C/2026/2837

28.5.2026

PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 9 aprile 2026

sulle proposte riguardo l'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione

(CON/2026/13)

(C/2026/2837)

Introduzione e base giuridica

In data 17 dicembre 2025, 12 gennaio 2026 e 3 marzo 2026 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea, rispettivamente, richieste per un parere sulle seguenti proposte: 1) una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014, (UE) 2015/2365, (UE) 2019/1156, (UE) 2021/23, (UE) 2022/858, (UE) 2023/1114, (CE) n. 1060/2009, (UE) 2016/1011, (UE) 2017/2402, (UE) 2023/2631 e (UE) 2024/3005 per quanto riguarda l'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione ([1]) (di seguito, la «proposta di regolamento quadro») ([2]); 2) una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE per quanto riguarda l'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione ([3]) (di seguito, la «proposta di direttiva quadro» ([4])); nonché 3) una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio concernente il carattere definitivo del regolamento, che abroga la direttiva 98/26/CE e modifica la direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria ([5]) (di seguito, la «proposta di regolamento concernente il carattere definitivo del regolamento» e, congiuntamente, le «proposte della Commissione»).

La BCE è competente a formulare un parere in virtù degli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in quanto le proposte della Commissione contengono disposizioni che ricadono nell'ambito delle sue competenze, tra cui, in particolare, l'attuazione della politica monetaria ai sensi del primo trattino dell'articolo 127, paragrafo 2, e dell'articolo 282, paragrafo 1, del trattato, il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento ai sensi dell'articolo 127 paragrafo 2, quarto trattino e dell'articolo 282, paragrafo 1, del trattato, la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, del trattato e il contributo alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la stabilità del sistema finanziario ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 5, del trattato. In conformità al primo periodo dell'articolo 17.5 del regolamento interno della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo ha adottato il presente parere.

1. Osservazioni di carattere generale

1.1. La BCE sostiene pienamente le proposte della Commissione, che costituiscono un passo ambizioso verso una maggiore integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza dei mercati finanziari all'interno dell'Unione. Come osservato nella dichiarazione del Consiglio direttivo della BCE del 2024 ([6]), i progressi verso una maggiore integrazione dei mercati dei capitali rafforzerebbero la condivisione del rischio privato in tutta la zona euro, contribuendo a stabilizzare la crescita quando gli Stati membri si trovano ad affrontare shock locali ai quali la politica monetaria non è in grado di rispondere pienamente. Un sistema finanziario più integrato contribuirebbe inoltre ad attenuare la frammentazione finanziaria e a sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutta la zona euro. Inoltre, un sistema finanziario più integrato, con mercati più ampi, più spessi e più liquidi può aumentare le possibilità di diversificazione. Mercati dei capitali profondi, diversificati e ben sviluppati, sostenuti da un quadro normativo e di vigilanza armonizzato, sono essenziali per rafforzare gli investimenti nazionali e transfrontalieri in tutti gli Stati membri, migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti, stimolare la competitività e, in ultima analisi, favorire una crescita economica sostenibile in tutta l'Unione ([7]).

([1]) COM(2025) 943 final.
([2]) La richiesta del Consiglio dell'Unione europea riguarda gli articoli 2, 3, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 11 e 12 della proposta di regolamento quadro.
([3]) COM(2025) 942 final.
([4]) La richiesta del Consiglio dell'Unione europea riguarda l'articolo 3 della proposta di direttiva quadro.
([5]) COM(2025) 941 final.
([6]) Cfr. la dichiarazione del Consiglio direttivo della BCE sull'avanzamento dell'Unione dei mercati dei capitali, del 7 marzo 2024, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.
([7]) Cfr. la risposta del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) alla consultazione mirata della Commissione europea sull'integrazione dei mercati dei capitali dell'UE, giugno 2025, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

1.2. In primo luogo, la BCE accoglie con favore il passaggio a una vigilanza integrata dei mercati dei capitali dell'Unione, in particolare la vigilanza diretta di alcuni operatori dei mercati dei capitali di grandi dimensioni e transfrontalieri a livello europeo. La BCE sostiene pienamente gli sforzi volti a garantire che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) disponga di una governance europea e indipendente, di risorse sufficienti e di ampi poteri di vigilanza, e che vigili direttamente sugli attori dei mercati dei capitali transfrontalieri più sistemici, in cooperazione con le rispettive autorità di vigilanza nazionali ([8]). Le autorità nazionali competenti dovrebbero continuare a svolgere un ruolo significativo e sostanziale nel nuovo quadro di vigilanza, al fine di sfruttare le loro ampie competenze.

1.3. In secondo luogo, la BCE accoglie con favore il fatto che le proposte della Commissione rafforzeranno la convergenza in materia di vigilanza. Tra queste figurano, tra l'altro, la nuova disposizione relativa al dovere di cooperazione ([9]), il nuovo potere proposto per l'ESMA di imporre a un'autorità competente di chiedere il parere dell'ESMA nei casi in cui da una verifica inter pares o da un'indagine siano emerse gravi carenze in materia di vigilanza ([10]) e l'introduzione di piattaforme di collaborazione, al fine di rafforzare la cooperazione e la vigilanza delle attività transfrontaliere ([11]).

1.4. In terzo luogo, la BCE accoglie con favore il fatto che le proposte della Commissione elimineranno gli ostacoli all'integrazione transfrontaliera nei settori della negoziazione, della post-negoziazione, della gestione patrimoniale e dei fondi. Tali sforzi sono essenziali per migliorare la profondità e la liquidità dei mercati europei dei capitali, sostenere un'allocazione efficiente dei capitali a livello transfrontaliero, convogliare i finanziamenti verso investimenti produttivi e, in ultima analisi, sostenere la competitività dell'Europa e il ruolo internazionale dell'euro.

