



CAMERA DEI DEPUTATI

XIV COMMISSIONE (POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)

Pacchetto legislativo sull'integrazione dei mercati e la vigilanza recante:

(i) proposta di regolamento quadro 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, (Commissione europea) n. 1060/2009, (UE) 2016/1011, (UE) 2017/2402, (UE) 2023/2631 e (UE) 2024/3005 (COM(2025) 943 final); (ii) proposta di direttiva che modifica le direttive 2009/65/Commissione europea, 2011/61/UE e 2014/65/UE (COM(2025) 942 final); (iii) proposta di regolamento sul carattere definitivo dei regolamenti che abroga la direttiva 98/26/Commissione europea e modifica la direttiva 2022/47/Commissione europea relativa ai contratti di garanzia finanziaria (COM(2025) 941 final)

MEMORIA DELLA CONSOB

Roma, 27 febbraio 2026

1. Introduzione

Il **pacchetto legislativo sull'integrazione dei mercati e la vigilanza** (“MISP”) si articola in tre proposte che nel complesso comportano **modifiche a numerosi atti tra Regolamenti e Direttive**:

- regolamento quadro che modifica il Regolamento sulle infrastrutture dei mercati europei (**EMIR**), il Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (**MiFIR**), il Regolamento sui depositari centrali di titoli (**CSDR**), il Regolamento sul regime pilota in materia di DLT (**Regime Pilota**), il Regolamento sui mercati delle cripto-attività (**MiCAR**), il Regolamento sulla **distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo** e il Regolamento che **istituisce l'ESMA**;
- direttiva quadro volta a modificare la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (**UCITS**), la Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (**AIFMD**) e la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (**MiFID II**);
- regolamento teso a modificare la Direttiva sul carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (**SFD**) e la Direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (**FCD**).

Nella Comunicazione che accompagna il MISP, la Commissione evidenzia che il pacchetto mira a eliminare gli ostacoli derivanti dalle norme e dagli approcci di vigilanza adottati, con particolare riguardo agli ostacoli per i gruppi, l'utilizzo del passaporto, l'interconnessione e l'innovazione digitale tramite tecnologie a registro distribuito (DLT), individuando nel rafforzamento della vigilanza dell'UE un passaggio essenziale per l'integrazione dei mercati.

Le misure proposte seguono alcune **direttrici** di fondo:

1. una **maggiore integrazione delle infrastrutture di mercato** (*trading e post-trading*), favorendo lo sviluppo di soggetti pan-europei e semplificando l'operatività dei grandi gruppi attivi su base transfrontaliera;
2. il **sostegno all'innovazione tecnologica** nel mercato e nei servizi finanziari, incrementando il grado di flessibilità del *Pilot regime* per le infrastrutture basate su DLT e modificando gli assetti di vigilanza sui prestatori dei servizi di cripto-attività (CASP);
3. un **ulteriore impulso alle attività transfrontaliere nel settore dell'asset management**, attraverso una semplificazione delle procedure di passaportazione e un rafforzamento dei poteri di convergenza dell'Esma;
4. l'**attribuzione all'ESMA di competenze di vigilanza diretta** su aree tradizionalmente di spettanza delle autorità nazionali (ad es., le infrastrutture di mercato) al ricorrere di determinati criteri di significatività o su soggetti che operano in aree innovative (ad es., i CASP) e la modifica alla relativa **governance**.

Si aggiungono misure di razionalizzazione degli obblighi normativi esistenti, che possono costituire un ostacolo allo svolgimento di attività transfrontaliere.

Gli obiettivi generali della proposta risultano condivisibili, ponendosi peraltro in continuità con i recenti interventi adottati a livello nazionale volti a rivitalizzare il ruolo dei mercati dei capitali domestici.

Molte **misure tecniche** afferenti al quadro normativo vigente sono **meritevoli di attenzione**, sebbene taluni aspetti richiedano **approfondimenti sulla loro concreta declinazione** e sui benefici attesi.

È inoltre necessario garantire **una stretta coerenza tra gli obiettivi della riforma e gli strumenti proposti**: l'integrazione dei mercati dei capitali richiede la creazione di un modello di vigilanza unico nell'ambito di un quadro normativo armonizzato e a fronte di una forte convergenza nelle prassi di vigilanza. Dalla proposta **non emerge un modello chiaro di vigilanza**, poiché il ruolo dell'ESMA e il rapporto con le Autorità nazionali viene declinato in maniera eterogenea tra settori del sistema finanziario, prevedendo una maggiore centralizzazione in capo all'Autorità europea in alcuni ambiti, ad esempio il *trading*, a fronte di posizioni più conservative dello *status quo*, ad esempio *asset management*.

Tanto premesso, l'azione del legislatore europeo deve essere guidata dai **principi di proporzionalità e sussidiarietà** affinché l'iniziativa possa produrre i benefici attesi. In tale prospettiva, è indispensabile garantire il **bilanciamento dei ruoli dell'ESMA e delle autorità nazionali**, secondo un **modello hub-and-spoke** che dovrebbe fondarsi sull'istituzione di collegi di supervisori presieduti da ESMA per i soggetti con dimensioni e attività transfrontaliere significative, come alcune infrastrutture dei mercati finanziari e gestori del risparmio. Tale modello permetterebbe di **valorizzare la prossimità** delle autorità domestiche all'ecosistema locale, al fine di preservarne la capacità di agire tempestivamente per garantire l'integrità del mercato e la **tutela degli investitori**, in un contesto nel quale permangono differenze tra gli ordinamenti giuridici nazionali rispetto al diritto societario, civilistico, fiscalità e gestione delle crisi. Inoltre, una **chiara allocazione dei ruoli e delle responsabilità** è indispensabile per garantire certezza giuridica ed evitare inefficienze e incremento dei costi complessivi della vigilanza.

Quanto alla **tempistica** di attribuzione di responsabilità dirette all'ESMA, in alternativa all'approccio proposto (*big-bang approach*), è necessario procedere con **gradualità**, in modo da potenziare la capacità di supervisione dell'ESMA e garantire al contempo un coinvolgimento strutturato delle autorità nazionali, al fine di evitare che il loro depotenziamento si traduca in un abbassamento del livello di protezione degli investitori, soprattutto nei paesi – come l'Italia – dove si raccoglie il risparmio.

2. Le infrastrutture di negoziazione

Le proposte di modifica

A seguito dell'adozione della MiFID I, che ha abolito l'obbligo di concentrazione degli scambi, e dell'ulteriore articolazione introdotta da MiFID II/MiFIR, nell'Unione europea si è consolidato un modello *multi-venue* fondato su mercati regolamentati (MR), sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – MTF) e sistemi organizzati di negoziazione (*organised trading facilities* – OTF), accanto a forme di esecuzione bilaterale/*over-the-counter* (OTC) e a modelli *dealer* tramite internalizzatori sistematici (IS).

Tale evoluzione, secondo la Commissione europea, pur contribuendo all'obiettivo di aumentare la concorrenza e ampliare le opzioni di esecuzione disponibili agli operatori, ha comportato una significativa proliferazione di sedi e canali di negoziazione che, in mancanza di una piena interoperabilità tra infrastrutture e di un quadro uniforme di regole e prassi di vigilanza, ha determinato maggiori costi e complessità operative, impedendo il consolidamento dei gruppi e generando una conseguente frammentazione della liquidità.

Secondo quanto riportato nel documento di analisi di impatto della stessa Commissione, tuttavia, la maggior parte dei partecipanti alla *targeted consultation* ha ritenuto efficiente l'integrazione su più segmenti di mercato¹. La stessa analisi di impatto evidenzia che i maggiori ostacoli all'integrazione dei mercati dei capitali sembrano provenire da frizioni nel *post-trading*.

Nonostante il numero elevato di sedi autorizzate, i volumi effettivi degli scambi risultano concentrati in un numero ristretto di piattaforme che raccolgono la maggior parte della liquidità. Nel caso italiano, il mercato regolamentato (*Euronext Milan*) mantiene una forte centralità, soprattutto per i titoli meno liquidi.

Alcune analisi mostrano, inoltre, che la frammentazione della liquidità è soprattutto *intra-market*, ossia tra diverse sedi e canali di esecuzione, piuttosto che *cross-market*, ossia tra diversi mercati degli Stati membri².

