'articolo 6 del Protocollo n. 2 sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità allegato ai Trattati, in relazione alla proposta di direttiva (COM(2025) 942) e alla proposta di regolamento (COM(2025) 943).



\*190182186760\*