

Camera dei Deputati  
XIV Commissione Politiche dell'Unione europea

**Proposte di Regolamenti COM (2025) 943 *final*  
e COM (2025) 941 *final* e di  
Direttiva COM (2025) 942 *final*  
sull'integrazione dei mercati finanziari**  
(Market Integration Package)

Memoria della Banca d'Italia

Roma, 27 febbraio 2026



## Sintesi

Il 4 dicembre del 2025 la Commissione europea ha pubblicato una serie di proposte legislative volte a favorire l'integrazione dei mercati finanziari della UE (*Market Integration Package*), nell'ambito del più ampio progetto di Unione dei risparmi e degli investimenti a sostegno della crescita e della competitività dell'Unione.

L'iniziativa fa seguito ai rapporti di Mario Draghi ed Enrico Letta, che hanno evidenziato come l'economia europea soffra di debolezze strutturali che la penalizzano nel confronto con altre importanti giurisdizioni e ne limitano l'autonomia strategica: i mercati europei sono ancora troppo frammentati e inefficienti per riuscire a canalizzare efficacemente il risparmio verso gli investimenti nei settori strategici di cui l'Unione ha bisogno. Con riferimento ai mercati finanziari, rilevano in particolare la frammentazione delle infrastrutture di negoziazione e post-negoziazione, un quadro normativo ancora non sufficientemente armonizzato, prassi di vigilanza diverse tra paesi. A ciò si aggiunge che trasferire i capitali verso paesi non UE è spesso più semplice che trasferirli tra paesi dell'UE.

In questo contesto, l'iniziativa della Commissione mira a superare alcuni degli elementi che ostacolano la finanza per l'innovazione, con l'obiettivo finale di rilanciare la crescita e la competitività. In particolare, le misure proposte puntano a promuovere un sistema di regole e controlli di vigilanza più integrato, in grado di rendere più agevole l'operatività transfrontaliera degli intermediari e dei gruppi di infrastrutture. A tal fine la proposta modifica, anche in modo incisivo, le normative sui mercati, sulle infrastrutture di mercato, sulla gestione del risparmio e sui prestatori di servizi per le crypto-attività (*crypto-assets service providers*, CASP), nonché il Regolamento istitutivo

dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)<sup>1</sup>. Essa vede come elemento trainante per l'integrazione dei mercati l'accentramento presso l'ESMA della vigilanza sulle infrastrutture di mercato significative (sedi di negoziazione e gruppi di sedi di negoziazione, controparti centrali, depositari centrali). Si prevedono anche l'accentramento della vigilanza su tutti i CASP; il rafforzamento dei poteri dell'ESMA di promuovere la convergenza nell'applicazione delle regole e nelle prassi con riflessi, in particolare, per il settore del risparmio gestito; la revisione della governance dell'ESMA.

Nel complesso, si condividono gli obiettivi di fondo della proposta, che appaiono coerenti con gli sforzi dell'Unione europea volti a rafforzare la competitività e l'autonomia strategica e, più in particolare, con le iniziative finalizzate al completamento di un mercato dei capitali europeo pienamente integrato.

Tuttavia, si ritiene che la proposta risulti per alcuni aspetti incompleta, per altri non ancora sufficientemente articolata, per altri ancora da rivedere. In particolare, a fronte del forte accentramento presso l'ESMA della vigilanza in materia di infrastrutture di mercato significative, la proposta non affronta il tema della gestione di un'eventuale crisi di un operatore di tali infrastrutture. Inoltre, tale accentramento sembrerebbe lasciare un ruolo del tutto marginale alle autorità nazionali competenti e, al contempo, forzerebbe l'ESMA a dotarsi in tempi molto sfidanti di competenze che attualmente non possiede. In tal senso, un approccio più attento al principio di sussidiarietà consentirebbe alle autorità nazionali di mantenere un ruolo pregnante nella vigilanza delle infrastrutture dei mercati finanziari, considerata la loro rilevanza strategica per i singoli paesi. Medesime considerazioni possono essere formulate con riferimento alla proposta di accentrare la vigilanza su tutti i CASP: a fronte di una maggiore uniformità del mercato europeo delle crypto-attività, si correrebbe il rischio di sovraccaricare compiti e struttura