Le sedi di negoziazione nell'Unione europea

Secondo le rilevazioni della Commissione europea, a fine 2024 nell'UE operavano 314 sedi di negoziazione, di cui 119 mercati regolamentati (6 in Italia), 165 sistemi multilaterali di negoziazione (14 in Italia) e 30 sistemi organizzati di negoziazione (nessuno in Italia); a queste si aggiungono 167 internalizzatori sistematici (7 in Italia). Molte sedi di negoziazione appartengono a gruppi societari che controllano una pluralità di *trading venues* operanti in diversi Stati membri, come ad esempio Euronext e Nasdaq.

Tre Stati membri (Germania, Paesi Bassi e Svezia) ospitano il 41,2% delle *trading venues*, mentre per gli internalizzatori sistematici i primi 3 Stati membri (Germania, Paesi Bassi e Francia) ospitano il 40,7% degli operatori.

Nel 2022 nello Spazio economico europeo circa il 70% delle obbligazioni (attorno ai 53 mila strumenti) e quasi tutte le azioni (circa 10.200 su 12.100 strumenti *equity*) erano negoziate o distribuite in più Paesi e/o in più sedi di negoziazione.

Nel comparto azionario più dell'80% del volume totale negoziato in Europa si concentra in 6 sedi di negoziazione. In particolare, *Cboe Europe* ed *Euronext* risultano i principali *hub* di negoziazione (con una quota volumi negoziati stimata rispettivamente attorno al 26% e al 22% degli scambi complessivi), seguiti da *Deutsche Borse* (circa 11%), *LSE Group* (circa 10%), *SIX Swiss Exchange* e *Nasdaq OMX* (rispettivamente, 7% e 6%).

Nel caso italiano, il mercato regolamentato conserva un ruolo centrale, con circa il 69% dei volumi di scambio riferibili a *Euronext Milan*. Il restante 31% è intercettato da MTF paneuropei: *Cboe*, in particolare, assorbe circa il 22% del totale. Per i titoli meno liquidi, come evidenziato da alcune elaborazioni CONSOB su dati di vigilanza relativi a un campione di società domestiche, la quota negoziata su Euronext Milan tende a sfiorare l'80%, sino a superare il 95% per i titoli più sottili³.

¹ Poco meno del 19% ha invece dato un giudizio negativo indicando tra le cause barriere regolamentari e legali in ambito nazionale e UE, differenze nelle prassi di vigilanza, frammentazione del mercato e del *post-trading*.

² Si veda [Oliver Wyman Report: The Liquidity Matrix - Addressing fragmentation in European equity markets - Fesef](#).

³ Tali dati, relativi ai volumi azionari negoziati in Europa, si riferiscono al valore nozionale "on-book" secondo la classificazione della *dashboard Cboe "European Equities Market Share by Market"* e non includono pertanto i volumi derivanti da *Off-Book On-Exchange*, *Internalisation* (IS) e OTC puro. I dati sono riferiti al periodo 15/12/2025 – 15/01/2026. Per ulteriori approfondimenti si rinvia al sito web: [Cboe Europe Market Share](#).

Nell'ottica di superare la frammentazione e favorire la creazione di mercati più profondi, liquidi e competitivi, il pacchetto MISP introduce modifiche significative al quadro MiFID II/MiFIR lungo alcune direttrici:

1. la **centralizzazione in capo all'ESMA della supervisione delle sedi di negoziazione significative a livello dell'Unione** (per dimensione dell'attività o rilevanza *cross-border*) e dei cosiddetti *Pan-European Market Operator (PEMO)*, nonché di tutte le entità del gruppo qualora ne faccia parte una sede significativa⁴. Alle **autorità nazionali** rimarrebbero **specifiche competenze**, tra cui la **market surveillance**, la **vigilanza sull'integrità dei mercati** e la **disclosure al mercato**, oltre a funzioni di supporto operativo e di cooperazione;
2. la **semplificazione dell'operatività dei gruppi** di mercato europei, con un'**esenzione completa da qualsiasi processo di autorizzazione o notifica degli accordi infragruppo** finalizzati alla ripartizione di risorse o funzioni tra entità appartenenti allo stesso gruppo, purché localizzate nell'UE. Al ricorrere di determinate condizioni (presenza di accordi di cooperazione di base e disposizioni per la gestione dei conflitti di interesse), tali accordi verrebbero a essere sottratti alla nozione di *outsourcing*;
3. l'innalzamento della **trasparenza delle negoziazioni** per **accrescere la visibilità sulla liquidità presente nel mercato** attraverso il rafforzamento del *consolidated tape* (ossia il sistema che aggrega la disponibilità dei dati di negoziazione provenienti dalle varie sedi UE)⁵;
4. **nuovi obblighi per gli internalizzatori sistematici**, chiamati ad aggiornare immediatamente le quotazioni per riflettere i movimenti di prezzo derivanti dall'esecuzione di ordini *retail* (quando il prezzo è superiore alla quotazione pubblica) e a trasmettere tali informazioni al *consolidated tape*.

Considerazioni

L'obiettivo dalla Commissione europea volto alla creazione di mercati dei capitali più profondi ed efficienti è **condivisibile** e in linea con gli indirizzi da lungo tempo perseguiti in ambito nazionale, da ultimo con la revisione in corso del Testo Unico della Finanza.

Secondo le ricordate analisi di impatto della Commissione europea e le evidenze disponibili, i fattori strutturali di segmentazione dei mercati europei che richiedono un intervento prioritario riguardano soprattutto le barriere nel *post-trading*, nell'accesso alle infrastrutture e ai dati di mercato.

In questa ottica, rimandando al paragrafo successivo l'analisi delle proposte relative al *post-trading* e all'accesso, le iniziative volte a riallineare gli oneri regolamentari, inclusi il miglioramento delle

⁴ Al momento in cui anche una sola entità del gruppo dovesse superare le soglie di significatività, tutte le *trading venues* del gruppo ricadrebbero sotto la supervisione dell'ESMA, indipendentemente dalla loro rilevanza a livello europeo.

⁵ In particolare, le modifiche proposte sono volte a offrire una visione più completa dell'interesse di negoziazione per azioni ed ETF (estendendo le informazioni pubblicate dal primo ai cinque migliori livelli di prezzo in acquisto e vendita con l'inclusione dei volumi disponibili e l'indicazione della sede di negoziazione di riferimento). È prevista, inoltre, la diffusione di un prezzo di chiusura ponderato per i volumi risultante dalle aste di chiusura di tutte le sedi contribuenti.

funzionalità del *consolidated tape* e gli **obblighi di trasparenza applicabili agli internalizzatori sistematici** rispetto a quelli gravanti sulle sedi di negoziazione risultano **meritevoli di considerazione**, in quanto funzionali a garantire una visione più completa della liquidità disponibile e a migliorare la comparabilità delle condizioni di esecuzione e l'efficienza del processo di formazione dei prezzi. Si evidenzia tuttavia che le prime potrebbero essere premature, stante l'attuale fase di primo sviluppo del *consolidated tape* per effetto della MiFIR *Review* adottata nel 2024, mentre le seconde appaiono ancora non sufficientemente incisive nell'agevolare l'indirizzamento dei volumi di *trading* verso piattaforme multilaterali e trasparenti.

Le modifiche che riguardano la centralizzazione della vigilanza in capo all'ESMA, l'introduzione di un regime volontario opzionale (PEMO) e l'*outsourcing* infragruppo richiedono, invece, una **attenta disamina**. Le proposte sembrano rispondere all'esigenza di consentire una più agevole gestione dei gruppi che operano con sedi di negoziazione in più Stati membri, riducendo così gli oneri gravanti su tali soggetti. Tale esigenza – certamente meritevole di attenzione – richiede un **bilanciamento** con i pregnanti **interessi pubblici** connessi alla gestione dei **mercati regolamentati** e alla **strategicità che essi rivestono per l'economia nazionale**.

Per il **contesto domestico**, la riforma comporterebbe la devoluzione di aspetti importanti della vigilanza ad ESMA sull'intero gruppo Borsa Italiana, facente parte di *Euronext*, comprensivo di tutte le infrastrutture di *trading* da essa gestite, ivi incluse quelle all'ingrosso su titoli di Stato, del depositario centrale e della controparte centrale stabiliti in Italia.

