

APPROFONDIMENTI

# Il pacchetto legislativo per l'integrazione dei mercati finanziari

Le proposte della Commissione europea

Gennaio 2026

**Filippo Annunziata**, Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, Università Luigi Bocconi Milano; Fellow Academic Board Member, European Banking Institute, Frankfurt; Alternate Board Member, European Supervisory Authorities (ESAs) Board of Appeal





**Filippo Annunziata**, Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, Università Luigi Bocconi Milano; Fellow Academic Board Member, European Banking Institute, Frankfurt; Alternate Board Member, European Supervisory Authorities (ESAs) Board of Appeal

**> Filippo Annunziata**

Filippo Annunziata è Professore associato di Diritto dei mercati finanziari nell'Università Luigi Bocconi, Milano. Dal 2017 ha conseguito l'abilitazione come Professore di Prima Fascia. E' membro del Comitato direttivo del Centro Paolo Baffi, Università Bocconi. E' Fellow Academic Member dello European Banking Institute, il sodalizio accademico per la ricerca sulla regolamentazione del settore bancario, e Membro del Gruppo di ricerca internazionale Jusecolab. Nel 2017 ha partecipato come Senior Member al Training Team for the Creation of Astana Stock Exchange. E' autore di una lunga serie di pubblicazioni, incluse monografie, sui temi del mercato mobiliare e finanziario in genere.

Consulenza legale  
**Annunziata&Conso**

  
annunziata&conso

### 1. Una proposta vasta e di ampio respiro

Il pacchetto per la piena integrazione dei mercati finanziari dell'Unione europea (UE), adottato dalla Commissione il 4 dicembre 2025, costituisce uno dei punti focali della strategia per un'Unione del risparmio e degli investimenti (SIU - *Savings and Investments Union*), volta a creare un sistema finanziario più integrato, efficiente e competitivo. Le misure comprese nel pacchetto intendono semplificare il quadro normativo e di vigilanza dell'UE e sono volte, in primo luogo, ad agevolare l'integrazione dei mercati, eliminando gli ostacoli nei settori della negoziazione, della post-negoziazione e della gestione patrimoniale e riducendo le differenze di costo tra le operazioni nazionali e transfrontaliere. Le misure intendono, inoltre, favorire l'innovazione, rimuovendo gli ostacoli allo sviluppo della tecnologia DLT (*Distributed Ledger Technology*) – la cui implementazione si ritiene possa migliorare l'efficienza dei mercati dei capitali – e consentire l'armonizzazione del quadro di vigilanza, riducendo la frammentazione causata da approcci nazionali non allineati.

Il pacchetto si articola in tre proposte legislative distinte. La prima è una proposta di regolamento quadro che modifica il Regolamento sulle infrastrutture dei mercati europei (EMIR)<sup>1</sup>, il Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR)<sup>2</sup>, il Regolamento sui depositari centrali di titoli (CSDR)<sup>3</sup>, il Regolamento sul regime pilota in materia di DLT (Regime Pilota)<sup>4</sup>, il Regolamento sui mercati delle crypto-attività (MiCAR)<sup>5</sup>, il Regolamento sulla distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo<sup>6</sup> e il Regolamento che istituisce l'ESMA<sup>7</sup>. La seconda è una proposta di direttiva quadro volta a modificare la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS)<sup>8</sup>, la Direttiva

<sup>1</sup> Regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>2</sup> Regolamento (UE) n. 600/2014.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) n. 909/2014.

<sup>4</sup> Regolamento (UE) 2022/858.

<sup>5</sup> Regolamento (UE) 2023/1114.

<sup>6</sup> Regolamento (UE) 2019/1156

<sup>7</sup> Regolamento (UE) n. 1095/2010.

<sup>8</sup> Direttiva 2009/65/CE.

sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)<sup>9</sup> e la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II)<sup>10</sup>. La terza proposta consiste anch'essa in un regolamento con cui si intende modificare la Direttiva sul carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (SFD)<sup>11</sup> e la Direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (FCD)<sup>12</sup>, entrambe oramai molto datate.