---

<sup>1</sup> La proposta di Regolamento modifica 14 regolamenti europei, tra i quali il Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (Mifir), il Regolamento sui derivati *over the counter*, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR), il Regolamento sui depositari centrali di titoli (CSDR), il Regolamento sul regime pilota per le infrastrutture di mercato DLT, il Regolamento sulla distribuzione *cross-border* dei fondi di investimento, il Regolamento istitutivo dell'ESMA, il Regolamento MICAR. La proposta di Direttiva modifica tre direttive: la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (UCITS), la Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM) e la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID). Infine, la Direttiva sulla definitività del regolamento di pagamenti e transazioni in titoli (*Settlement Finality Directive*) è trasformata in un Regolamento.

dell'ESMA e di non valorizzare adeguatamente il contributo delle autorità nazionali. Un'alternativa potrebbe essere l'attribuzione all'ESMA della vigilanza sui soli CASP “significativi”, purché la “significatività” rifletta la complessità dei rischi assunti.

Con riferimento alle modifiche nel comparto del risparmio gestito, la proposta appare incompleta in quanto non configura un quadro normativo europeo unificato (*single rulebook*), indispensabile per una piena ed efficace integrazione. Anche sul piano della vigilanza, il solo rafforzamento dei poteri di convergenza in capo all'ESMA appare meno funzionale rispetto ad altre opzioni che possano egualmente favorire una maggiore integrazione del sistema, quali i collegi di supervisori o modelli già sperimentati in altri comparti del settore finanziario, come quello del Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*) nel caso delle banche.

Infine, per quanto riguarda la revisione della governance dell'ESMA si riterrebbe opportuno assicurare un maggiore equilibrio tra indipendenza decisionale e mantenimento di un ruolo attivo da parte delle autorità nazionali, secondo un principio di proporzionalità sperimentato con successo in altri casi (si pensi al Meccanismo di vigilanza unico sulle banche).

Di seguito si svolgono alcune considerazioni più puntuali sugli atti normativi europei in parola.

## **1. Le infrastrutture di mercato**

La proposta trasferisce all'ESMA poteri di vigilanza diretta sulle infrastrutture di mercato “significative”<sup>2</sup>. Per le controparti centrali (*central counterparties*, CCP) e i depositari centrali (*central securities depositories*, CSD), l'ESMA subentrerebbe alle autorità nazionali competenti in tutte le funzioni di vigilanza; nel caso delle sedi di negoziazione, l'ESMA subentrerebbe alle autorità nazionali competenti nella vigilanza sui gestori dei mercati, mentre rimarrebbero in capo alle autorità nazionali il monitoraggio della piattaforma di mercato e l'esercizio di poteri a ciò connessi<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> La significatività è definita sulla base di soglie quantitative di attività in strumenti finanziari; anche l'appartenenza di un'infrastruttura a un gruppo in cui vi siano altre infrastrutture è tra i criteri che determinano l'assoggettamento alla vigilanza dell'ESMA.

<sup>3</sup> Ad es., l'eventuale intervento in caso di eccessiva volatilità dei prezzi e i poteri sugli abusi di mercato.

Per i soggetti sottoposti a vigilanza diretta, si prevede che l'ESMA stabilisca con le autorità nazionali di vigilanza<sup>4</sup> accordi di cooperazione, definiti in modo diverso a seconda del settore. In particolare, nei casi in cui le funzioni di vigilanza passino all'ESMA, gli accordi servirebbero a consentire il trasferimento ordinato delle competenze dall'autorità nazionale all'ESMA e potrebbero essere modificati nel tempo, di pari passo con l'aumento della capacità autonoma dell'agenzia. Gli accordi sarebbero approvati dall'*Executive Board* dell'ESMA (cfr. il paragrafo 4), che darebbe istruzioni alle autorità coinvolte sui compiti da svolgere.