Le proposte in discorso, basate su una **struttura di vigilanza duale** in cui i **poteri nazionali di sorveglianza ed enforcement** coesisterebbero con la **supervisione** esercitata da **ESMA su profili organizzativi**, rischiano inoltre di **frammentare le responsabilità e indebolire l'accountability**. La cooperazione dell'ESMA con le autorità nazionali è al momento demandata a generici accordi bilaterali, privi di una definizione puntuale di contenuti, modalità operative e responsabilità decisionali (potrebbero essere declinati secondo le forme più varie, da una mera attività di scambio di informazioni all'istituzione di *team* di supervisione congiunti, senza uno schema prestabilito dal legislatore). Inoltre, le Autorità nazionali manterrebbero il proprio ruolo di vigilanza sull'integrità dei mercati (*market monitoring*, *market abuse*), pur non disponendo più di poteri per aree strettamente connesse con tali compiti, quali gli assetti organizzativi dei gestori dei mercati volti a garantire in concreto l'implementazione dei presidi per l'ordinato funzionamento dei mercati.

La vigilanza centralizzata può risultare adeguata rispetto a funzioni centralizzate dell'operatore dei mercati (ad es., armonizzazione delle metodologie di rischio), ma appare meno efficiente laddove siano determinanti la reattività locale e la conoscenza del contesto nazionale. È necessario preservare il valore aggiunto della **prossimità** delle autorità nazionali ai propri mercati locali e della maggiore capacità di intercettare tendenze, gestire specificità, intervenire tempestivamente in caso di necessità e urgenza.

Alla luce di tali elementi, si ritiene opportuno proporre un **assetto dell'architettura di vigilanza**, basato sulla **costituzione di collegi di vigilanza presieduti dall'ESMA**, nei quali si possa preservare la capacità delle autorità nazionali basata su esperienza, prossimità operativa e conoscenza approfondita dell'ecosistema domestico⁶. Un simile assetto garantirebbe un consolidamento e

⁶ A tal riguardo, nel definire la *governance* dei collegi di vigilanza si potrebbe valutare, *inter alia*, l'introduzione di un meccanismo di voto ponderato nell'ambito del processo decisionale.

condivisione della vigilanza delle sedi di negoziazione di rilevanza transfrontaliera, mantenendo il **necessario allineamento tra responsabilità di vigilanza e capacità di intervento operativo**.

Con specifico riferimento al **PEMO**, si ritiene che il regime vada opportunamente calibrato al fine di consentire una maggiore dialettica tra livello centrale e livello locale. Al riguardo, è necessario garantire che la gestione dei mercati nazionali in cui opera il PEMO sia affidata a **stabili organizzazioni locali del medesimo**, capaci di preservare **la prossimità con l'ecosistema domestico e mantenere i benefici legati a un modello ispirato al principio della sussidiarietà**. Tale prossimità faciliterebbe, ad esempio, l'accesso al mercato da parte delle PMI, che come noto costituiscono una parte preponderante del tessuto industriale italiano, preservando gli incentivi all'attività di investimento da parte degli investitori *retail*. Il modello permetterebbe altresì alle autorità competenti di svolgere un'effettiva vigilanza sull'ordinato funzionamento dei medesimi mercati, valorizzando la conoscenza del quadro giuridico nazionale e delle infrastrutture di mercato, e per le finalità di tutela degli investitori.

Da ultimo, con riferimento all'**outsourcing infragruppo**, in linea con le indicazioni provenienti dagli *standard setter* internazionali, si ritiene che vada applicato un **approccio più bilanciato** che non preveda una totale disapplicazione di ogni presidio di tutela, ma che mantenga un obbligo di notifica *ex ante* e meccanismi di *reporting* nei confronti delle autorità di vigilanza, così da garantire visibilità sull'effettiva operatività del gestore.

3. Le infrastrutture di post-negoziazione

Le proposte di modifica

Nel contesto europeo, le attività di *post-trading* fanno capo a una pluralità di infrastrutture e rimangono connotate da un significativo livello di frammentazione, a cui concorrono diversi fattori. Riguardo ai depositari centrali, il quadro normativo di riferimento, pur armonizzato dal Regolamento CSDR, continua a risentire di differenze tra ordinamenti e prassi operative. L'interconnessione tra infrastrutture è allo stato incompleta. L'impiego di T2S (TARGET2-*Securities*), la piattaforma gestita dall'eurosistema che permette il regolamento in moneta di banca centrale ai mercati aderenti T2S, è ancora sotto-ottimale. Un ulteriore profilo di attenzione concerne il livello di concentrazione delle attività su pochi grandi operatori. Questi fattori contribuiscono a mantenere elevati i costi e la complessità del regolamento transfrontaliero nell'Unione, incidendo sulla capacità del mercato unico di funzionare come "spazio operativo" davvero integrato.

Le infrastrutture di *post-trading* nell'Unione europea

Nell'ambito del *post-trading* e, in particolare, dell'insieme delle attività volte al trasferimento definitivo dei titoli, al pagamento e alla registrazione dell'operazione a conclusione delle fasi di negoziazione (c.d. fase del regolamento/*settlement*), un ruolo centrale è svolto dai depositari centrali di titoli (*Central Securities Depositories – CSD*), infrastrutture che registrano e custodiscono i titoli in forma scritturale e gestiscono il regolamento delle operazioni sugli stessi.

Dei 32 CSD attivi nella UE, oltre il 75% dei titoli complessivamente depositati presso CSD è riferibile ai primi 4 maggiori operatori⁷. Inoltre, 23 CSD risultano connessi a T2S (per permettere il regolamento fra due CSD in T2S è necessario che essi abbiano stabilito un *link* tra loro). Rappresentano un'importante eccezione i 2 principali CSD, il belga *Euroclear Bank* e il lussemburghese *Clearstream Banking Luxembourg*, ai quali sono riferibili circa metà dei volumi regolati nell'Unione. Le operazioni regolate tramite T2S rappresentano meno del 30% del valore complessivo delle transazioni regolate presso i CSD.

Secondo la Commissione europea, tale circostanza produce effetti negativi su costi e operatività. La componente *cross-border* del regolamento, ovvero quando l'operazione coinvolge CSD di Paesi diversi, resta limitata. Nel 2022 le istruzioni di regolamento *cross-border* sono meno del 20% del totale e, soprattutto, la quota di regolamento tra CSD diversi che passa per T2S rimane bassa (circa 3,7-3,8% nel 2024).

Sul piano dei costi, il *settlement* nell'Unione genera un onere complessivo nell'ordine di circa un miliardo di euro annui e le operazioni *cross-border* possono risultare da 2 a 6 volte più costose rispetto a operazioni domestiche comparabili.

La frammentazione implica altresì che, per servire clienti su più mercati, un intermediario debba collegarsi a più CSD (o appoggiarsi a soggetti terzi già collegati). I costi di connessione a un CSD possono variare tra 4 e 10 milioni di euro, con costi annui di mantenimento tra 0,5 e 3 milioni.

Il costo medio totale di regolamento per transazione per un cliente in Europa è stimato in circa 0,53 euro (circa 0,34 euro per le istruzioni su CSD connessi a T2S), a fronte di un valore indicativo di circa 0,25 euro in Nord America; applicare livelli di prezzo simili a quelli nordamericani porterebbe, in via teorica, a risparmi complessivi nell'ordine di grandezza di centinaia di milioni.

Fonte: *Analisi d'impatto della Commissione europea*, disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025SC0943>.

Per affrontare la frammentazione delle attività collegate al regolamento delle operazioni in titoli, la Commissione europea propone un pacchetto articolato di interventi regolamentari e di vigilanza. Gli **interventi regolamentari** sono raggruppabili in tre direttrici:

- **favorire l'integrazione dei sistemi di *post-trading*** al fine di consentire una più agevole e meno costosa attività di *trading* su base *cross-border*. A tal fine, la Commissione propone le seguenti modifiche a CSDR: (i) il **ricorso obbligatorio a T2S** per il regolamento delle operazioni nelle valute da questa supportate (al momento, euro e corona danese); (ii) l'introduzione di **obblighi di connessione tra depositari centrali**⁸. Sono inoltre proposte modifiche alle disposizioni riguardanti l'**accesso tra infrastrutture di *trading* e *post-trading*** contenute in MiFID II, MiFIR, EMIR e CSDR, con l'obiettivo di ridurre i tempi operativi ed evitare rifiuti ingiustificati, con attribuzione all'ESMA del ruolo di autorità responsabile ad adottare decisioni al riguardo;
- **consentire un più agevole sviluppo di soggetti pan-europei e semplificare l'operatività dei grandi gruppi che operano su base transfrontaliera**. A tale riguardo, la Commissione

⁷ Cfr. Annex 8, Analisi d'impatto Commissione europea (pp. 207-209).