1.5. Infine, la BCE appoggia il fatto che le proposte della Commissione faciliteranno ulteriormente l'adozione di nuove tecnologie come la tecnologia a registro distribuito (DLT), in particolare nel settore post-negoziazione, e il corrispondente adeguamento del quadro normativo. Tali misure dovrebbero contribuire a prevenire e attenuare la frammentazione del mercato, garantendo una sana gestione dei rischi proporzionata ai rischi posti dalle attività di mercato e promuovendo condizioni di parità per gli operatori del mercato.

1.6. Nel prosieguo del presente parere, la BCE formula alcune osservazioni e suggerimenti specifici e tecnici sulle proposte della Commissione, a pieno sostegno degli obiettivi delle proposte.

2. **Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA)**

2.1. *Governance, finanziamento e poteri di vigilanza diretta*

2.1.1. La BCE sostiene pienamente le modifiche al quadro di governance e finanziamento dell'ESMA. Tali modifiche sono essenziali per consentire all'ESMA di adempiere alle sue nuove responsabilità e promuovere un processo decisionale trasparente, responsabile, efficace ed efficiente a livello dell'Unione. In particolare, la BCE accoglie con favore l'istituzione, la struttura e le funzioni del proposto comitato esecutivo dell'ESMA, responsabile delle decisioni relative alla vigilanza diretta dei partecipanti ai mercati finanziari. La BCE osserva che sarà indispensabile garantire che l'ESMA disponga di personale e finanziamenti sufficienti per poter esercitare i suoi nuovi ampi poteri di vigilanza diretta. A tal fine, laddove le autorità nazionali competenti (ANC) siano coinvolte nell'esercizio dei poteri di vigilanza diretta dell'ESMA, sarà fondamentale fare chiarezza sui rispettivi impegni in termini di risorse da

([8]) Cfr. la dichiarazione del Consiglio direttivo della BCE sull'avanzamento dell'Unione dei mercati dei capitali, del 7 marzo 2024, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([9]) Cfr. l'articolo 1, punto 7, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 8 bis nel regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione n. 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj) (di seguito il «regolamento ESMA»).

([10]) Cfr. l'articolo 1, punto 13, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 17 bis nel regolamento ESMA.

([11]) Cfr. l'articolo 1, punto 16, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 19 bis nel regolamento ESMA.

parte dell'ESMA e delle ANC e garantire che tali impegni siano rispettati. Infine, sulla base della propria esperienza nel ruolo di autorità di vigilanza bancaria, la BCE sostiene pienamente gli ampi poteri di indagine, sanzionatori e di esecuzione conferiti all'ESMA ([12]), che sono essenziali per promuovere l'effettiva applicazione dei requisiti normativi all'interno dell'Unione ([13]).

2.1.2. Al fine di garantire una transizione agevole e ordinata delle competenze e dei compiti dalle autorità nazionali competenti all'ESMA e di concedere un periodo di tempo adeguato per lo sviluppo delle capacità, la BCE sostiene un'attuazione scrupolosa di tale transizione. Tale obiettivo può essere conseguito attraverso una combinazione di misure, tra cui soluzioni transitorie negli accordi di cooperazione ([14]), la preparazione di piani di transizione in materia di vigilanza ([15]), la definizione delle priorità per il trasferimento di specifiche responsabilità critiche all'ESMA e, se del caso, attraverso disposizioni transitorie scaglionate con tempistiche flessibili.

2.2. *Partecipazione della BCE al comitato esecutivo e al consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA*

2.2.1. La BCE accoglie con favore il fatto che le proposte della Commissione prevedano che la BCE sarà un membro senza diritto di voto del comitato esecutivo dell'ESMA in cui sono discusse questioni di vigilanza in relazione a una controparte centrale (central counterparty, CCP) o a un depositario centrale di titoli (central security depository, CSD) ([16]). Inoltre, la BCE dovrebbe anche essere un membro senza diritto di voto per le discussioni relative ai prestatori di servizi per le cripto-attività (CASP), in considerazione dei servizi offerti dai CASP in relazione alla custodia e allo scambio di token di moneta elettronica (e-money tokens, EMT) e token collegati ad attività. Tali servizi hanno implicazioni per i compiti della BCE in relazione al regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e alla trasmissione della politica monetaria. La partecipazione della BCE al Comitato esecutivo dell'ESMA come membro senza diritto di voto faciliterà una cooperazione e un coordinamento efficaci tra la BCE e l'ESMA. A tal fine, il coinvolgimento della BCE dovrebbe comprendere non solo le discussioni sulle questioni di vigilanza, ma anche tutte le questioni riguardanti i CCP, i CSD e i CASP ([17]). Ciò garantirà che la prospettiva e le competenze della BCE possano essere prese in considerazione in relazione non solo alle singole decisioni di vigilanza, ma anche alle norme tecniche, agli orientamenti, alle raccomandazioni e ad altri strumenti di convergenza, come applicabili, in relazione alle CCP, ai CSD e ai CASP.

2.2.2. Come osservato in precedenti pareri, la BCE raccomanda altresì la propria partecipazione come membro senza diritto di voto del consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA ([18]). Ciò migliorerebbe ulteriormente l'efficacia della cooperazione, del coordinamento e dello scambio di informazioni tra la BCE, l'ESMA e le altre autorità rappresentate nel consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA, e rafforzerebbe in tal modo il coordinamento intersettoriale in relazione alla stabilità del sistema finanziario. Ciò garantirebbe anche che gli strumenti di convergenza in materia di vigilanza adottati dal consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA prendano in considerazione e beneficino della prospettiva e delle competenze della BCE ([19]).

([12]) Cfr. l'articolo 1, punto 27, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo capo II bis nel regolamento ESMA.

([13]) Cfr. il paragrafo 7 del parere CON/2022/16 della Banca centrale europea, del 27 aprile 2022, su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance (GU C 248 del 30.6.2022, pag. 87). Tutti i pareri della BCE sono pubblicati sul sito EUR-Lex.