La proposta contiene anche altre innovazioni significative. Per agevolare l'operatività transfrontaliera dei gruppi, essa introduce nel Regolamento Mifir il concetto di *Pan-European Market Operator* (PEMO), un regime opzionale che consente alle persone giuridiche che gestiscono sedi di negoziazione in più Stati membri di farlo sulla base di un'unica autorizzazione dell'ESMA (che sarebbe anche l'autorità di vigilanza). Oggi la Direttiva Mifid II prevede che ogni mercato regolamentato sia autorizzato individualmente, obbligando i gestori attivi in più paesi a chiedere un'autorizzazione per ogni mercato gestito; a ciò si aggiunge che diverse normative nazionali richiedono che il gestore del mercato sia una persona giuridica stabilita in loco. Il PEMO, invece, gestirebbe le sedi di negoziazione in regime di libera prestazione di servizi o tramite succursali.

Inoltre, la proposta prevede un *single rulebook* sui mercati, spostando tutte le previsioni rilevanti dalla Direttiva Mifid II al Regolamento Mifir. Prevede, inoltre, forti semplificazioni in tema di esternalizzazione, stabilendo che alcune esternalizzazioni infragruppo non debbano più essere considerate tali e quindi non siano più vagliate dall'autorità di vigilanza.

Per quanto riguarda i depositari centrali, la proposta interviene sui profili strutturali dei mercati per facilitare il trasferimento dei titoli, introducendo un modello di interconnessione tra CSD (c.d. "*hub and spokes*"), per cui alcuni CSD sistemici fungerebbero da nodi principali (*hub*) con l'obbligo di stabilire collegamenti reciproci, mentre i CSD *spoke* dovrebbero stabilire collegamenti con un CSD *hub*. In parallelo, la proposta prescrive per via legislativa l'utilizzo di *Target 2 Securities* (T2S) per il regolamento titoli, introducendo l'obbligo per i CSD che offrono il regolamento in valute servite

---

<sup>4</sup> E con altre autorità eventualmente rilevanti, come, ad esempio, la BCE nel caso delle controparti centrali.

da T2S di essere collegati in via diretta alla piattaforma; attualmente, non tutti i CSD dell'area euro utilizzano T2S. Per quanto attiene all'esternalizzazione dei CSD, la proposta semplifica le procedure autorizzative <sup>5</sup> e chiarisce le circostanze che configurano un'esternalizzazione di servizi *core* <sup>6</sup>.

*Valutazione* – Per quel che riguarda gli assetti di vigilanza sulle infrastrutture di mercato, si accoglie con favore una riforma che darebbe loro una dimensione più europea, nell'intento di contribuire, attraverso un'azione di vigilanza più uniforme, a una maggiore integrazione dei mercati. Si ritiene tuttavia opportuno che la riforma sia disegnata secondo un modello di cooperazione tra l'ESMA e le autorità nazionali e che contempli un ruolo significativo per queste ultime, tenuto conto dei seguenti fattori:

- a. la rilevanza strategica delle entità in discorso; poiché l'emissione di valori mobiliari è il principale canale di finanziamento delle autorità fiscali nazionali (sotto forma di titoli pubblici) e uno dei più importanti per altre istituzioni private di importanza strategica (ad es. società dei settori tecnologico e bancario), una discontinuità di servizio, una compromissione dell'integrità operativa o una condizione di instabilità delle infrastrutture dei mercati finanziari possono determinare impatti significativi anche a livello nazionale, inclusi effetti sul mantenimento di funzioni essenziali e sulla continuità di servizi critici, nonché produrre ingiustificati rialzi dei costi di finanziamento e altre conseguenze di rilievo per i singoli paesi;
- b. l'assenza di mutualizzazione del rischio fiscale; poiché la proposta non introduce previsioni specifiche sulla gestione di una possibile crisi di un operatore di infrastrutture finanziarie, le eventuali ripercussioni fiscali di tale crisi rimarrebbero, in ultima istanza, in capo alle autorità nazionali; anche nel caso delle controparti centrali, delle quali un regolamento europeo<sup>7</sup> disciplina la risoluzione, nel caso in cui il capitale della controparte centrale e/o le risorse messe in comune dai partecipanti non fossero sufficienti a risolvere la crisi, lo Stato membro in cui la CCP

---

<sup>5</sup> Attraverso, ad esempio, la riduzione dei tempi del procedimento (da 6 a 3 mesi).