## 2. La riforma del Regime Pilota

Nell'ambito dell'innovazione tecnologica che il legislatore europeo ha inteso promuovere con l'istituzione del Regime Pilota, la Commissione ha rilevato che il sistema normativo concepito per consentire la sperimentazione della nuova tecnologia presenta diversi ostacoli alla piena realizzazione dello scopo perseguito, ovvero facilitare (e, dunque, incentivare) la fornitura di servizi finanziari che utilizzano la tecnologia DLT, così da migliorare l'efficienza dei mercati dei capitali. L'ESMA stessa ha avuto modo di sottolineare alcune criticità, la principale delle quali riguarda la creazione di soluzioni praticabili per il "segmento contanti" "*cash leg*" delle transazioni in strumenti DLT, a causa della mancanza di interoperabilità con il sistema monetario tradizionale e dei problemi di implementazione di soluzioni che prevedano l'utilizzo di token rappresentativi di moneta anche elettronica<sup>13</sup>.

Tra le principali limitazioni del quadro normativo istituito con il Regolamento sul regime pilota in materia di DLT (Regime Pilota) o sono stati individuati: il ristretto ambito di applicazione, il carattere temporaneo del Regolamento stesso e delle autorizzazioni concesse agli enti che accedono al regime, i limiti massimi di emissione di strumenti DLT, nonché i vincoli alla concedibilità delle esenzioni dalla disciplina finanziaria tradizionale. Le proposte di modifica si propongono di porre rimedio a tali criticità.

<sup>9</sup> Direttiva 2011/61/UE.

<sup>10</sup> Direttiva 2014/65/UE.

<sup>11</sup> Direttiva 98/26/CE.

<sup>12</sup> Direttiva 2002/47/CE.

<sup>13</sup> ESMA, *Letter to EU Institutions on DLT Pilot Regime*, 3 aprile 2024, ESMA75-117376770-460; ESMA, *Report on the Functioning and Review of the DLT Pilot Regime - Pursuant to Article 14 of Regulation (EU) 2022/858*, 25 giugno 2025, ESMA75-117376770-460.

### a. La rimozione dei vincoli applicativi e temporali

Si prevede, innanzitutto, che il Regolamento rimarrà in vigore a titolo permanente. Ne verrà inoltre ampliato l'ambito di applicazione rimuovendo i limiti all'emissione di strumenti DLT e al relativo utilizzo in relazione a determinate categorie di strumenti finanziari. Saranno, inoltre, aboliti i limiti temporali posti alle autorizzazioni concesse alle istituzioni che intendono svolgere attività di sperimentazione<sup>3</sup> nell'ambito della *sandbox* istituita dal Regolamento. L'infrastruttura di negoziazione nel Regime Pilota è denominata, nella proposta, *trading venue* (DLT TV) per riflettere la possibilità di gestire sia un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), sia un sistema di negoziazione organizzato (OTF). È previsto anche l'ampliamento della gamma di soggetti che possono accedere al Regime Pilota, aprendo le porte ai prestatori di servizi per le crypto-attività (CASP) autorizzati ai sensi del MiCAR a gestire una piattaforma di negoziazione di crypto-attività. Si prevede inoltre di innalzare sia il limite massimo di emissione di strumenti DLT negoziati o registrati su un'infrastruttura DLT da 6 a 100 miliardi di euro, sia la soglia per la transizione obbligatoria alla regolamentazione finanziaria tradizionale da 9 a 150 miliardi di euro. Per garantire un approccio proporzionato in relazione agli operatori di minori dimensioni, la proposta istituisce un regime semplificato con un limite massimo di emissione di 10 miliardi di euro e l'obbligo di transizione al regime ordinario al raggiungimento della soglia di 15 miliardi di euro. Si propone, infine, di ampliare la gamma di esenzioni dall'applicazione della disciplina finanziaria tradizionale (MiFID II, MiFIR e CSDR) che possono essere richieste ogniqualvolta si accertino incompatibilità tra l'operatività del sistema DLT e detta disciplina. In tal caso, l'autorità nazionale competente potrà concedere le esenzioni solo previo parere non vincolante rilasciato dall'ESMA.

### b. Il regolamento del segmento contanti nelle transazioni in strumenti DLT

Sul versante della "*cash leg*" delle transazioni eseguite sulle infrastrutture DLT, le proposte di modifica affrontano due temi distinti ma correlati. Muovendo dal dato reale delle difficoltà riscontrate dagli operatori DLT nel trovare soluzioni operativamente compatibili con i sistemi DLT implementati, si prevede, da un lato, la possibilità di fare ricorso, per il regolamento in moneta di banca commerciale, ad istituti di credito le cui attività bancarie non siano limitate ai CSD, ma che siano comunque conformi al Titolo IV del CSDR; dall'altro, si consente alle imprese di investimento che operano un sistema di negoziazione e regolamento DLT (DLT TSS) la possibilità di fare ricorso al regolamento in moneta bancaria pre-finan-

ziata attraverso l'utilizzo di conti da essa mantenuti presso un istituto di credito, tutto ciò a condizione che sia in atto un monitoraggio adeguato dei rischi derivanti da tale modello di regolamento.