([14]) Cfr., ad esempio, l'articolo 1, punto 7, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 8 bis, paragrafo 5, nel regolamento ESMA.

([15]) Cfr., ad esempio, l'articolo 3, punto (13) della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 38 septies ter, paragrafo 6, nel regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj) (di seguito «MiFIR»).

([16]) Cfr. l'articolo 1, punto 33, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 44 bis, paragrafo 2, nel regolamento ESMA.

([17]) Cfr. l'articolo 1, punto 39, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 46 bis nel regolamento ESMA. Secondo la proposta di articolo 46 bis, paragrafi 2 e 5, il Comitato esecutivo dell'ESMA può fornire pareri e formulare proposte su tutte le questioni che devono essere decise dal consiglio delle autorità di vigilanza e deve adottare decisioni in merito ad altri determinati strumenti di convergenza in materia di vigilanza. Cfr. l'articolo 1, punto 39, della proposta di regolamento quadro.

([18]) Cfr., ad esempio, il paragrafo 7 del parere CON/2017/39 della Banca centrale europea, del 4 ottobre 2017, relativo a una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1095/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e il regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda le procedure e le autorità per l'autorizzazione delle controparti centrali e i requisiti per il riconoscimento delle CCP di paesi terzi (GU C 385 del 15.11.2017, pag. 3). Si veda anche il parere CON/2010/5 della Banca centrale europea, dell'8 gennaio 2010, relativo a tre proposte di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituiscono l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (GU C. 13 del 20.1.2010, pag. 1).

([19]) Queste comprendono pareri, linee guida, raccomandazioni, decisioni e norme tecniche di attuazione e di regolamentazione adottate dal consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA.

2.3. *Partecipazione della BCE nei comitati interni dell'ESMA*

2.3.1. La BCE accoglie con favore il fatto che le proposte della Commissione prevedano che essa, come banca centrale di emissione, avrà il diritto di essere membro senza diritto di voto dei comitati interni istituiti dal consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA ([20]) o dal comitato esecutivo dell'ESMA ([21]), laddove tali comitati discutano questioni di vigilanza relative a CCP e CSD. Come osservato al paragrafo 2.2.1, tale partecipazione dovrebbe comprendere non solo le discussioni sulle questioni di vigilanza, ma tutte le questioni relative alle CCP, ai CSD e ai CASP.

2.3.2. Inoltre, la BCE, nel suo ruolo di autorità di vigilanza bancaria, dovrebbe anche avere il diritto di essere un membro senza diritto di voto dei comitati interni, in cui sono discusse questioni con potenziali implicazioni per gli enti creditizi. Ciò rileva non solo in relazione alle CCP o ai CSD, ma anche agli altri partecipanti al mercato finanziario sotto la vigilanza dell'ESMA, inclusi i casi in cui le questioni in esame riguardano servizi per le cripto-attività o attività fornite da entità appartenenti al gruppo consolidato di un ente creditizio (si veda anche il paragrafo 7.1.1). Ad esempio, il profilo di rischio di una CCP può avere un impatto sul profilo di rischio delle imprese che agiscono in qualità di partecipanti diretti della CCP, che sono principalmente enti creditizi e imprese di investimento. Come precedentemente rilevato, risulta pertanto cruciale per la BCE, nel suo ruolo di autorità di vigilanza bancaria, essere informata esaustivamente e tempestivamente sui rischi gestiti dalle CCP, ed essere nella posizione di poter offrire le sue competenze e prospettive in materia di vigilanza in merito alla solidità dei partecipanti diretti e alla stabilità del settore bancario ([22]).

2.4. *Rappresentanza delle banche centrali nazionali nella governance dell'ESMA*

La BCE rileva che, in alcuni stati membri, le banche centrali nazionali (BCN), che non sono rappresentate nel consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA ([23]) hanno responsabilità di vigilanza, in particolare in relazione alle CCP ([24]) o ai CSD ([25]). Queste BCN dovrebbero essere coinvolte quando i comitati interni o il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA discutono tali questioni e dovrebbero avere la possibilità di votare nel consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA. ([26]). Inoltre, quando il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA delibera su decisioni relative a un soggetto sottoposto a vigilanza diretta che ricade nell'ambito di competenza della BCN dello Stato membro interessato, in cui il soggetto è stabilito, tale BCN dovrebbe essere invitata anche a tali discussioni. Ciò dipende dal fatto che la partecipazione in tali discussioni è già prevista per il membro del consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA dello Stato membro interessato ([27]).

2.5. *Accordi di cooperazione per la vigilanza delle CCP e dei CSD significativi*

La BCE sostiene pienamente l'affidamento all'ESMA della vigilanza delle CCP e dei CSD significativi, e l'attribuzione all' ESMA del potere di stabilire accordi di cooperazione a tal fine. La BCE accoglie favorevolmente il fatto che l'ESMA sviluppi tali accordi di cooperazione con lo stretto coinvolgimento delle autorità competenti e pertinenti. Ciò contribuirà ad assicurare l'effettivo funzionamento della vigilanza, in vista del ruolo importante che le autorità nazionali continueranno a ricoprire nel quadro. Gli accordi di cooperazione consentiranno all'ESMA di basarsi sull'esperienza e sulle competenze delle autorità competenti e pertinenti e assicurerà un coinvolgimento e uno