<sup>6</sup> Mediante un *Regulatory Technical Standard* dell'ESMA, in stretta cooperazione con il Sistema europeo delle banche centrali.

<sup>7</sup> Regolamento (UE) 2021/23.

è insediata potrebbe dovere intervenire finanziariamente <sup>8</sup>; andrebbero quindi considerate soluzioni che consentano di mantenere un allineamento tra responsabilità di vigilanza e responsabilità fiscale;

- c. limiti della centralizzazione della vigilanza nei confronti dei depositari centrali; con riferimento a tali soggetti, una maggiore centralizzazione delle decisioni di vigilanza non eliminerebbe l'esigenza di superare la perdurante frammentazione degli ordinamenti giuridici nazionali (ad esempio, in materia di diritto fallimentare e societario), che continuano a incidere in modo significativo sulla loro operatività;
- d. interdipendenza tra vigilanza sul gestore e sulla piattaforma di mercato; riguardo alle sedi di negoziazione, non appare prudente scindere completamente le responsabilità di vigilanza sul gestore del mercato da quelle di vigilanza sulla piattaforma di mercato, perché le decisioni sul gestore, ad esempio in materia di governance, possono influenzare significativamente il modo in cui la piattaforma è gestita.

Ciò posto, si ritiene opportuno che le autorità nazionali mantengano un presidio forte, condividendo con l'ESMA la responsabilità sulle principali decisioni. In questo senso, con riferimento agli "accordi di collaborazione" tra le autorità nazionali e l'ESMA, non appare chiaro quale ruolo le autorità nazionali manterrebbero una volta che l'ESMA abbia costruito l'*expertise* necessaria. Il mantenimento di un ruolo sostanziale delle autorità nazionali sarebbe coerente non solo con gli assetti di vigilanza costruiti negli anni in altri comparti del sistema finanziario e ai quali la Banca d'Italia contribuisce, come il Meccanismo di vigilanza unico relativo alle banche, ma anche con il principio di sussidiarietà, particolarmente rilevante in considerazione del patrimonio di competenze e conoscenze delle autorità nazionali.

Per attribuire alla vigilanza una dimensione più europea si ravvisano diverse opzioni. I modelli esistenti, quali quello del Meccanismo di vigilanza unico sulle banche (incentrato sul Consiglio di sorveglianza e sui gruppi di vigilanza congiunti), possono costituire un utile riferimento, con gli opportuni adattamenti al caso delle infrastrutture di mercato e preservando un ruolo significativo delle autorità nazionali. Tali modelli potrebbero

---

<sup>8</sup> Il criterio che responsabilità di vigilanza e responsabilità fiscale debbano essere allineate è peraltro indicato chiaramente nel considerando 52 del Regolamento EMIR sulle controparti centrali (648/2012).



peraltro prevedere anche forme di collegi di vigilanza (in aggiunta ai gruppi di vigilanza congiunti), qualora ciò consentisse di tenere maggiormente conto delle specificità delle infrastrutture dei mercati finanziari.

In relazione agli altri temi, il regime del PEMO solleva alcuni dubbi dal punto di vista giuridico e di disegno, che si auspica potranno essere sciolti nel corso del negoziato <sup>9</sup>. In generale, si ritiene che un assetto come quello del PEMO debba essere valutato attentamente per assicurare che, pur nello spirito della semplificazione, siano assicurati i necessari presidi.

Per quanto riguarda le esternalizzazioni infragruppo delle sedi di negoziazione, si ritiene che il vaglio delle autorità di vigilanza debba essere preservato, poiché consente di formulare raccomandazioni a fronte di possibili rischi. Potrebbero, invece, essere esplorate procedure di approvazione più celeri per alcune esternalizzazioni, o forme di *non-objection*, o altre semplificazioni che non mettano in questione i presidi prudenziali.

È apprezzabile, invece, la scelta di pervenire a un *single rulebook* sui mercati, che si auspica possa realizzare una maggiore uniformità di regole tra Stati membri e dunque sostenere l'attività transfrontaliera.