### 3. Le modifiche alla disciplina dei CTP e degli internalizzatori sistematici

Le proposte di modifica toccano specificamente la disciplina dei fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione (*Consolidated Tape Provider* - CTP) incaricati del compito di consolidare le informazioni sulle transazioni che si svolgono in sedi di negoziazione dislocate in tutta l'UE. I requisiti loro imposti saranno modificati al fine di consentire la divulgazione dell'identità della sede di negoziazione che offre il miglior prezzo di acquisto e di vendita e per fornire informazioni sulla profondità del mercato, ovvero sul quantitativo di ordini di acquisto e vendita immessi nella piattaforma di negoziazione.

Si prevede, inoltre, di estendere gli obblighi in capo agli internalizzatori sistematici al fine di migliorare la trasparenza delle quotazioni in relazione agli ordini provenienti da clienti al dettaglio. In tutti i casi in cui l'esecuzione di un ordine avvenga ad un prezzo migliore rispetto a quello oggetto di quotazione, l'internalizzatore è tenuto a modificare la propria quotazione prima dell'esecuzione di ulteriori ordini. Tali intermediari saranno anche obbligati a comunicare ai fornitori di sistemi consolidati di pubblicazione i dati che pubblicano ai sensi dell'art. 14 MiFIR, al fine di consentire al CTP di diffondere, in relazione ad azioni o ETF, oltre alle migliori offerte di acquisto e di vendita, separatamente, le cinque migliori quotazioni di acquisto e di vendita in tutta l'UE indicando gli internalizzatori sistematici che le offrono.

### 4. Il regolamento titoli: le modifiche al Regolamento CSDR

La Commissione propone di introdurre una nuova categoria di CSD, i cosiddetti "*hub CSD*". Si tratta di CSD significativi in ragione delle dimensioni, dell'operatività concreta e del carattere transfrontaliero dell'attività (v. *infra*) cui l'ESMA assegna un ruolo di collegamento con gli altri CSD al fine di facilitare l'accesso degli investitori a tutti i titoli emessi nell'UE. Ciò consente, infatti, agli investitori del paese d'origine del CSD collegato al *hub CSD* di acquistare e detenere più agilmente gli strumenti finanziari emessi e registrati presso CSD di altri Stati membri anch'essi collegati. Ai CSD designati dall'ESMA come "*hub CSD*" è quindi imposta la creazione di collegamenti reciproci con altri "*hub CSD*" e ad essi sono tenuti a collegarsi tutti gli altri CSD.

Sempre nell'ottica di facilitare le iniziative in ambito DLT, la proposta della Commissione istituisce uno specifico canale autorizzativo per le imprese di investimento, i mercati regolamentati, gli enti creditizi, i depositari centrali di titoli (CSD) e i CASP che intendano fornire, in relazione a strumenti DLT, i servizi di registrazione iniziale dei titoli in un sistema di scritture contabili ("servizio di notariato") e di fornitura e mantenimento dei conti titoli al livello più elevato ("servizio di tenuta centralizzata dei conti"). Ottenuta l'autorizzazione, che richiede la dimostrazione della conformità alle disposizioni applicabili del CSDR, l'ente potrà prestare tali servizi in tutta l'UE e sarà, quindi, consentito ad intermediari diversi da un CSD di provvedere alla registrazione e al mantenimento di conti centralizzati per strumenti DLT. La proposta si concentra anche sulla rimozione degli ostacoli alla possibilità dei CSD tradizionali di avvalersi della tecnologia DLT nell'espletamento delle proprie attività. Si prevende la revisione di alcune definizioni chiave, come il concetto di "conto titoli" e "registrazione contabile", l'introduzione di misure di gestione dei rischi a fronte dell'implementazione della tecnologia e norme che consentono il regolamento del contante tramite token di moneta elettronica emessi da emittenti autorizzati ai sensi del MiCAR.