([20]) Cfr. l'articolo 1, punto 29, della proposta di regolamento quadro, che sostituisce l'articolo 41 nel regolamento ESMA.
([21]) Cfr. l'articolo 1, punto 37, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 45 quater nel regolamento ESMA.
([22]) Cfr. il paragrafo 1.3.2 del parere CON/2023/11 della Banca centrale europea, del 26 aprile 2023, su una proposta di regolamento che modifica i regolamenti (UE) n. 648/2012, (UE) n. 575/2013 e (UE) 2017/1131 per quanto riguarda le esposizioni eccessive nei confronti di controparti centrali di paesi terzi e migliora l'efficienza dei mercati della compensazione dell'Unione e su una proposta di direttiva che modifica le direttive 2009/65/UE, 2013/36/UE e (UE) 2019/2034 per quanto riguarda il trattamento del rischio di concentrazione nei confronti delle controparti centrali e il rischio di controparte per le operazioni con strumenti derivati compensate a livello centrale (GU C 204 del 12.6.2023, pag. 3).
([23]) Cfr. l'articolo 40, paragrafo 1, lettera b), del regolamento ESMA, che prevede che il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA sia composto dal capo dell'autorità pubblica nazionale competente per la vigilanza dei partecipanti ai mercati finanziari in ciascuno Stato membro. Pertanto, attualmente sei BCN sono membri del consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA.
([24]) In pratica, si tratta di tre BCN: la Banca d'Italia, la Banque de France e la Nederlandsche Bank.
([25]) In pratica, si tratta di sei BCN: la Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Nederlandsche Bank, la Národná banka Slovenska e la Banka Slovenije. La Banca d'Italia ha anche responsabilità di vigilanza nel settore delle sedi di negoziazione.
([26]) Da un punto di vista pratico, ai fini delle operazioni di voto nel consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA, i rappresentanti delle autorità di uno Stato membro sono considerati complessivamente come un solo membro.
([27]) Cfr. l'articolo 1, punto 33, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 44 bis, paragrafo 2, del regolamento ESMA.

scambio appropriato di informazioni con le autorità interessate al regolare funzionamento e resilienza delle CCP e dei CSD significativi. La BCE è pronta a sostenere l'ESMA sulla base degli accordi di cooperazione previsti, in linea con il proprio mandato. Le disposizioni nelle proposte della Commissione che delineano gli accordi di cooperazione per le CCP e i CSD dovrebbero essere sufficientemente prescrittive. In particolare, le disposizioni dovrebbero chiarire il coinvolgimento delle autorità competenti e pertinenti nelle attività di vigilanza, per garantire una stretta collaborazione con le BCN e altre autorità, in modo significativo e sostanziale, in una prospettiva a lungo termine. Le disposizioni dovrebbero anche garantire un approccio coerente tra le CCP e i CSD significativi. Per i CSD, gli accordi di cooperazione dovrebbero anche garantire un'adeguata condivisione delle informazioni con le autorità ospitanti dello Stato membro in cui il CSD fornisce servizi, e, quando i CSD forniscano servizi accessori di tipo bancario, il coordinamento delle attività di vigilanza con l'autorità di vigilanza bancaria del CSD significativo.

3. **Controparti centrali (CCP)**

3.1. *Condizioni per l'individuazione di CCP significative da parte dell'ESMA*

La BCE sostiene pienamente le condizioni stabilite dalle proposte della Commissione per valutare se una CCP sia significativa, e pertanto soggetta alla vigilanza diretta dell'ESMA ([28]). Tali condizioni sono valide e pertinenti. La BCE raccomanderebbe l'aggiunta di un'ulteriore condizione, ossia che, qualora una CCP abbia stabilito un accordo di interoperabilità con un'altra CCP, si dovrebbe considerare anche tale circostanza come una condizione per valutare se una CCP sia significativa. I motivi alla base di tale raccomandazione sono tre. In primo luogo, la condizione che qui si suggerisce riflette il fatto che i collegamenti di interoperabilità sono una fonte di rilevanza sistemica transfrontaliera per le CCP interoperabili, il che giustificherebbe la loro vigilanza diretta da parte dell'ESMA. In secondo luogo, tale condizione sarebbe più efficiente dal punto di vista della vigilanza, poiché le proposte della Commissione conferiscono all'ESMA la competenza ad approvare gli accordi di interoperabilità ([29]). In terzo luogo, tale condizione potrebbe promuovere un ricorso più ampio agli accordi di interoperabilità e di integrazione, offrendo alle CCP che desiderano stabilire tali accordi la garanzia che saranno soggette alla vigilanza armonizzata da parte dell'ESMA.

3.2. *Accesso aperto e interoperabilità*

La BCE accoglie favorevolmente le disposizioni nelle proposte della Commissione che supportano l'accesso aperto e l'interoperabilità, che sono ritenute importanti per dare supporto all'integrazione ([30]). In particolare, la BCE accoglie favorevolmente il nuovo ruolo dell'ESMA di arbitrare le richieste di accesso a una CCP e le richieste di accesso a una sede di negoziazione. Analogamente, la BCE accoglie favorevolmente il fatto che sia conferita all'ESMA la competenza di approvare gli accordi di interoperabilità, in vista della rilevanza di questi accordi in termini di interconnettività.

3.3. *Coinvolgimento delle banche centrali di emissione nella vigilanza delle CCP*

3.3.1. La BCE sostiene pienamente il livello di coinvolgimento delle banche centrali di emissione nella vigilanza delle CCP significative ([31]). In particolare, la BCE accoglie con favore le disposizioni nelle proposte della Commissione che garantiscono che le banche centrali di emissione saranno consultate dell'ESMA per quanto concerne le valutazioni e le decisioni di vigilanza dal comitato esecutivo relative ai sei settori chiave di rilevanza secondo la banca centrale di emissione: i requisiti di margine, i controlli del rischio di liquidità, le garanzie reali, il riesame dei modelli, le prove di stress e i test retrospettivi, gli accordi di regolamento e gli accordi di interoperabilità ([32]). Le banche centrali

([28]) Cfr., ad esempio, l'articolo 2, punto 15, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 22 bis paragrafo 2, nel regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj) (di seguito «EMIR»).

([29]) Cfr. l'articolo 2, punto 26, della proposta di regolamento quadro, che modifica l'articolo 54, del regolamento EMIR.