Con riferimento ai depositari centrali, la proposta di interconnessione tra i CSD europei appare condivisibile; è verosimile aspettarsi che gli *hub* acquisiranno sempre maggiore rilevanza, con la tendenza a convergere verso un modello basato su pochi CSD, in linea con gli obiettivi di integrazione dei mercati. Le disposizioni sull'esternalizzazione si inseriscono nella medesima cornice volta a favorire l'integrazione tra CSD. La proposta non interviene, tuttavia, sui requisiti che i CSD devono rispettare per essere autorizzati all'esternalizzazione. Al riguardo, ferma restando la condivisibilità dei requisiti prudenziali previsti dalla normativa vigente, si potrebbe anche valutare un loro adattamento in chiave di maggiore proporzionalità nei casi di progetti di integrazione infragruppo. Le previsioni su T2S appaiono, infine, condivisibili, nell'ottica di trarre pieno frutto dagli sforzi dell'Eurosistema per adottare una infrastruttura comune che supporti il regolamento *cross-border* delle transazioni in titoli, nonché favorire la forma di regolamento più sicura, in moneta di banca centrale.

---

<sup>9</sup> Ad esempio, nel caso di ritiro dell'autorizzazione a operare da parte dell'ESMA, non appare chiaro come sarebbe assicurata la continuità della gestione delle singole piattaforme di mercato.

## 2. I CASP

La proposta della Commissione modifica il Regolamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets*) per introdurre una vigilanza accentrata dell'ESMA sui CASP. Sarebbero inclusi nella vigilanza anche gli intermediari – diversi dalle banche – che operano con una doppia autorizzazione sulla base di altre discipline (ad esempio, della direttiva relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, PSD) o che offrono in via prevalente servizi per le cripto-attività, pur essendo soggetti, per le restanti attività, ai regimi previsti da altre direttive UE (direttiva sui mercati in strumenti finanziari, MiFID; direttiva relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, PSD; direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi, AIFMD; direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, UCITS).

*Valutazione* – L'attribuzione all'ESMA della vigilanza diretta sui CASP appare meritevole di considerazione. In un settore caratterizzato da elevata innovazione e da un forte ricorso a canali digitali e transfrontalieri, essa infatti può favorire condizioni di parità competitiva tra gli operatori, riducendo i fenomeni di *forum shopping* e il rischio che gli Stati impongano requisiti ulteriori rispetto a quelli previsti dalla normativa europea (*gold-plating*), nonché attenuare le asimmetrie tipiche dei regimi di passaporto tra Stato membro di origine e ospitante. La natura transfrontaliera dei servizi prestati rende inoltre il modello di vigilanza europea coerente con il principio di sussidiarietà, in quanto realizza più efficacemente gli obiettivi sopra richiamati.

D'altro canto, la proposta determina l'ingresso nella sfera di vigilanza dell'ESMA di una platea potenzialmente molto ampia ed eterogenea di operatori, anche di dimensioni ridotte. Ciò richiederebbe un significativo potenziamento dell'organico e dell'assetto organizzativo dell'autorità europea, nonché meccanismi di governance che valorizzino l'*expertise* delle autorità nazionali. In tale prospettiva, si potrebbe valutare la possibilità di limitare l'accentramento ai soli CASP "significativi", mantenendo presso le autorità nazionali la vigilanza sui soggetti "non significativi", sotto il coordinamento dell'ESMA. Inoltre, la definizione dei criteri di significatività dovrebbe tenere conto non solo della dimensione dell'operatività *cross-border*, ma anche della complessità operativa e dei profili di interconnessione con il sistema finanziario e non finanziario, inclusi i rischi tecnologici e di dipendenza da terze parti. Quest'ultimo aspetto appare molto rilevante a causa dell'elevata esposizione di questi

operatori a tali fattori di rischio, che potrebbe rendere meno rilevante ai fini di supervisione il criterio di prossimità al mercato domestico.

Alcune riflessioni meritano anche le previsioni che estendono la vigilanza dell'ESMA ai soggetti – diversi dalle banche – che svolgono in via prevalente servizi in cripto-attività o sottostanno a un doppio regime autorizzativo. Per queste fattispecie, da un lato, in linea con la proposta di attribuire all'ESMA la vigilanza sui CASP “significativi”, la competenza europea dovrebbe essere prevista solo quando i servizi relativi alle cripto-attività rivestano carattere significativo. Dall'altro, occorrerebbe definire chiaramente la ripartizione delle competenze tra autorità europea e nazionali al fine di assicurare il necessario coordinamento dell'azione di supervisione complessiva.