In relazione al segmento relativo al contante delle transazioni in titoli, la proposta prevede per i CSD che regolano le transazioni in una valuta disponibile su una piattaforma integrata dell'UE (come il sistema *Target2-Securities*, istituito dalla BCE) di collegarsi direttamente a tale piattaforma e consentire ai propri partecipanti di regolare la parte in contanti su conti aperti su tale piattaforma. Si prevede, infine, di semplificare la disciplina in materia di *outsourcing* quando l'ente delegato è all'interno del gruppo cui appartiene l'ente delegante e di facilitare la prestazione transfrontaliera dei servizi tipici dei CSD attraverso la previsione di una notifica *ex post* per l'esercizio del passaporto.

### 5. Le proposte di modifica alla Direttiva sulla definitività del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli

La disciplina sul carattere definitivo del regolamento risale al 1998 e, benché sia stata oggetto di modifiche negli anni, non è mai stata soggetta ad una riforma organica. La Commissione propone, innanzitutto, di sostituire allo strumento della Direttiva quello del Regolamento, direttamente applicabile all'interno dell'UE, allo scopo di rimediare alla frammentazione della disciplina causata dalle varie norme attuative interne ai singoli Stati membri. La proposta interviene con modifiche di natura sostanziale al testo della Direttiva, tra cui si segnalano l'ampliamento della gamma dei partecipanti al sistema,



l'armonizzazione della procedura di richiesta di designazione come sistema, l'uniformazione dei momenti cui consegue la "definitività", l'estensione della protezione accordata dal Regolamento ai sistemi di paesi terzi e l'introduzione nel suo ambito di applicazione delle nuove tecnologie.

Sul versante dei partecipanti, le proposte di modifica prevedono l'inclusione dei prestatori di servizi di pagamento (PSP) come gli istituti di pagamento e di moneta elettronica, che potranno diventare partecipanti diretti. Il Regolamento includerà una procedura uniforme e armonizzata per la richiesta di designazione come sistema, delineando i requisiti che gli operatori devono soddisfare, le condizioni cui è subordinato l'accoglimento della richiesta e le modalità di notifica alle autorità competenti. L'armonizzazione dei momenti di "definitività" – che ha sempre creato non poche incertezze applicative – riguarda il momento di inserimento di un ordine di trasferimento nel sistema, il momento in cui l'ordine diviene irrevocabile e il momento del regolamento definitivo ("*settlement finality*"), ovvero il momento in cui l'adempimento degli obblighi rispettivi delle parti di una transazione è completato in modo incondizionato e irrevocabile. La predisposizione della normativa di dettaglio è rimessa all'ESMA, all'EBA e alla BCE, alle quali è demandata l'adozione di norme tecniche disciplinanti anche la definitività del regolamento nei sistemi *blockchain* che adottano la *Proof-of-Work* quale meccanismo di validazione delle transazioni. Tale meccanismo ha natura probabilistica e pone il tema della corretta individuazione del momento in cui la transazione può essere considerata irrevocabile.

Per quanto riguarda i sistemi di paesi terzi che, ad oggi, non beneficiano delle protezioni previste dalla Direttiva, la proposta di modifica intende consentire loro l'accesso a un sistema di registrazione presso uno o più Stati membri, previa presentazione di una richiesta all'ESMA che provvederà a condividerla con le autorità competenti degli Stati membri in cui i partecipanti al sistema sono stabiliti, affinché possano valutarla. La proposta disciplina anche le condizioni alle quali la registrazione può essere negata o revocata dalle autorità competenti.

Nel campo dell'innovazione tecnologica, la Commissione adotta un approccio che favorisce la neutralità tecnologica, consentendo pertanto l'estensione della disciplina ai sistemi che utilizzano la DLT. Inoltre, nell'ottica di rafforzare la trasparenza dei sistemi, la proposta prevede la diffusione, da parte di tutti i sistemi designati e registrati, di informazioni standardizzate, pubblicate anche dall'ESMA, che è incaricata di istituire una banca dati centrale per le domande, le notifiche e lo scambio di informazioni

tra le autorità e gli operatori dei sistemi.

Meritano qui un cenno, per la connessione con le modifiche proposte alla Direttiva, le riforme prospettate alla Direttiva sui contratti di garanzia finanziaria che intendono estenderne l'ambito di applicazione agli strumenti emessi tramite DLT, intervenendo sulle definizioni e sulle potenziali modalità di costituzione delle garanzie.