([30]) Cfr. l'articolo 2, punti 4, 5 e 26 della proposta di regolamento quadro, che modificano, rispettivamente, l'articolo 7, sostituiscono l'articolo 8 e modificano l'articolo 54 del regolamento EMIR.

([31]) Il ruolo della banca centrale di emissione per l'euro viene esercitato in modo decentralizzato e coordinato nell'Eurosistema. Pertanto, il riferimento nelle proposte della Commissione al ruolo della BCE come banca centrale di emissione per l'euro non pregiudica l'articolo 12.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito lo «statuto del SEBC»), che recita «per quanto possibile ed opportuno, fatto salvo il disposto del presente articolo, la BCE si avvale delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del SEBC».

([32]) Cfr. l'articolo 2, punto 15, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 22 sexies nell'EMIR. Cfr. gli articoli 41, 44, 46, 49, 50 e 54 dell'EMIR.

di emissione godono pertanto di un ruolo di consultazione importante e specifico nel contesto delle proposte della Commissione, che comprende un'ampia gamma di decisioni di vigilanza. Ciò rafforza il coinvolgimento delle banche centrali di emissione nella vigilanza delle CCP rispetto alle procedure dei collegi già esistenti. La consultazione delle banche centrali di emissione è stata prevista anche per le controparti centrali di paesi terzi ([33]). Dovrebbero essere introdotti ulteriori chiarimenti e allineamenti in relazione a tali disposizioni, tra cui quelli relativi alla documentazione che le banche centrali di emissione dovrebbero ricevere per svolgere il loro ruolo consultivo, e per garantire il coinvolgimento delle banche centrali di emissione delle valute dell'Unione diverse dall'euro, degli strumenti finanziari e non finanziari compensati o da compensare da parte del CCP.

3.3.2. Il coinvolgimento delle banche centrali di emissione nella vigilanza delle CCP è stato già rafforzato dalle modifiche all'EMIR introdotte dal regolamento (UE) 2019/2099 del Parlamento europeo e del Consiglio ([34]) e dal regolamento (UE) 2024/2987 del Parlamento europeo e del Consiglio ([35]), in particolare per le valutazioni relative all'obbligo di detenere un conto attivo ([36]), e le consultazioni in relazione alle CCP sistemiche di paesi terzi ([37]). Grazie a tale esperienza, la BCE ha identificato alcune limitazioni all'accesso ai dati dell'Eurosistema, che costituiscono un ostacolo per l'effettivo svolgimento del ruolo di banca centrale di emissione per l'euro. Attualmente l'Eurosistema ha accesso soltanto ai dati sulle posizioni per i derivati in euro, che sono di scarsa qualità e inutilizzabili in pratica ([38]). Pertanto, alla BCE e alle BCN dell'Eurosistema dovrebbe essere garantito un migliore accesso ai dati, in particolare ai dati sulle operazioni in derivati denominate in euro comunicate a norma dell'articolo 9 dell'EMIR. Tale obiettivo può essere raggiunto attraverso la revisione del pertinente regolamento delegato della Commissione ([39]) adottato ai sensi dell'EMIR. Inoltre, quando rilevante o necessario per l'esercizio del loro mandato in materia di stabilità finanziaria e macroprudenziale, i membri del SEBC e del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) dovrebbero avere accesso alle informazioni condivise tramite la banca dati centrale a norma dell'articolo 17 quater dell'EMIR. Tali informazioni, in particolare riguardanti il requisito in materia di margine e le risorse utilizzate, possono essere pertinenti per valutare le interconnessioni tra il sistema bancario e il più ampio sistema finanziario e per valutare potenziali dinamiche di contagio.

3.3.3. Infine, le BCN dovrebbero essere incluse nella definizione di «autorità rilevanti per le CCP significative», laddove la BCN abbia responsabilità di sorveglianza per le CCP ai sensi del diritto nazionale ([40]).

4. **Depositari centrali di titoli (CSD)**

4.1. *Procedure di autorizzazione per i CSD*

4.1.1. La BCE è a favore dell'introduzione, nelle disposizioni pertinenti del regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio ([41]) (di seguito il «CSDR»), di una valutazione che l'autorità competente deve condurre, e comunicare alle autorità interessate, al fine di garantire il coordinamento nella predisposizione dei loro pareri

([33]) Cfr. l'articolo 2, punto 21, della proposta di regolamento quadro, che sostituisce l'articolo 24 ter, paragrafo 2 e 3 dell'EMIR.

([34]) Regolamento (UE) 2019/2099 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2019, recante modifica del regolamento (UE) n. 648/2012 per quanto riguarda le procedure e le autorità coinvolte nell'autorizzazione delle CCP e i requisiti per il riconoscimento di CCP di paesi terzi (GU L 322, 12.12.2019, pag. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2099/oj).

([35]) Regolamento (UE) 2024/2987 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024, che modifica i regolamenti (UE) n. 648/2012, (UE) n. 575/2013 e (UE) 2017/1131 per quanto riguarda le misure volte ad attenuare le esposizioni eccessive nei confronti di controparti centrali di paesi terzi e a migliorare l'efficienza dei mercati della compensazione dell'Unione (GU L, 2024/2987, 4.12.2024, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2024/2987/oj).

([36]) Cfr. l'articolo 7 bis dell'EMIR.

([37]) Cfr. l'articolo 24 ter dell'EMIR.

([38]) Cfr. la risposta della BCE alla consultazione della Commissione sulla revisione del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo, (EMIR), del 2 settembre 2015, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([39]) Regolamento delegato (UE) n. 151/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni da pubblicare e mettere a disposizione in tali repertori e gli standard operativi richiesti per aggregare e comparare i dati tra i repertori e accedervi (GU L 52 del 23.2.2013, pag. 33, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/151/oj); cfr. in particolare l'articolo 2, paragrafo 10.

([40]) Cfr. l'articolo 2, punto 15, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 22 ter nell'EMIR.