### **3. Il risparmio gestito**

La proposta interviene anche sul quadro normativo relativo ai gestori e ai fondi di investimento, prevedendo:

- a. una maggiore armonizzazione delle regole sull'accesso al mercato, sull'operatività transfrontaliera dei gestori e sulla commercializzazione *cross-border* dei fondi;
- b. l'introduzione della nozione di “gruppo europeo di gestori”, composto da gestori, banche e SIM, che consentirebbe l'utilizzo di risorse all'interno del gruppo senza applicare il regime della delega/esternalizzazione e su cui l'ESMA condurrebbe *review* su base annuale in cooperazione con le autorità competenti;
- c. l'introduzione di un regime di passaporto UE per le banche depositarie, eliminando l'obbligo di stabilimento nello Stato membro d'origine del fondo, oggi previsto;
- d. la rimozione di alcune discrezionalità nazionali e l'allentamento di alcuni limiti di investimento applicabili ai fondi aperti armonizzati (UCITS);
- e. il rafforzamento dei poteri di convergenza dell'ESMA, che in alcune circostanze può arrivare a sostituirsi alle autorità nazionali nell'esercizio di poteri di intervento.

*Valutazione* – Gli obiettivi della riforma sono condivisibili, ma richiederebbero una impostazione più ambiziosa. In primo luogo, la contestuale adozione di un corpus normativo unico europeo (*single rulebook*) consentirebbe di perseguirli con maggiore efficacia superando l'attuale stratificazione di norme europee (direttive e regolamenti) e nazionali, all'origine di interpretazioni e prassi divergenti. Un regolamento unico fornirebbe anche basi più solide per l'esercizio dei maggiori poteri da parte dell'ESMA.

In secondo luogo, piuttosto che rafforzare esclusivamente i poteri di convergenza in capo all'ESMA, potrebbero essere valutate soluzioni che favoriscano una maggiore integrazione del sistema di vigilanza, quali l'istituzione di collegi di supervisori per i gestori di maggiori dimensioni che operano *cross-border* e per i gruppi europei di gestori. Il settore del risparmio gestito europeo è infatti caratterizzato da un'elevata concentrazione e da una marcata operatività transfrontaliera: un numero ristretto di grandi gestori controlla una quota molto ampia degli attivi complessivi e attraverso fondi, domiciliati per lo più in poche giurisdizioni (Lussemburgo e Irlanda), raccoglie capitali quasi esclusivamente da investitori esteri e investe i portafogli in Europa e nel resto del mondo <sup>10</sup>. Sebbene il settore presenti una marcata dimensione transfrontaliera, la supervisione continua ad essere svolta a livello nazionale, mentre il principio di sussidiarietà suggerirebbe un maggiore coinvolgimento delle autorità europee, mantenendo in capo alle autorità nazionali la vigilanza sui soggetti di minori dimensioni. In questo contesto, i collegi potrebbero garantire una supervisione condivisa tra le autorità interessate, con l'ESMA in funzione di coordinamento e garante della convergenza. Andrebbero però definite modalità operative che assicurino decisioni efficaci in caso di divergenze. In prospettiva, ciò potrebbe agevolare un graduale trasferimento all'ESMA di alcune responsabilità di vigilanza, ad esempio sui prodotti disciplinati da norme di armonizzazione massima (UCITS, fondi EuVECA, ELTIF, fondi monetari).