⁸ In dettaglio, tale obiettivo verrebbe raggiunto prevedendo l'obbligo per ciascun CSD significativo di stabilire un *link* diretto con ogni altro CSD significativo esterno al proprio gruppo. Nel caso in cui due o più CSD significativi facciano parte dello stesso gruppo societario, dovrà essere designato un solo CSD significativo (c.d. *CSD hub*). È introdotto anche l'obbligo per ciascun CSD non significativo di stabilire un *link* diretto con almeno un CSD significativo/*CSD hub*, stabilendo un'esenzione per i CSD DLT. La proposta prevede anche l'introduzione della definizione di *relayed link*, ossia un *link* indiretto fra due CSD mediato da un terzo CSD.

propone una semplificazione delle **regole sul passaporto** per i depositari centrali e una procedura accelerata per l'**outsourcing infragruppo**;

- accrescere il livello di armonizzazione e ridurre la frammentazione normativa, specialmente in scenari transfrontalieri e nell'utilizzo di **tecnologie innovative** come la DLT. A tal fine, si propone una **riforma del quadro normativo in materia di settlement finality**, con la conversione della direttiva in un regolamento, nonché modifiche a CSDR volte a garantire l'ordinato sviluppo di CSD che operano tramite tecnologie DLT e che utilizzano, per il regolamento delle transazioni, *e-money token* conformi a MiCAR⁹.

Sul piano della **vigilanza**, la Commissione europea propone inoltre l'**accentramento in capo all'ESMA** delle funzioni di **supervisione diretta sui CSD e sulle CCP qualificati come "significativi"** sulla base di criteri riconducibili alla rilevanza dell'attività di *clearing/settlement*, alla marcata dimensione transfrontaliera (in almeno due Stati membri, oltre a quello di origine) o all'appartenenza a gruppi che comprendano altre infrastrutture di mercato significative, ed eliminazione dei collegi di vigilanza attualmente in essere¹⁰. La proposta contempla anche specifici accordi di cooperazione tra ESMA, autorità nazionali e BCE per disciplinare le modalità operative della nuova architettura di vigilanza. È rimesso alla discrezionalità dell'ESMA l'utilizzo di *team* di vigilanza congiunti¹¹, come previsto per DORA e per il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM). Per i **CSD e le CCP qualificati come "non significativi"**, la competenza della **vigilanza** resterebbe **in capo alle autorità nazionali, ma con un coordinamento rafforzato a livello europeo** mediate **collegi di vigilanza presieduti dall'ESMA**.

Considerazioni

Alla luce di una prima valutazione e ferma restando la necessità di alcuni aggiustamenti tecnici su specifiche disposizioni, **numerose proposte** in materia di *post-trading* **appaiono positivamente orientate a rimuovere rilevanti ostacoli e frizioni** all'attività *cross-border*.

L'obbligo per tutti i CSD di aderire direttamente a T2S per il regolamento delle operazioni e gli **obblighi di connessione diretta tra CSD** consentirebbero di superare l'attuale frammentazione dei flussi di liquidità nel regolamento delle transazioni. Con riferimento all'obbligo di

⁹ Il testo attuale del Regolamento CSDR non prevede divieti all'operatività di CSD tramite tecnologia DLT. Ad oggi, due CSD, *Euroclear e Clearstream*, hanno avviato piattaforme DLT, in aggiunta ai sistemi *legacy*, basandosi su CSDR. A questi si aggiunge il CSD *Prague* che ha invece ottenuto specifica autorizzazione ai sensi del Pilot Regime. Nella proposta della Commissione europea vengono apportate numerose modifiche per integrare esplicitamente il Regolamento CSDR con riferimenti all'operatività dei CSD DLT. A titolo esemplificativo: (i) introducendo esplicitamente la possibilità di regolare transazioni in titoli usando *e-money token*, (ii) chiarendo che l'utilizzo della DLT non costituisce *outsourcing* da parte del CSD DLT, (iii) prevedendo un nuovo articolo sui requisiti aggiuntivi che un CSD DLT deve rispettare per minimizzare i rischi specifici posti dall'uso della DLT, (iv) richiedendo che il database centrale ESMA sui CSD sia in grado di interfacciarsi con la DLT.

¹⁰ Relativamente ai depositari centrali, la costituzione dei collegi è obbligatoria quando il CSD rispetta determinati requisiti quantitativi. Per quanto concerne le CCP, la disciplina EMIR prevede che per ciascuna controparte centrale autorizzata sia istituito, da parte dell'autorità competente nazionale, un collegio di autorità interessate all'attività dell'infrastruttura, co-presieduto dall'autorità competente nazionale e dall'ESMA,

¹¹ Ossia team composti da personale dell'ESMA e delle autorità nazionali, ai quali affidare specifici task di vigilanza.

instaurare *link* indiretti, è invece necessario verificare che i relativi costi siano compensati dai benefici attesi.

Le proposte in tema di **accesso tra infrastrutture di trading e post-trading** appaiono **condivisibili nella loro finalità e nell'attribuzione all'ESMA del ruolo di autorità responsabile** degli accessi (a prescindere dall'attribuzione dei poteri di vigilanza sulle infrastrutture interessate all'Autorità europea o a quelle nazionali), in modo da assicurare uniformità di giudizio e semplificazione del processo. **Le previste modifiche alla disciplina** sull'accesso, tuttavia, **non** sembrano **idonee** a risolvere in modo pienamente efficace sovrapposizioni e incertezze interpretative dell'attuale quadro normativo. Si ritiene opportuno quindi creare un **nuovo testo organico** che includa tutte le previsioni in materia, superando l'attuale suddivisione delle disposizioni in molteplici fonti normative.

Si accolgono altresì con favore le proposte di semplificazione delle norme in tema di passaporto dei depositari centrali, sebbene sia da valutare il **mantenimento in capo alle autorità nazionali dei Paesi ospitanti** di poteri di vigilanza da attivare ove necessario *ex post* e di ultima istanza, in via sussidiaria rispetto all'autorità competente nazionale del CSD.

Permangono, invece, riserve sulle proposte in tema di **outsourcing infragrupo**: al pari di quanto sopra sostenuto per le infrastrutture di *trading* va garantito un quadro informativo a beneficio delle autorità nazionali, tale da consentire una effettiva conoscenza della allocazione delle funzioni all'interno del gruppo, soprattutto con riguardo a funzioni critiche.

Si ritengono condivisibili le proposte di modifica riguardanti l'**impiego delle tecnologie DLT da parte dei depositari centrali**. Con riferimento alla disciplina europea sulla *settlement finality*, si concorda con il ricorso a uno strumento di armonizzazione forte, pur permanendo taluni aspetti tecnici meritevoli di attenzione.

L'**accentramento in capo all'ESMA delle funzioni di supervisione diretta sui CSD e sulle CCP qualificati come "significativi"** merita una **attenta riflessione**. Con riferimento ai CSD, tale esigenza è accentuata dalla persistenza di differenze rilevanti tra gli ordinamenti nazionali quanto alla natura giuridica degli strumenti finanziari, ai modelli di tenuta dei conti, ai regimi di proprietà e ai meccanismi di tutela degli investitori. Di conseguenza, un modello di supervisione centralizzata rischia di operare su un quadro giuridico non uniforme, con conseguenti difficoltà nell'applicazione omogenea delle regole e nella gestione dei poteri ispettivi e di *enforcement*. Un modello di vigilanza integrata basato su **collegi di vigilanza** appare perciò più appropriato anche in questo ambito¹².

Con riguardo alle **CCP**, va inoltre considerato che manca una soluzione mutualistica di matrice europea al problema della **responsabilità fiscale** distinta degli Stati membri in presenza di un *default* di una controparte centrale, diversamente da quanto avviene nel caso delle banche. Si rammenta, infatti, che in situazioni eccezionali non si possono escludere, sulla base della disciplina di risanamento e risoluzione delle CCP (Regolamento EU 2021/23), interventi di sostegno finanziario di ultima istanza da parte dello Stato membro in cui la controparte centrale in crisi è stabilita, attraverso strumenti pubblici di stabilizzazione volti a favorirne la risoluzione.

¹² Si rinvia a quanto riportato alla nota 6.

4. La finanza digitale

4.1 DLT Pilot Regime

Le proposte di modifica

L'innovazione tecnologica costituisce un fattore chiave per la competitività e l'attrattività dei mercati dei capitali dell'Unione europea e per la loro capacità di sostenere il finanziamento dell'economia. In tale contesto, la diffusione delle tecnologie basate su registri distribuiti e della tokenizzazione presenta un significativo potenziale che incontra tuttora rilevanti ostacoli regolamentari.