## 6. La gestione collettiva

### a. Modifiche al Regolamento sulla distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo

Le proposte di modifica al Regolamento sulla distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo mirano a rimuovere gli ostacoli alle operazioni transfrontaliere dei fondi di investimento e riguardano, in primo luogo, la disciplina dei passaporti per la commercializzazione nell'UE di FIA e OICVM. Si prevede l'abrogazione delle norme che consentono l'imposizione di requisiti ulteriori a livello nazionale agli enti che si avvalgono del passaporto, compreso il pagamento di diritti e oneri alle autorità nazionali. La disciplina del passaporto consentirà ai gestori di accedere ad una procedura semplificata che prevede la notifica, in sede di autorizzazione, dell'intenzione di commercializzazione in altri Stati membri solo alle autorità competenti dello Stato membro d'origine, cui spetterà trasmettere i dati ricevuti alle altre autorità e all'ESMA attraverso l'utilizzo di una piattaforma centralizzata gestita dall'ESMA. Per la revoca, è fatto obbligo di notificare l'intenzione di cessare le attività di commercializzazione in uno Stato membro alle sole autorità competenti dello Stato membro d'origine, che a loro volta ne daranno comunicazione attraverso la piattaforma centralizzata agli Stati membri interessati e all'ESMA. È inoltre oggetto di abrogazione il divieto, ad oggi vigente, di pre-commercializzazione, nei 36 mesi precedenti la cessazione dell'attività di commercializzazione, quote o azioni di fondi di investimento alternativi dell'UE con strategie di investimento simili nello Stato membro oggetto della notifica di cessazione. Si vieta, inoltre, l'imposizione da parte degli Stati membri ospitanti di presidi fisici sul territorio, in quanto fonte di aggravi per i fondi esteri rispetto ai fondi nazionali. Da ultimo, in relazione alla vigilanza transfrontaliera, le proposte di modifica devolvono all'ESMA ogni questione insorta tra autorità competenti di diversi Stati membri, d'origine e ospitanti.

Quando la commercializzazione è delegata ad un distributore terzo, la proposta prevede che i gestori di FIA, EuVECA ed EuSEF e gli OICVM debbano garantire il rispetto dei requisiti in materia di comunicazioni di *marketing*, a meno che il distributore terzo non agisca per conto proprio e non sia quindi consentito ai gestori di controllare l'attività di commercializzazione. È, inoltre, fatto divieto agli Stati membri ospitanti di introdurre obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti nel Regolamento ed è conferito alla Commissione il potere di adottare atti delegati per specificare il formato e il contenuto delle comunicazioni di *marketing*. In ambito di vigilanza, sarà fatto divieto alle autorità degli Stati membri di richiedere la notifica preventiva delle comunicazioni di commercializzazione. Esse potranno rilevare irregolarità in relazione alla presenza dei requisiti previsti dal Regolamento e chiedere all'autorità dello Stato membro d'origine di adottare le misure necessarie per porvi rimedio, deferendo, se del caso, la questione all'ESMA.

Norme di trasparenza sono introdotte in relazione alle commissioni applicate dalle autorità competenti ai gestori (GEFIA, EuVECA, EuSEF, OICVM) che commercializzano FIA o OICVM nei loro territori e l'ESMA è incaricata di pubblicare e mantenere aggiornate sul proprio sito tali informazioni, comprensive delle modalità di pagamento.

Quanto, infine, alle competenze delle autorità coinvolte, la proposta le ridefinisce, attribuendo all'ESMA il compito di individuare e compiere azioni volte a porre rimedio a misure di vigilanza divergenti, duplicative, ridondanti e carenti, che ostacolano la commercializzazione transfrontaliera dei fondi nell'UE. Inoltre, è conferito all'ESMA il potere di intervenire quando le autorità nazionali non applicano efficacemente le norme dell'Unione.

#### **b. Modifiche alla direttiva OICVM e alla direttiva AIFMD**

Le modifiche proposte alla direttiva OICVM e alla direttiva AIFMD mirano a rimuovere gli ostacoli alle operazioni transfrontaliere dei gestori e dei loro gruppi. Si prevede di chiarire le norme in materia di autorizzazione, conferendo all'ESMA la competenza in materia di elaborazione di norme tecniche di regolamentazione dei moduli, modelli e tempistiche delle procedure di autorizzazione.