Per quanto riguarda più in generale i poteri di convergenza attribuiti all'ESMA, occorre garantire che l'ampliamento delle sue prerogative non accresca la complessità del sistema di vigilanza, richiedendo una maggiore interazione tra le autorità nazionali competenti e l'ESMA, né rallenti

---

<sup>10</sup> Al 30 giugno 2025 il patrimonio dei fondi di investimento commercializzati in Italia superava i 1.300 miliardi di euro, di cui quasi tre quarti riconducibili a fondi aperti esteri, parte dei quali istituiti da gestori esteri appartenenti a gruppi italiani.

l'azione delle autorità nazionali. Dovrebbe essere verificata la possibilità di introdurre semplificazioni nelle modalità di esercizio di tali poteri, rendere maggiormente vincolanti le decisioni dell'ESMA e chiarire condizioni e responsabilità nell'esercizio dei nuovi compiti. Si ritiene più efficace orientarsi verso modelli già sperimentati con successo, come quello che affida alla BCE il compito di assicurare che gli standard di vigilanza sulle banche meno significative siano coerenti tra tutti i paesi.

Infine, ai fini di un adeguato presidio dei rischi e di tutela degli investitori, appare importante garantire che: (i) la nozione di gruppo di gestori non interferisca con la disciplina dei gruppi bancari o delle SIM e non comprometta l'autonomia dei gestori nell'agire nell'interesse degli investitori, anche assicurando il presidio dei rischi derivante dalle esternalizzazioni infragruppo; (ii) l'introduzione del passaporto per i depositari sia accompagnata da una armonizzazione del regime autorizzativo e di vigilanza; (iii) l'allentamento dei limiti di investimento per gli UCITS non determini livelli di rischio non coerenti con la natura dei fondi destinati alla clientela *retail*.

#### **4. La governance dell'ESMA**

Oltre ad assegnarle poteri di vigilanza diretta e a rafforzare quelli di convergenza <sup>11</sup>, la proposta della Commissione riforma anche la governance dell'ESMA. L'innovazione principale è la sostituzione dell'attuale *Management Board* <sup>12</sup> con un *Executive Board* composto dal Presidente e da cinque membri indipendenti selezionati con una procedura che coinvolge Commissione, Parlamento e Consiglio. Nelle intenzioni della Commissione si intende così rafforzare l'indipendenza decisionale dell'agenzia. L'*Executive Board* dovrebbe predisporre le decisioni sui soggetti sottoposti a vigilanza diretta, preparare il programma di lavoro dell'autorità, il bilancio e le *policy* in materia di risorse umane; le decisioni dell'*Executive Board* sarebbero adottate salvo obiezione del *Board of Supervisors* entro un termine molto breve (*non-objection*), a meno di casi eccezionali. Si prevede che, quando l'*Executive Board* deve deliberare su un soggetto vigilato dall'ESMA, il membro del *Board of Supervisors* dello Stato membro in cui il soggetto

---

<sup>11</sup> Si tratta dei poteri già menzionati alla lettera e) del precedente paragrafo, di cui l'ESMA può disporre nell'ambito delle materie ricomprese nel suo mandato.

<sup>12</sup> Organo dell'ESMA, attualmente composto da membri del *Board of Supervisors* e presieduto dal *Chair* dell'ESMA, incaricato di diversi compiti, tra i quali la definizione del programma di lavoro dell'agenzia e del budget.

vigilato è stabilito possa partecipare alle discussioni, ma senza diritto di voto; l'*Executive Board* potrebbe decidere di ammettere altri osservatori alle discussioni.

*Valutazione* – L'attribuzione dei poteri decisionali all'*Executive Board* ridurrebbe in modo sostanziale il ruolo delle autorità nazionali nel processo decisionale. Occorrerà dunque valutare se, alla luce dell'accentramento dei poteri prefigurato in capo all'ESMA, l'assetto di governance proposto assicuri i giusti “pesi e contrappesi” tra indipendenza decisionale e ruolo delle autorità nazionali evitando di introdurre una indebita complessità, o se sia opportuno mantenere un presidio più forte di queste ultime nella governance, anche ispirandosi ai modelli di governance di altre agenzie o istituzioni europee, quali il Consiglio di sorveglianza del Meccanismo di vigilanza unico, nel quale convivono in modo ordinato e proficuo un nucleo ristretto di rappresentanti della BCE e i rappresentanti delle autorità nazionali. È altresì importante che sia garantita e rafforzata in modo adeguato l'indipendenza tecnica dell'autorità europea, affinché possa operare con autonomia, autorevolezza e piena efficacia nel perseguimento delle sue finalità istituzionali.