Il Regolamento 2022/858/UE (c.d. "*DLT Pilot Regime*"), adottato per promuovere la sperimentazione della tecnologia DLT, non ha infatti prodotto gli effetti attesi a causa di un quadro normativo rigido, come confermato dal *feedback* dei principali *stakeholder* a varie consultazioni europee, da ESMA¹³ e da alcune autorità nazionali competenti.

In particolare, il 9 aprile 2025 la CONSOB ha adottato un comunicato congiunto con l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) nel quale ha proposto interventi tesi a rendere il quadro normativo più flessibile, ampliare l'ambito delle sperimentazioni (ad esempio innalzando i limiti di capitalizzazione per includere progetti di larga scala), sviluppare l'interoperabilità e l'innalzare la consapevolezza del mercato¹⁴.

Il DLT Pilot regime

L'adozione del Regolamento DLT si inserisce in un contesto di crescente diffusione dell'impiego delle nuove tecnologie nel settore finanziario, anche in ragione di aperture regolamentari registrate in alcune giurisdizioni extra UE come Regno Unito, Stati Uniti e Paesi asiatici.

In considerazione delle potenziali efficienze operative legate all'impiego delle tecnologie DLT, tra cui il regolamento delle operazioni in modalità istantanea, la semplificazione delle catene di intermediazione, la possibilità di accesso agli scambi in modalità continuativa (24/7), il legislatore europeo è intervenuto introducendo un regime pilota, di carattere sperimentale, volto a consentire alle c.d. "infrastrutture di mercato DLT" di negoziare e/o di regolare strumenti finanziari emessi o rappresentati in forma tokenizzata su piattaforme che utilizzano tecnologie a registro distribuito, allo scopo di favorire lo sviluppo della tecnologia innovativa nell'ambito dei mercati finanziari dell'Unione.

Il regime pilota si configura come una cornice derogatoria rispetto al quadro normativo ordinario, in particolare alla disciplina dettata da MiFID II e CSDR: gli operatori ammessi alla sperimentazione restano, in linea di principio, soggetti alla disciplina vigente, salva la possibilità di beneficiare di esenzioni mirate ed espressamente previste, concesse dalle autorità nazionali competenti a condizione che dimostrino il conseguimento degli obiettivi sottesi alle disposizioni derivate mediante misure compensative. L'accesso al regime è subordinato a un'autorizzazione accordata dalle autorità nazionali competenti (che è preceduta dal rilascio di un parere non vincolante da parte dell'ESMA) e a limiti soggettivi, oggettivi e dimensionali introdotti in funzione prudenziale, al fine di contenere i rischi connessi all'impiego di tecnologie ancora in fase di maturazione.

L'attuale regime normativo non ha prodotto gli effetti desiderati, essendosi registrata un'adesione limitata alla sperimentazione. A partire dalla data di applicazione nel marzo 2023, il *DLT Pilot Regime* ha attratto solo sei

¹³ Si veda il *Report on the functioning and review of the DLT Pilot Regime* disponibile al seguente link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA75-117376770-460_Report_on_the_functioning_and_review_of_the_DLTR_-_Art.14.pdf.

¹⁴ Si veda il comunicato congiunto CONSOB-AMF del 9 aprile 2025 (https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-consob-amf-9-aprile-2025/10194).

partecipanti: un sistema di regolamento DLT (*CSD Prague*), quattro sistemi di negoziazione e regolamento DLT (*21X*, *Axiology*, *Lise e Securitize*) e un sistema di negoziazione DLT (*360X*).

Pertanto, in parallelo, come precedentemente rilevato, numerose giurisdizioni extra-UE hanno adottato approcci più favorevoli allo sviluppo di soluzioni basate sui registri distribuiti e alla tokenizzazione, attraverso quadri normativi dedicati o *sandbox* regolamentari più flessibili rispetto al *Pilot Regime*. La Commissione europea osserva al riguardo che in assenza di ulteriori interventi, l'UE rischia un indebolimento della competitività dei propri mercati dei capitali e una crescente dipendenza da soluzioni tecnologiche sviluppate al di fuori dell'Unione.

Fonte: *Analisi d'impatto della Commissione europea*, disponibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025SC0943>

Alla luce dell'esperienza applicativa, la Commissione europea propone interventi tesi ad assicurare **requisiti regolatori più proporzionati e flessibili** per i partecipanti al *DLT Pilot Regime*, in modo da meglio riflettere il profilo di rischio e le caratteristiche delle attività basate su DLT, e a **rimuovere le principali barriere regolamentari** che ostacolano il raggiungimento di un'adeguata **scala operativa** e di un **orizzonte temporale** compatibile con investimenti sostenibili:

- **ampliamento dell'ambito oggettivo e soggettivo** del Regolamento¹⁵ e **rimozione delle soglie previste per prodotto**, aumentando il valore di mercato aggregato degli strumenti finanziari negoziati o registrati presso la singola infrastruttura di mercato DLT (dagli attuali 6 miliardi di euro a 100 miliardi);
- **possibilità**, per i soggetti che gestiscono infrastrutture di mercato DLT, **di ottenere** – previa richiesta all'autorità competente e adozione delle misure compensative da questa individuate – **ulteriori esenzioni** dal regime standard individuato da MiFID II e CSDR rispetto a quelle già espressamente individuate nella versione vigente del regime pilota;
- **regime semplificato** per le piccole imprese innovative (DLT TSS o SS¹⁶ con valore di mercato aggregato degli strumenti finanziari trattati inferiore ai 10 miliardi EUR);
- **rimozione del limite di durata massima** (attualmente pari a sei anni) di validità dell'autorizzazione a operare un'infrastruttura di mercato DLT ai sensi del regime pilota e a consentire maggiori opzioni e maggiore flessibilità in tema di regolamento della gamba contanti delle transazioni in strumenti finanziari DLT;
- ulteriori proposte che comportano innovazioni di carattere strutturale con impatti sull'architettura del *post-trading* e sulla platea dei partecipanti. Tra queste rientrano l'**estensione dell'accesso al regime pilota ai CASP**, e, in materia di supervisione, l'**attribuzione ad ESMA**, in determinati casi, di una **competenza di vigilanza diretta** e la costituzione di **collegi di supervisori** per la vigilanza sulle attività CSD svolte da un DLT SS/TSS.

¹⁵ Si tratta delle proposte volte ad ampliare l'ambito oggettivo e soggettivo del Regolamento, estendendo il regime pilota a tutti gli strumenti finanziari elencati nell'Allegato I, sezione C della MiFID II e includendo, sotto il secondo profilo, i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) tra i soggetti che possono operare un'infrastruttura di negoziazione DLT.

¹⁶ Si tratta, rispettivamente, dei *DLT trading and settlement system* (in questo caso i servizi connessi con il ciclo di vita di uno strumento finanziario sono prestati congiuntamente da un'unica infrastruttura di mercato) e dei *DLT settlement system* (in questo caso l'infrastruttura svolge solo attività di regolamento).

Considerazioni

Si accolgono con favore il ruolo più incisivo che ESMA potrebbe svolgere rispetto alle infrastrutture di mercato DLT e lo spirito delle proposte volte a rivitalizzare l'utilizzo del *DLT Pilot Regime*. Alcune iniziative si pongono in continuità con quanto già sostenuto da CONSOB e dalla stessa ESMA e sono in linea con l'obiettivo condiviso di accrescere la proporzionalità, la flessibilità e la scalabilità del *Pilot Regime*. Tra queste, appaiono **meritevoli di supporto l'estensione del novero degli strumenti finanziari** che possono beneficiare del regime sperimentale, **l'innalzamento delle soglie** sul valore di mercato aggregato degli strumenti finanziari trattati da un'infrastruttura di mercato DLT¹⁷, **l'estensione dell'ambito soggettivo** (con l'inclusione degli OTF), la **stabilizzazione della durata** del regime pilota.

L'introduzione di un **regime semplificato per le piccole imprese innovative** è senz'altro **condivisibile**, anche se meritano attenzione la numerosità e soprattutto la natura di molte delle esenzioni applicabili di default ai soggetti operanti in regime semplificato.

Si nutrono, invece, **riserve per l'estensione soggettiva** che consente l'accesso al regime pilota anche ai prestatori di servizi su cripto-attività (**CASP**). Tali soggetti, solo di recente attratti nel perimetro regolamentare, operano in un settore diverso rispetto a quello dell'intermediazione in strumenti finanziari. Per tale motivo, la combinazione all'interno della stessa entità di attività MiFID/CSDR e MiCAR, sebbene possa portare in teoria ad alcune economie di scala, potrebbe influire negativamente sulla segregazione del rischio e sui conflitti di interesse. Inoltre, già ora un prestatore di servizi in cripto-attività può ottenere anche una specifica autorizzazione in qualità di infrastruttura di mercato DLT, nel rispetto di CSDR o MiFID.