([41]) Cfr. l'articolo 4, punto 16 c, della proposta di regolamento quadro, che modifica l'articolo 17 paragrafo 4 del Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle Direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n. 236/2012 (GU L 257 del 28.8.2014, pag. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj).

motivati. Una tale valutazione sarebbe anche utile per supportare a) le procedure di autorizzazione per i servizi accessori di tipo bancario e b) le procedure di revisione e valutazione ai sensi delle disposizioni pertinenti del CSDR ([42]).

4.1.2. Le modifiche al CSDR di cui alla proposta ([43]) non consentono più all'autorità competente di valutare la completezza delle domande di autorizzazione prima del processo di esame di una domanda di autorizzazione. Inoltre, in alcuni casi, le modifiche proposte abbreviano notevolmente il periodo entro il quale le autorità competenti devono fornire i propri pareri motivati. La BCE teme che ciò possa comportare un onere eccessivo per le autorità competenti e rilevanti che devono esaminare le domande, incluse quelle che potrebbero essere supportate da documentazione incompleta. La BCE suggerisce di mantenere l'attuale processo di valutazione della completezza, di adeguare le tempistiche della procedura per consentire alle autorità rilevanti di prendere in considerazione la valutazione dell'autorità competente, e di allineare le tempistiche per le procedure delineate nelle disposizioni pertinenti.

4.1.3. La BCE accoglie favorevolmente le modifiche proposte ([44]) che introducono una procedura più snella per l'esternalizzazione infragruppo, in quanto queste possono facilitare e migliorare, rispettivamente, l'integrazione e l'efficienza all'interno dei gruppi di depositari centrali di titoli (CSD).

4.1.4. La fornitura di servizi di base dei CSD attraverso l'uso della DLT ([45]) può avere implicazioni significative per le operazioni di un CSD e per la sua conformità a diversi requisiti previsti dal CSDR. Per tale motivo, la BCE suggerisce che quando un CSD intende fornire i propri servizi CSD attraverso l'utilizzo della DLT, ciò dovrebbe essere soggetto ad autorizzazione come estensione delle attività del CSD ai sensi delle pertinenti disposizioni del CSDR. Ciò si applicherebbe quando un CSD intende effettuare la registrazione iniziale dei titoli su un registro distribuito, fornire e mantenere conti al livello più elevato utilizzando la tecnologia DLT, o regolare le operazioni in titoli attraverso un sistema di regolamento titoli che funziona utilizzando la DLT.

4.2. *Mercato unico per i servizi CSD*

La BCE accoglie favorevolmente il fatto che le proposte della Commissione facilitino la procedura di passaporto e supportino la libertà di emissione di titoli ([46]). Tali misure possono contribuire a ridurre le barriere alle operazioni transfrontaliere eliminando il requisito di approvazione da parte delle autorità ospitanti. Concedere ai CSD e agli emittenti maggiore libertà, rispettivamente, di fornire servizi transfrontalieri e di scegliere il proprio CSD può favorire la concorrenza e l'integrazione del mercato. Per rimuovere gli ostacoli rimanenti all'integrazione, la BCE sottolinea la necessità di un'ulteriore armonizzazione delle normative nazionali, in particolare del diritto societario e del diritto dei valori mobiliari, nonché di una maggiore armonizzazione e standardizzazione delle pratiche di mercato. A tale proposito, la BCE suggerisce che i co-legislatori stabiliscano incentivi normativi per adottare gli standard di mercato internazionali ed europei per i servizi post-trade ([47]).

4.3. *Partecipazione di privati nei CSD*

Le infrastrutture dei mercati finanziari (IMF) stabiliscono requisiti giuridici, finanziari e di funzionamento che i loro partecipanti devono soddisfare tempestivamente. Ciò implica in particolare disporre di adeguati sistemi di tecnologia dell'informazione e della comunicazione e di personale sufficiente. La solidità giuridica e la capacità

([42]) Cfr. gli articoli 22 (riesame e valutazione), 55 (procedura di autorizzazione) e 60 (supervisione) del CSDR.
([43]) Cfr. l'articolo 4, punti 16 e 51 della proposta di regolamento quadro, che, rispettivamente, modifica, gli articoli 17 e 55 del regolamento CSRD.
([44]) Cfr. l'articolo 4, punti 19 e 33, della proposta di regolamento quadro, che, rispettivamente, modifica gli articoli 19 e 30 del CSDR.
([45]) Cfr. l'articolo 4, punti 2 e 33, della proposta di regolamento quadro, che inseriscono, rispettivamente, un nuovo articolo 2, paragrafo 1, punto 4 ter, e un nuovo articolo 30, paragrafi 6 e 7 nel regolamento CSRD.
([46]) Cfr. l'articolo 4, punto 24, della proposta di regolamento quadro, che modifica gli articoli 23 e 49, del CSDR.
([47]) Quali gli standard di mercato sponsorizzati dal gruppo consultivo dell'Eurosistema sulle infrastrutture di mercato per titoli e garanzie (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral, AMI-SeCo), ossia gli standard SCoRE sugli eventi societari, sulla gestione triparty delle garanzie e sulla fatturazione, gli standard di armonizzazione T2S sul regolamento e sugli eventi societari sul flusso e gli standard Joint Corporate Action Market e gli standard di identificazione degli azionisti di settore, disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu o sul sito Internet della Federazione bancaria europea all'indirizzo https://www.ebf.eu.

finanziaria e operativa dei partecipanti diretti sono garanzie fondamentali per la stabilità delle IMF e, nel caso specifico dei CSD, per l'efficienza del regolamento, giustificando la limitazione della partecipazione ai CSD ai soggetti giuridici (preferibilmente, istituzioni finanziarie regolamentate). I CSD non dovrebbero consentire ai privati di diventare partecipanti in un CSD ([48]).