La proposta introduce il nuovo concetto di gruppo UE di società di gestione o di gestori di FIA volto a comprendere società di gestione autorizzate, enti creditizi e imprese di investimento. La nozione è

funzionale ad escludere l'applicabilità delle norme in materia di delega di funzioni quando delegato e delegante appartengono al medesimo gruppo, salvo l'obbligo di informare l'autorità competente dello Stato membro d'origine circa le funzioni o i servizi svolti da altre società del gruppo. Le ulteriori proposte di modifica intendono ridurre significativamente gli ambiti di discrezionalità concessi agli Stati membri nell'implementazione della disciplina europea, nell'ottica di favorire lo sviluppo del mercato unico. La riforma interessa anche i gestori *white label*, assoggettandoli ad obblighi di informativa limitati alla comunicazione dei rapporti esistenti al momento dell'autorizzazione. Su richiesta, essi saranno tenuti a dimostrare di aver adottato tutte le misure ragionevoli per individuare, prevenire, gestire, monitorare o, se del caso, comunicare i conflitti di interesse.

Particolarmente attesa ed auspicata è l'introduzione del passaporto europeo per i depositari, esteso, nella proposta, ai soli depositari autorizzati come enti creditizi o imprese di investimento che beneficino già di un passaporto UE ai sensi della CRD<sup>14</sup> e della MiFID II. L'istituzione del passaporto consentirà ai depositari di offrire i propri servizi su base transfrontaliera e, di conseguenza, ai gestori di avvalersi dell'attività di depositari con sede in qualsiasi luogo all'interno dell'UE.

Da ultimo, la Commissione propone per gli OICVM che investono in cartolarizzazioni emesse in conformità al Regolamento sulle cartolarizzazioni<sup>15</sup> di innalzare al 15% il limite previsto per la detenzione in portafoglio di titoli di debito di un singolo emittente. Inoltre, il limite del 20% attualmente applicabile agli OICVM che replicano un indice sarà esteso agli OICVM in gestione attiva con riferimento a un indice riconosciuto dall'ESMA.

### **7. La riforma della vigilanza**

#### **a. L'ampliamento delle competenze dell'ESMA**

Le proposte di modifica si focalizzano sulle competenze dell'ESMA nell'intento di trasformarne il ruolo, riconoscendole la vigilanza diretta sui principali operatori di mercato, tra cui si annoverano le sedi di negoziazione significative, le controparti centrali significative, i depositari centrali di titoli significativi,

<sup>14</sup> Direttiva 2013/36/UE.

<sup>15</sup> Regolamento (UE) 2017/2402.

gli operatori di mercato paneuropei e i prestatori di servizi per le cripto-attività.

Quanto alle sedi di negoziazione, la proposta prevede di spostare dalla MiFID II al MiFIR la disciplina in tema di autorizzazione e funzionamento per armonizzare maggiormente la disciplina applicabile e rimuovere le norme di recepimento nazionali della MiFID II che ostacolano il funzionamento del mercato unico. Le nuove norme chiariscono i tipi di servizi transfrontalieri che i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) possono prestare. Essi saranno autorizzati a offrire servizi relativi all'ammissione di nuovi titoli alla negoziazione e di nuovi membri provenienti da altri Stati membri, sia attraverso l'istituzione di una succursale, sia in libera prestazione dei servizi. Resta nella competenza dell'autorità di vigilanza nazionale la sorveglianza sull'ordinato funzionamento del mercato e sugli abusi di mercato. Sempre nell'ottica di facilitare il funzionamento transfrontaliero delle sedi di negoziazione, la proposta prevede che la gestione di più sedi di negoziazione in diversi Stati membri sia consentita con un'unica autorizzazione, istituendo la figura dell'operatore di mercato paneuropeo (identificato dall'acronimo "PEMO"). Tali operatori saranno soggetti alla vigilanza diretta dell'ESMA.