Del pari occorre considerare che l'estensione dell'**ambito oggettivo** del Regolamento permetterebbe all'**investitore al dettaglio un accesso diretto per negoziare in autonomia strumenti finanziari complessi, rinunciando ai presidi dell'investor protection** garantiti dalla presenza di un intermediario. Sembra al contrario preferibile permettere l'accesso diretto e disintermediato a prodotti finanziari complessi alla sola categoria degli investitori professionali.

4.2 I prestatori di servizi per le cripto-attività (CASP)

Le proposte di modifica

La proposta della Commissione europea di modifica del regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR) riforma in modo significativo la disciplina in materia di autorizzazione e vigilanza dei CASP, **trasferendo completamente all'ESMA** le funzioni e i compiti relativi ai CASP "specializzati" attualmente in capo alle autorità nazionali competenti.

¹⁷ Con riferimento all'innalzamento delle soglie si ritiene che il nuovo limite proposto (100 miliardi di euro), pur essendo coerente con l'obiettivo di consentire ai partecipanti al regime pilota di sviluppare economie di scala, potrebbe risultare troppo elevato (dato che supera di 20 miliardi la dimensione mediana di un CSD europeo). Pertanto, si reputano necessari ulteriori approfondimenti sul tema, in modo da verificarne i potenziali effetti sistemici.

All'Autorità europea verrebbe riconosciuta anche la **vigilanza sulle entità finanziarie (escluse le banche)** che **forniscono servizi per le crypto-attività** previa notifica, ai sensi del MiCAR, quando tali servizi costituiscono la c.d. "*main activity*". L'ESMA eserciterebbe anche i poteri previsti da altre normative europee in materia di servizi finanziari, sulla base di accordi di cooperazione con l'autorità nazionale competente che rilascia l'autorizzazione ai sensi della relativa normativa europea di settore.

Considerazioni

L'attribuzione di competenze di **vigilanza** all'ESMA sui CASP può ritenersi giustificata **esclusivamente nei confronti dei soggetti significativamente attivi su base transfrontaliera**, di grandi dimensioni. Una vigilanza europea su tali soggetti consentirebbe sin da subito di stabilire un uniforme livello di tutela dei clienti, indipendentemente dalla loro localizzazione, nonché di creare un centro di competenze forte a livello centralizzato presso ESMA sulla finanza digitale.

L'assetto di vigilanza centralizzato risulterebbe, invece, inefficiente e di scarsa efficacia per gli **operatori a dimensione solo locale**, solitamente di minori dimensioni, e si discosterebbe dal **principio di sussidiarietà**, secondo cui l'intervento a livello unionale è giustificato solo laddove gli obiettivi dell'azione proposta non possano essere adeguatamente conseguiti dai singoli Stati membri. Per i CASP caratterizzati da un'operatività limitata all'ambito domestico, rimane preferibile l'attribuzione delle **funzioni di vigilanza alle autorità nazionali**, le quali, grazie alla prossimità al mercato e agli operatori, sono in grado di garantire una tutela più efficiente della clientela, in particolare *retail*. In tale contesto, l'ESMA potrebbe svolgere un **ruolo di coordinamento** della supervisione esercitata dalle autorità nazionali, al fine di assicurare adeguati livelli di **convergenza delle prassi di vigilanza**.

In tal senso, risulta centrale la nozione di CASP "significativo", che potrebbe definirsi integrando la variabile dimensionale attualmente prevista dal MiCAR ai fini della significatività (numero di "utenti attivi" nell'Unione) con ulteriori criteri, quali la distribuzione territoriale dei clienti serviti. Seguendo questo approccio, la quasi totalità dei CASP di diritto italiano (attualmente in fase di autorizzazione) sarebbe sottoposta ad attività di vigilanza a livello nazionale, mentre i grossi operatori internazionali, con una spiccata vocazione transnazionale, passerebbero dalla vigilanza del Paese d'origine (che spesso è espressione di una parte assolutamente minoritaria della base di clientela servita) alla vigilanza dell'ESMA.

5. La gestione collettiva del risparmio

Il settore della gestione collettiva del risparmio ha conosciuto un significativo sviluppo nell'ultimo decennio rimanendo tuttavia connotato, secondo la Commissione europea, da una frammentazione di natura normativa e nelle prassi di vigilanza adottate a livello domestico che ne precluderebbero la piena integrazione a livello europeo.

La gestione collettiva del risparmio nell'Unione europea

Secondo i dati riportati dalla Commissione europea nell'*Impact assesement*, il settore della gestione collettiva nell'UE è cresciuto in modo significativo, con il valore netto degli attivi gestiti pari, a fine 2024, a 20,5 trilioni di euro, quasi raddoppiato (+95%) rispetto al 2014. A livello mondiale, l'Unione europea risulta quindi essere il secondo mercato, preceduto dagli Stati Uniti (per i quali il dato si attesta a 39,2 trilioni di dollari) e seguito dal Regno Unito (2,4 trilioni di sterline) rappresentando circa il 29% del valore netto globale degli attivi nel 2024¹⁸.

Il mercato europeo si caratterizza per un elevato grado di diversificazione, con circa 65 mila fondi (30 mila fondi UCITS e 35 mila fondi alternativi) e una bassa concentrazione di mercato (negli Stati Uniti i fondi sono, invece, circa 7.500, mentre nel Regno Unito circa 3.300).

La media delle masse gestite da un fondo domiciliato nella UE risulta pari a 313 milioni di euro, mentre il dato si attesta a 2,3 miliardi per un fondo statunitense e a 660 milioni nel Regno Unito. Anche il numero di gestori di attivi presenti in Europa, pari a circa 6.200 (di cui 1.700 gestori di fondi armonizzati e 4.500 gestori di fondi alternativi), risulta particolarmente alto, mentre nel Regno Unito raggiunge circa 1.000 gestori¹⁹.

Nel confronto con altre aree economiche, i costi per gli investitori nell'Unione europea, sebbene gradualmente diminuiti nel corso degli anni, rimangono più elevati.

Fonte: *Analisi di impatto della Commissione europea*, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025SC0943>.

L'elevato grado di frammentazione ridurrebbe la possibilità per i fondi europei di sviluppare economie di scala a beneficio dei gestori e degli investitori e sarebbe associata, *inter alia*, alla prevalente distribuzione dei fondi entro i confini nazionali, a discapito della distribuzione su base transfrontaliera attraverso l'utilizzo del c.d. passaporto del prodotto.

Tali assunti, tuttavia, sembrano smentiti dall'evidenza relativa al contesto domestico, poiché circa **l'80% dei fondi distribuiti in Italia** (circa 15 mila) **sono domiciliati in altri Stati europei**²⁰.

Le ragioni della frammentazione del settore a livello europeo sembrano risiedere, quindi, nelle differenze nelle preferenze degli investitori tra Paesi europei²¹ e nei diversi canali distributivi adottati a livello domestico, oltre che a differenze nel trattamento fiscale.

Un ulteriore fattore che secondo la Commissione europea limiterebbe la possibilità per gli operatori di gestire fondi domiciliati in altri Paesi dell'Unione sono i requisiti in tema di depositario. La normativa europea di riferimento (Direttiva 2011/61/UE, "AIFMD", e Direttiva 2009/65/CE, "Direttiva UCITS"), infatti, obbliga i gestori a nominare un depositario autorizzato nello stesso Stato ove il fondo è domiciliato, a tutela dei sottoscrittori. La recente revisione di AIFMD prevede limitate

¹⁸ EFAMA *Factbook* 2025, disponibile a questo link: https://www.efama.org/sites/default/files/fact-book-2025_lowres.pdf.

¹⁹ Data la differenza dei mercati di riferimento, e la centralità negli Stati Uniti d'America della figura del *financial advisor*, non vi sono dati comparabili per il mercato statunitense.

²⁰ Dati a fine febbraio 2026 elaborati sulla base delle segnalazioni di vigilanza ricevute dalla CONSOB.

²¹ Fuori dai casi di prodotti altamente standardizzati, quali fondi che replicano indici o che hanno politiche di investimento meno specializzate in termini di *asset class* e di esposizione geografica, le diverse preferenze di investimento dei risparmiatori nei vari Stati membri potrebbero incentivare i gestori a predisporre prodotti dedicati, che meglio si adattano ad alcuni Paesi rispetto ad altri.

deroghe a tale obbligo, consentendo la nomina di depositari autorizzati in altri Stati membri al ricorrere di specifiche condizioni e previa autorizzazione dell'autorità competente e qualora gli Stati membri abbiano scelto di avvalersi di tale possibilità.