4.4. *Uso delle DLT da parte dei CSD per la prestazione di servizi CSD*

La BCE accoglie con favore le proposte di adattamento del CSDR ([49]) per facilitare l'uso della DLT da parte dei CSD e apprezza il mantenimento di solidi standard di gestione del rischio per i CSD, indipendentemente dalle soluzioni tecnologiche che utilizzano. In particolare, la BCE accoglie con particolare favore gli adattamenti volti a definire requisiti per la gestione dei rischi specifici della DLT al di fuori di un accordo di esternalizzazione. Detto questo, la BCE suggerisce di specificare ulteriormente questi adattamenti per includere la valutazione, da parte del CSD, dell'idoneità degli operatori dei nodi della rete, i relativi rischi operativi e di governance, nonché la certezza e l'irreversibilità del regolamento.

4.5. *Regolamento in contanti*

4.5.1. La BCE sostiene pienamente l'introduzione di un requisito per i CSD che regolano in valute disponibili per la regolazione in TARGET2-Securities (T2S), affinché si colleghino a T2S e offrano ai loro partecipanti servizi di regolamento in moneta di banca centrale (CeBM). Tale requisito rafforzerà ulteriormente l'integrazione del mercato dei servizi di regolamento e promuoverà la sicurezza attraverso l'uso del regolamento CeBM ([50]).

4.5.2. La moneta di banca centrale (CeBM) dovrebbe rimanere la principale attività utilizzata per il regolamento per i mercati finanziari all'ingrosso e, in particolare, per il regolamento delle operazioni in titoli, anche in forma tokenizzata. La BCE accoglie favorevolmente l'introduzione di un riferimento esplicito al regolamento in moneta tokenizzata della banca centrale, che la BCE renderà possibile per le operazioni denominate in euro attraverso lo sviluppo di Pontes ([51]). Le proposte della Commissione consentono inoltre ai CSD di regolare i pagamenti in contanti per i loro sistemi di regolamento titoli in EMT. Il regolamento in EMT comporta rischi aggiuntivi rispetto al regolamento in moneta della banca centrale (CeBM) o in moneta della banca commerciale (CoBM), inclusi il rischio di credito degli emittenti, il rischio associato alle possibili fluttuazioni del prezzo degli EMT, così come il rischio di liquidità legato alle attività di riserva sottostanti ([52]). Inoltre, la scalabilità degli EMT è limitata rispetto alla moneta di banca centrale (CeBM) o alla moneta di banca commerciale (CoBM). L'uso degli EMT come attività utilizzata per il regolamento dovrebbe quindi essere attentamente regolamentato, attraverso restrizioni riguardo a quando possono essere utilizzati e misure di gestione del rischio nei casi in cui il loro utilizzo sia consentito. Per minimizzare i rischi legati alle attività utilizzate per il regolamento nei mercati finanziari all'ingrosso e garantire che la moneta di banca centrale (CeBM) rimanga la principale attività utilizzata per il regolamento in tali mercati, i depositari centrali (CSD) dovrebbero essere autorizzati a offrire il regolamento in EMT solo nei casi in cui il regolamento in CeBM tokenizzata non sia pratico né disponibile per una determinata valuta. Il regolamento in EMT dovrebbe essere consentito solo se sottoposto a solide misure di gestione del rischio, al fine di minimizzare i rischi associati al loro utilizzo, in conformità con gli standard internazionali. Inoltre, il regolamento nei token di moneta elettronica dovrebbe essere consentito solo se il token di moneta elettronica è emesso da un soggetto dell'Unione conformemente al titolo IV del regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio ([53]) e non è fungibile con cripto-attività emesse al di fuori dell'Unione, comprese quelle che fanno parte di schemi multi-emittente di paesi terzi. Infine, laddove la moneta di banca centrale (CeBM) non sia disponibile o il suo utilizzo non sia pratico, i depositi tokenizzati hanno il potenziale per assumere un ruolo più rilevante come attività utilizzata per il regolamento nelle operazioni tokenizzate. Al fine di fornire un quadro giuridico dell'Unione per tutti le attività utilizzate per il regolamento tokenizzate, i co-legislatori dovrebbero valutare l'introduzione di una definizione comune di depositi tokenizzati nella legislazione bancaria dell'Unione.

([48]) Cfr. l'articolo 4, punto 34, della proposta di regolamento quadro, che aggiunge un nuovo articolo 33, paragrafo 7 al CSDR.
([49]) Cfr. l'articolo 4, punto 40, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 45 bis nel CSDR.
([50]) Cfr. l'articolo 4, punto 39, della proposta di regolamento quadro, che sostituisce l'articolo 40, paragrafo 2, del regolamento CSRD.
([51]) Cfr. il progetto Pontes della BCE, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu. Pontes è una soluzione DLT dell'Eurosistema che collega le piattaforme DLT di mercato e i servizi Target per il regolamento di operazioni in moneta di banca centrale.
([52]) Cfr. Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato, Board dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari, «Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements», luglio 2022, disponibile sul sito Internet della Banca dei regolamenti internazionali all'indirizzo www.bis.org.
([53]) Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 (GU L 150 del 9.6.2023, pag. 40, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj), (di seguito «MiCAR»).

4.6. *Collegamenti tra CSD*

4.6.1. La BCE sostiene pienamente le proposte volte a espandere l'attuale rete di collegamenti tra gli hub CSD e gli altri CSD dell'Unione, con l'obiettivo di garantire che un partecipante in qualsiasi CSD possa accedere ai titoli emessi in qualsiasi altro CSD dell'Unione ([54]). Tali collegamenti dovrebbero essere stabiliti in T2S, ove possibile, per contribuire a cogliere i benefici di un'infrastruttura comune di regolamento. Il requisito che i collegamenti siano stabiliti in T2S dovrebbe essere adattato alle specificità dei CSD gestiti dalle banche centrali, considerando che questi registrano solo strumenti finanziari specifici e non forniscono ai loro partecipanti l'accesso ad altri titoli, dato che tutti gli Stati membri con un CSD gestito da una banca centrale dispongono anche di uno o più CSD gestiti privatamente per offrire servizi commerciali. Questo requisito dovrebbe in ogni caso applicarsi solo all'istituzione di un collegamento unidirezionale tra un hub CSD, in qualità di CSD investitore, e il CSD gestito dalla banca centrale, in qualità di CSD emittente.