In tema di controparti centrali significative, la proposta riformerà l'EMIR conferendo poteri di vigilanza diretta all'ESMA. Analogamente, l'ESMA acquisirà la vigilanza diretta sui depositari centrali di titoli significativi. I criteri per l'individuazione dei CCP e CSD significativi sono definiti dalla proposta stessa e si basano su una molteplicità di elementi, tra cui le dimensioni, l'operatività, il carattere transfrontaliero dell'attività, la struttura del gruppo e l'interconnessione con altre infrastrutture di mercato (ad es., per le CCP, il volume delle operazioni gestite e i contributi al fondo di garanzia e, per i CSD, il valore totale dei titoli emessi e delle operazioni regolate). Restano, invece, nella sfera di vigilanza delle autorità nazionali i CCP e CSD non classificati come significativi, con la facoltà però degli Stati membri di designare l'ESMA quale autorità competente nei loro territori. Sempre per garantire una supervisione coerente, si propone di individuare l'ESMA quale presidente dei collegi di vigilanza istituiti per i CCP non significativi.

Particolarmente innovativa è la proposta di designare l'ESMA quale autorità di vigilanza di tutti i CASP, indipendentemente dalle loro dimensioni e importanza. I compiti spettanti all'ESMA comprenderanno anche la vigilanza sugli abusi di mercato. Nel caso di enti finanziari soggetti alla vigilanza delle autorità

nazionali in relazione allo svolgimento di altre attività riservate (ad esclusione degli enti creditizi) vale il criterio della prevalenza: solo se i servizi per le cripto-attività costituiscono l'attività principale, ovvero cubano oltre il 50% del fatturato totale in due anni consecutivi, la vigilanza spetta all'ESMA. In tali casi, le autorità nazionali rimarranno ugualmente responsabili della supervisione sulle attività diverse dai servizi per le cripto-attività e, al fine di instaurare una collaborazione efficace, l'ESMA sarà tenuta a stipulare accordi di cooperazione.

Oltre all'estensione delle competenze di vigilanza diretta, la riforma rafforza in modo significativo il ruolo dell'ESMA nella vigilanza indiretta e nel coordinamento delle attività di vigilanza nel settore della gestione collettiva del risparmio. In particolare, l'Autorità è chiamata a svolgere, in cooperazione con le autorità nazionali competenti, un ruolo centrale nel coordinamento della vigilanza sui grandi gruppi di gestione del risparmio operanti su base transfrontaliera, anche attraverso la conduzione di revisioni periodiche a livello di gruppo e dell'approccio di vigilanza applicato alle società di gestione. Tali attività sono volte a promuovere una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza nazionali e possono riguardare, tra l'altro, i profili operativi, organizzativi e di governance, nonché i sistemi di gestione e monitoraggio dei rischi e la struttura dei gruppi. Il rafforzamento del ruolo dell'ESMA si estende inoltre al monitoraggio continuo dei rischi nel settore della gestione collettiva, mediante l'utilizzo di strumenti di analisi basati sui dati di vigilanza e su indicatori di rischio, nonché, ove necessario, all'avvio di iniziative di vigilanza congiunte con le autorità nazionali, al fine di individuare e affrontare tempestivamente eventuali vulnerabilità emergenti nel mercato unico.

#### **b. La razionalizzazione della disciplina**

In relazione agli enti già soggetti alla vigilanza diretta dell'ESMA – tra cui agenzie di rating, repertori di dati sulle negoziazioni, amministratori di indici di riferimento, repertori di dati sulle cartolarizzazioni, fornitori di rating ESG – la Commissione propone di porre fine alla frammentazione risultante da discipline sparse in diversi testi legislativi e di istituire un quadro unico e coerente.

Le proposte intendono anche rafforzarne gli strumenti di indagine e vigilanza (tra cui, richieste di informazioni, indagini, ispezioni e regimi sanzionatori) facendo confluire in un unico Capitolo all'interno del medesimo testo, il Regolamento ESMA, le norme ad oggi contenute in diversi testi legislativi. Si

propone quindi l'istituzione di un quadro normativo unitario che disciplini gli aspetti di natura più prettamente procedurale, mentre gli obblighi gravanti sui destinatari della vigilanza rimangono disciplinati dalla normativa di riferimento rilevante (EMIR, CSDR, etc.). Tali soggetti sono tenuti a pagare diritti di vigilanza uniformi e trasparenti, nel rispetto del principio di proporzionalità.