Infine, la possibilità dei gestori di operare su base transfrontaliera troverebbe un ostacolo anche nel mancato riconoscimento della dimensione di gruppo. Infatti, secondo la normativa vigente, i gruppi di gestori collettivi operano sulla base delle autorizzazioni delle singole società di gestione e i requisiti organizzativi devono essere soddisfatti a livello di ciascuna società di gestione individuale. In caso di delega di funzioni tra società del gruppo risultano applicabili le medesime norme applicabili in caso di delega a una società esterna al gruppo e ciò, secondo la Commissione europea, sarebbe eccessivamente limitante per i gestori.

Proposte di modifica

Per superare gli ostacoli all'attività transfrontaliera dei fondi e dei gestori, le principali proposte di modifica avanzate dalla Commissione europea sono riconducibili alle seguenti direttrici:

- **rafforzamento delle procedure di passaportazione** dei fondi attraverso la costituzione di un'apposita piattaforma per le notifiche gestita dall'ESMA;
- **introduzione della definizione di “gruppo di gestori” e definizione della vigilanza sui c.d. *large group*** (sia nella direttiva UCITS sia nella AIFMD) e attribuzione all'ESMA del compito di svolgere – in cooperazione con le autorità *home* dei singoli gestori e su base almeno annuale – **una review sul gruppo**. Per le deleghe di funzioni infragruppo, viene previsto un regime speciale, stabilendo che lo svolgimento di specifiche funzioni non è soggetto agli ordinari requisiti della delega;
- **rafforzamento dei poteri di convergenza dell'ESMA** rispetto ad attività transfrontaliere²², per gestire conflitti nelle azioni di vigilanza adottate dalle autorità dello Stato membro di origine e dello Stato ospitante²³;
- **eliminazione dei poteri di vigilanza diretta delle autorità del Paese ospitante sulle comunicazioni di *marketing* di fondi commercializzati su base transfrontaliera**. Nel caso in cui tali comunicazioni non fossero conformi ai principi stabiliti dalla normativa, l'autorità del Paese ospitante non avrebbe più il potere di richiedere misure correttive direttamente al gestore del fondo, ma dovrebbe interagire con l'autorità dello Stato

²² In particolare, per gli UCITS per i profili legati all'operatività su base transfrontaliera in regime di libera prestazione; per i gestori di FIA, per gli aspetti riferibili all'operatività tramite passaporto gestore; per entrambi i gestori, per i profili connessi alla vigilanza sui depositari che operano su base transfrontaliera.

²³ Nel dettaglio, la proposta assegna all'Autorità europea i compiti di: identificare su base continuativa le eventuali azioni di vigilanza che risultano divergenti, sovrapposte, ridondanti o lacunose; nelle situazioni sopra menzionate, proporre alle autorità nazionali azioni correttive; qualora le autorità nazionali non si adeguino, assumere, senza ritardo, almeno uno dei poteri rispettivamente in tema di violazione del diritto dell'Unione, carenza della vigilanza in sede di approvazione di prodotti, servizi o soggetti finanziari e risoluzione delle controversie tra autorità competenti in situazioni transfrontaliere (artt. 17, 17aa, 19 del regolamento istitutivo dell'ESMA - c.d. ESMAR); sospendere l'operatività del gestore o del depositario in uno Stato ospitante qualora tale attività non risulti più conforme alla direttiva, ovvero le autorità nazionali o gli *stakeholders* non si adeguino alle decisioni adottate o richieste dall'ESMA; pubblicare, su base almeno annuale un report delle attività svolte in tale ambito.

membro di origine; nella proposta è previsto un intervento opzionale di ESMA nel caso in cui le due autorità nazionali fossero in disaccordo;

- **revisione da parte dell'ESMA**, ogni due anni, **sulla coerenza dei contributi di vigilanza applicati dalle autorità nazionali** e trasmissione di un report alla Commissione europea. L'Autorità europea avrebbe inoltre il potere di imporre contributi di vigilanza sui gestori operativi su base transfrontaliera a fronte dei processi di passaportazione e de-notifica veicolati per il tramite della piattaforma ESMA. Tali contributi di vigilanza si aggiungerebbero a quelli imposti dalle autorità nazionali.

Tra le altre proposte significative in materia di gestione collettiva, si ricorda infine quella tesa a modificare le norme che si applicano ai gestori per la **designazione del depositario**, prevedendo la possibilità di designare un depositario stabilito in uno Stato membro diverso da quello del fondo UCITS a condizione che il depositario sia un istituto di credito autorizzato a prestare servizi in altri Stati membri in base alla Direttiva 2013/36/EU.

Considerazioni

Si accolgono **con favore** le proposte relative alla **semplificazione della passaportazione** e alla creazione di una **piattaforma** centralizzata per le notifiche.

Viceversa, desta perplessità l'approccio conservativo, che prevede l'attribuzione ad **ESMA di limitati poteri di convergenza delle prassi di vigilanza per i gruppi di maggiori dimensioni** in un ambito in cui sono evidenti le esigenze di maggiore uniformità nelle prassi di vigilanza adottate dalle autorità nazionali.

Si ritiene, invece, auspicabile una maggiore convergenza attraverso l'istituzione di **collegi di supervisori** relativamente alle grandi case prodotte di fondi di investimento commercializzati in più Stati dell'Unione, valorizzando la **prossimità delle autorità dei Paesi ospitanti** meglio in grado di attivare i presidi a tutela di tutti degli investitori locali.

Si nutrono, inoltre, riserve per la **limitazione dei poteri di vigilanza delle autorità del Paese ospitante** sulle **comunicazioni di marketing**, poiché può risultare pregiudizievole per la protezione degli investitori domestici. In Paesi importatori, quali l'Italia, in cui i fondi commercializzati sono in larga parte rappresentati da fondi di diritto estero, la **possibilità per l'autorità del Paese ospitante di contattare direttamente il gestore per richiedere eventuali modifiche** alle comunicazioni di *marketing* risulta **dirimente** al fine di assicurare, nel territorio dello Stato ospitante, appropriati livelli di **tutela degli investitori** e una **tempistica** di intervento compatibile con il breve lasso temporale in cui sono tipicamente condotte le campagne di *marketing*.

Il modello proposto dalla Commissione europea richiede alle autorità del Paese ospitante di rivolgersi alle autorità del Paese di origine e, in caso di non cooperazione, all'ESMA, delineando un processo peggiorativo rispetto alla situazione attuale, a meno di non imporre tempi di reazione rapidissimi, e comunque commisurati alla durata delle campagne di offerta, e un ruolo suppletivo di ESMA per inattività della *home competent authority*. Il fatto che le comunicazioni di *marketing* sono necessariamente condotte nella lingua ufficiale del Paese ospitante rende ancora più critico affidare la vigilanza all'autorità nazionale del Paese di origine.

L'attività pubblicitaria dei fondi in Italia e la vigilanza della CONSOB

L'attività pubblicitaria relativa ai fondi comuni commercializzati in Italia risulta significativa così come la correlata attività di scrutinio della CONSOB, come si evince dalla tabella seguente che riporta il numero di annunci ricevuti dall'Autorità nell'ultimo triennio relativi a OICR italiani ed esteri oggetto di offerta al pubblico, cioè commercializzati ad investitori *retail*.

ANNO	ITA	UE	totale
2023	334	772	1106
2024	371	618	989
2025	487	603	1090

In merito ai suddetti annunci, la CONSOB svolge un'attività di vigilanza con approccio *ex-post* ai sensi dell'art. 101 del TUF, secondo criteri di analisi definiti dalle linee guida ESMA pubblicate nel 2021 (02/08/2021 | ESMA34-45-1272) e a cui la CONSOB si è conformata.

L'attività di supervisione si concretizza – ove necessario - in contatti diretti con i soggetti vigilati volti ad ottenere una rappresentazione delle informazioni nell'annuncio conforme ai suddetti criteri. In particolare, i punti qualificanti dello scrutinio riguardano le informazioni riportate nella comunicazione di *marketing*, che dovranno risultare coerenti con le informazioni fornite nella documentazione regolatoria (prospetto e regolamento di gestione) e le prospettive di rendimento, che non dovranno risultare eccessivamente enfattizzate rispetto ai profili di rischio e di costo che connotano il fondo.