Quanto, infine, alle misure proposte per assicurare la convergenza in materia di vigilanza, si prevede l'istituzione di meccanismi di collaborazione tra l'ESMA e le autorità nazionali, quali gruppi di vigilanza congiunti e ispezioni congiunte. Si prevede anche la facoltà dell'ESMA di istituire "piattaforme di collaborazione" tra le autorità competenti al fine di promuovere lo scambio di informazioni. L'ESMA potrà emettere comunicazioni volte a esentare gli operatori dal rispetto di determinate norme in casi specifici. Sarà conferito all'ESMA un potere di intervento diretto nei confronti delle autorità nazionali che operino in violazione dei propri doveri di vigilanza, imponendo ad esempio restrizioni ingiustificate alle attività transfrontaliere, nonché nei confronti degli operatori, per esempio richiedendo all'autorità competente di ordinare la sospensione della prestazione dei servizi su base transfrontaliera. Nell'ambito del potere di risoluzione delle controversie già riconosciuto dalla disciplina vigente, si prevede il carattere vincolante delle decisioni assunte dall'ESMA. È proposta altresì l'istituzione da parte dell'ESMA di una piattaforma centrale per facilitare la raccolta, lo scambio e il trattamento delle informazioni pertinenti alle sue funzioni di vigilanza.

Infine, di particolare rilievo risulta l'ipotesi di attribuire all'ESMA il compito di applicare (anche) il diritto nazionale di recepimento delle Direttive UE, in via analoga a quanto già previsto dall'art. 4(3) del Regolamento MVU per la BCE e ai poteri attribuiti ad AMLA.

### **c. La riforma della governance dell'ESMA**

Da ultimo, la proposta interviene in modo significativo sulla struttura di governance dell'ESMA, al fine di adeguarla al rafforzamento delle competenze di vigilanza diretta attribuite all'Autorità. In tale prospettiva, è prevista la sostituzione dell'attuale Management Board con un nuovo Executive Board composto da membri indipendenti a tempo pieno, nonché una revisione della composizione e delle funzioni del *Board of Supervisors*.

L'*Executive Board* sarà composto dal Presidente dell'ESMA e da cinque membri a tempo pieno, selezio-

nati sulla base di un'esperienza diversificata in materia di vigilanza e di una conoscenza adeguata, nel loro insieme, dei settori sottoposti alla supervisione dell'Autorità. I membri saranno nominati mediante una procedura che coinvolge la Commissione, il Parlamento europeo e il Consiglio, saranno soggetti a rigorose regole in materia di conflitti di interesse e resteranno in carica per un mandato di cinque anni, rinnovabile una sola volta per un periodo massimo di due anni. All'*Executive Board* sono attribuite le principali competenze decisionali in materia di vigilanza diretta sugli operatori dei mercati finanziari, nonché specifici poteri decisionali nei confronti delle autorità nazionali competenti in ambiti non normativi, quali la risoluzione delle controversie, le ipotesi di violazione del diritto dell'Unione e le revisioni indipendenti. Esso subentra inoltre al Management Board nella predisposizione dei programmi di lavoro e del bilancio dell'ESMA, con conseguente cessazione delle funzioni di quest'ultimo.

Il *Board of Supervisors* rimane l'organo centrale dell'ESMA per l'indirizzo generale e per le decisioni in materia regolamentare e di convergenza della vigilanza. La riforma ne modifica la composizione, includendovi anche i membri a tempo pieno dell'*Executive Board*. Il *Board of Supervisors* potrà sollevare obiezioni alle principali decisioni di vigilanza adottate dall'*Executive Board* entro un termine di dieci giorni, ridotto a quarantotto ore nei casi urgenti. L'*Executive Board* potrà richiedere pareri al *Board of Supervisors* su questioni di vigilanza ed è tenuto a riferire periodicamente a quest'ultimo sulle attività svolte. In qualità di membri votanti del *Board of Supervisors*, i componenti dell'*Executive Board* contribuiranno alle decisioni in materia di convergenza della vigilanza, assicurando un bilanciamento tra le specificità nazionali e l'interesse comune dell'Unione.

Le proposte legislative incluse nel pacchetto saranno soggette nei prossimi mesi all'esame del Parlamento Europeo e del Consiglio e si prevede un intenso dibattito sul testo, soprattutto alla luce di una maggiore concentrazione della vigilanza dell'UE a discapito di quella esercitata dai singoli Stati membri. Non è quindi possibile ad oggi pronosticare l'esito dell'intenso dibattito che si svolgerà in seno alle istituzioni europee, né prevedere gli esiti delle proposte di riforma formulate. È tuttavia auspicabile un'ampia adesione alle proposte della Commissione, vista la loro urgenza e la necessità di rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali dell'UE nel contesto geopolitico attuale.





**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---