Nel contesto di tale attività, nel periodo 1° febbraio 2023 – 31 dicembre 2025 sono state veicolate 115_richieste di modifica degli annunci. In tutti i casi, i soggetti vigilati, raggiunti per le vie brevi, hanno provveduto a modificare gli annunci nel senso indicato dalla CONSOB.

In merito alla tempistica, le attività si sono svolte nell'arco di qualche giorno o comunque di una settimana, in modo da soddisfare esigenze di tempestività legate alla durata della campagna di marketing (in media pari a circa due settimane). L'attivazione e l'espletamento di eventuali procedure di cooperazione con le Autorità dell'*home country* potrebbero richiedere anche diversi mesi ed in ogni caso un periodo eccedente la durata della campagna.

Con riferimento ai **contributi di vigilanza**, suscita **perplexità** l'attribuzione all'**ESMA** del potere di **imporre direttamente contributi ai fondi e ai gestori operativi su base transfrontaliera** a fronte della gestione della piattaforma dedicata alle notifiche. La disposizione implica inevitabilmente **sovrapposizioni** con i contributi di vigilanza applicati ai medesimi soggetti dalle autorità nazionali a fronte delle proprie (e confermate) competenze di vigilanza, sovrapposizioni che si potrebbero evitare continuando ad applicare l'attuale regime di finanziamento dell'ESMA. È, altresì, **meritevole di attenzione il compito attribuito all'ESMA** di svolgere una **revisione** su base biennale in merito alla **coerenza dei contributi di vigilanza** applicati dalle autorità nazionali rispetto alla vigilanza svolta, **che non trova precedenti in altri settori dell'industria finanziaria e attiene a prerogative prettamente nazionali**.

Infine, l'introduzione di una **maggiore flessibilità nella designazione del depositario** presenta **profili di interesse purché accompagnata da una completata armonizzazione delle regole** in materia onde poterne cogliere appieno le opportunità ed evitare situazioni di *unfair competition*.

6. La riforma dell'ESMA

Le proposte di riforma

Il pacchetto di riforma prevede un significativo intervento sul Regolamento istitutivo dell'ESMA (Regolamento (UE) n. 1095/2010, "ESMAR") in tema di ***governance***, in conseguenza dell'attribuzione delle già ricordate **competenze di vigilanza diretta** concernenti:

- le piattaforme di *trading* considerate significative nell'UE, nonché i relativi gestori;
- le piattaforme di *trading* autorizzate come PEMO;
- i depositari centrali e le controparti centrali considerati significativi per l'UE in forza della loro rilevante attività di *clearing/settlement* e della loro marcata dimensione transfrontaliera o appartenenza a gruppi che comprendono altre infrastrutture di mercato significative;
- i CASP specializzati nonché le entità finanziarie che forniscono servizi su cripto-attività in misura prevalente;
- talune infrastrutture di mercato DLT.

Sul piano della *governance*, si propone la **sostituzione del *Management Board* con un *Executive Board*** composto da membri indipendenti a tempo pieno, nonché la **revisione della composizione e delle funzioni del *Board of Supervisors***, che rimane l'organo centrale dell'ESMA per l'indirizzo generale e per le decisioni in materia regolamentare e di convergenza della vigilanza.

Le proposte di modifica alla governance dell'ESMA

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

Nell'ambito dei meccanismi di *check&balance* definiti rispetto alla nuova *governance*, al *Board of Supervisors* (BoS) parteciperanno anche i membri dell'*Executive Board*, che in qualità di membri votanti contribuiranno alle decisioni in materia di convergenza della vigilanza, assicurando un bilanciamento tra le specificità nazionali e l'interesse comune dell'Unione. Il BoS potrà sollevare obiezioni alle principali decisioni di vigilanza adottate dall'*Executive Board*, che è tenuto a riferire periodicamente al BoS sulle attività svolte e potrà richiedere pareri su questioni di vigilanza.

L'attribuzione di funzioni di vigilanza diretta è accompagnata da un ulteriore intervento di modifica del regolamento istitutivo di ESMA concernente il suo **meccanismo di finanziamento**, diretto all'introduzione di una disciplina unitaria concernente **l'imposizione e la riscossione delle commissioni per i mandati di vigilanza diretti**.

Sotto altro ma connesso profilo, si afferma che i **costi relativi alle nuove funzioni** attribuite all'ESMA dalla medesima direttiva, che **non siano coperti tramite contributi di vigilanza**, debbano essere finanziati per il **50% da fondi dell'Unione e per il 50% tramite contributi delle autorità nazionali competenti** (diversamente dalle funzioni già attribuite all'ESMA prima del MISP, il cui finanziamento dovrebbe rimanere determinato nel rapporto 40% bilancio UE e 60% da autorità nazionali).

Infine, gli interventi sul regolamento istitutivo dell'ESMA in materia di *governance* e *funding* sono accompagnati da un significativo rafforzamento del ruolo e dei poteri dell'Autorità europea nell'attività di convergenza delle prassi di vigilanza delle autorità nazionali e di risoluzione delle eventuali controversie tra le medesime in relazione a casi di operatività *cross-border* del soggetto vigilato (*breach of EU law, binding mediation, collaboration platforms, peer reviews*)²⁴.

Considerazioni

Con riguardo alle proposte di **riforma della vigilanza**, nel rimandare alle considerazioni dei paragrafi precedenti, si sottolinea la necessità che una maggiore integrazione della vigilanza a livello europeo segua un **approccio graduale**. In generale, come già evidenziato, si ritiene preferibile introdurre *ex lege* **collegi di vigilanza – presieduti da ESMA** – che assumano la competenza di vigilanza su determinate **infrastrutture di mercato** che presentano **caratteri di significatività** a livello europeo o nel caso di **gestori del risparmio con rilevanti attività cross-border**. Il passaggio a tale assetto incentrato sul collegio appare, infatti, la naturale evoluzione del modello attuale e, tramite il coinvolgimento di ESMA in funzione di coordinamento e di arbitro tra le autorità nazionali, capace di fornire le risposte all'esigenza di una vigilanza convergente a livello europeo, favorendo al contempo la graduale acquisizione di specifiche competenze di vigilanza presso tale autorità, necessarie per l'eventuale attribuzione in futuro di funzioni di vigilanza dirette.

Quanto alle modifiche in tema di *governance* e di quelle volte al rafforzamento dei poteri di **supervisory convergence** dell'autorità, in generale esse sono **in linea con le esigenze di riforma evidenziate dalla CONSOB** nelle consultazioni pubbliche svolte nel corso del 2025. La creazione dell'*Executive Board* risponde alla necessità di efficientare il processo decisionale (soprattutto su attività di vigilanza) e rafforzare una prospettiva pan-europea, ferma la previsione di adeguati meccanismi di *check & balance* che coinvolgano il *Board of Supervisors*. In modo simile, anche il rafforzamento dei poteri e degli strumenti di convergenza delle prassi di vigilanza in capo all'ESMA è meritevole di supporto, e da ulteriormente rafforzare, con l'obiettivo di evitare forme di arbitraggio e ad assicurare certezze nei rapporti tra autorità *home* e *host* in relazione all'operatività transfrontaliera dei soggetti vigilati.

Infine, si esprime **condivisione** per il **mantenimento di un modello di finanziamento misto dell'ESMA**, costituito in parte da *fee* obbligatorie di vigilanza raccolte dai soggetti direttamente

²⁴ I nuovi poteri attribuiti all'ESMA consistono in: a) subordinare l'esito di un processo di autorizzazione a un suo parere obbligatorio, qualora sia identificato un "fallimento" di vigilanza in capo all'autorità nazionale autorizzante ad esito di una *peer review* (art. 17aa ESMAR); b) sospendere l'autorizzazione alla prestazione dei servizi *cross-border* in caso di fondati sospetti di violazione gravi della normativa UE di L1 e L2, o di quella nazionale di recepimento, da parte dei soggetti vigilati, in presenza di un contegno inerte da parte dell'autorità nazionale competente e di rischi per l'integrità dei mercati finanziari, la stabilità finanziaria o la tutela degli investitori (art. 17aaa ESMAR).

vigilati da ESMA, in parte da contribuzioni a carico del bilancio dell'Unione e delle autorità competenti nazionali. Al riguardo, si segnala, tuttavia, la necessità di **aumentare la quota a carico del bilancio dell'UE**, estendendo la proporzione 50-50 anche alle funzioni assegnate a ESMA antecedentemente al MISP o invertendo l'attuale distribuzione percentuale di finanziamento (i.e. 40% a carico delle autorità nazionali e 60% a carico del bilancio dell'UE).