4.6.2. I momenti della definitività del regolamento in T2S sono armonizzati, e l'ESMA ha precedentemente ritenuto adeguate le disposizioni legali pertinenti presenti nel contratto collettivo per il T2S e nel contratto quadro per il T2S ([55]). La BCE accoglierebbe con favore un chiarimento riguardo al potenziale divario che gli standard tecnici regolamentari (RTS) previsti dalle modifiche proposte al CSDR ([56]) mirerebbero a colmare. Ad esempio, sarebbe difficile per un tale sistema RTS affrontare l'applicazione transfrontaliera delle norme sul carattere definitivo del regolamento, senza un'ulteriore armonizzazione del diritto societario e dei valori mobiliari. La BCE suggerisce di rimuovere questa specifica disposizione dal mandato assegnato all'ESMA.

5. **Regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (DLT)**

5.1. *Ampliamento del regime pilota DLT (DLTPR)*

5.1.1. La BCE accoglie favorevolmente la proposta di espansione del DLTPR, che migliorerebbe significativamente le opportunità sia per gli attori consolidati che per i nuovi operatori di sviluppare soluzioni post-negoziazione basate su tecnologie innovative in un ambiente normativo più flessibile e proporzionato, promuovendo la concorrenza, l'innovazione e la resilienza. L'espansione proposta può inoltre contribuire alla creazione di un quadro unico europeo, attenuando il rischio di frammentazione normativa derivante dalla proliferazione di quadri giuridici nazionali, in linea con gli obiettivi dell'Unione del risparmio e degli investimenti. Per evitare un'ulteriore frammentazione nel panorama della post-negoziazione dell'Unione, sarà essenziale promuovere e, se necessario, applicare l'interoperabilità e la standardizzazione tra le infrastrutture di mercato DLT. L'Eurosistema è pronto a svolgere il proprio ruolo, sia come operatore che come catalizzatore, nel contesto del suo programma di lavoro unico sulle nuove tecnologie per il regolamento delle operazioni in moneta di banca centrale, Pontes e Appia ([57]).

5.1.2. La BCE sostiene la proposta di adeguamento dei limiti di attività, che trova il giusto equilibrio tra l'agevolazione delle iniziative di mercato e la limitazione dell'importanza sistemica e dei rischi associati alle attività condotte nell'ambito del DLTPR, che non soddisfano tutti i requisiti normativi applicabili alle infrastrutture dei mercati finanziari. Ciò è particolarmente vero in quanto gli adeguamenti del CSDR volti ad agevolare l'uso della DLT da parte dei CSD che operano solo nel quadro di un'autorizzazione CSD garantiscono anche che i CSD che operano al di sopra del limite di attività possano continuare a utilizzare la DLT, rispettando nel contempo gli stessi requisiti dei CSD che utilizzano tecnologie tradizionali. Tuttavia, per evitare qualsiasi elusione dei limiti, la BCE sostiene l'applicazione dei limiti di attività a livello di gruppo. La BCE ritiene che un approccio a livello di gruppo dovrebbe applicarsi anche più in generale alla vigilanza prudenziale dei soggetti autorizzati ai sensi del DLTPR, al fine di garantire che i fondi propri e la gestione del rischio siano commisurati alle attività combinate dei gruppi multifunzione ([58]).

([54]) Articolo 4, punti 43 e 46 della proposta di regolamento quadro, che inserisce i nuovi articoli 48 bis, 48 ter e 51 bis nel CSDR.

([55]) Entrambi i contratti sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([56]) Cfr. l'articolo 4, punto 42, della proposta di regolamento quadro, che modifica l'articolo 48, paragrafo 10, e sostituisce l'articolo 48, paragrafo 10, lettera f), del CSRD.

([57]) Cfr. l'iniziativa Appia della BCE, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu. L'obiettivo di Appia è esplorare concetti quali un registro comune europeo e una rete di registri interconnessi: infrastrutture che potrebbero fungere da utilità per l'emissione, la registrazione, la negoziazione e il regolamento di attività tokenizzate, consentendo nel contempo la programmabilità.

([58]) Cfr. anche la relazione del CERS «Crypto-assets and decentralised finance — Report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups» (Cripto-attività e finanza decentralizzata — Relazione sugli stablecoin, i prodotti di investimento legati alle criptovalute e i gruppi multifunzionali), disponibile sul sito Internet del CERS all'indirizzo www.esrb.europa.eu.

5.1.3. La BCE è inoltre a favore dell'introduzione di un regime semplificato per le infrastrutture di mercato DLT più piccole. Questo regime semplificato consentirebbe una regolamentazione e una vigilanza più proporzionate delle imprese di importanza non sistemica. Tuttavia, la BCE suggerisce che l'approccio adottato nel regime semplificato per disapplicare taluni requisiti applicabili ai CSD ai sensi del CSDR dovrebbe essere più circoscritto, al fine di garantire il rispetto di taluni requisiti critici ([59]). Infine, con la crescita delle infrastrutture di mercato DLT nell'ambito del regolamento sui mercati digitali, è essenziale garantire la loro conformità alle solide garanzie prudenziali stabilite dalla legislazione dell'Unione ([60]), in modo da mantenere un'adeguata gestione del rischio ed evitare lacune nella protezione degli investitori e nella resilienza operativa. In particolare, tutti i soggetti regolamentati che forniscono servizi CSD di base dovrebbero rispettare i requisiti pertinenti del CSDR.

5.2. *Ammissibilità di nuovi tipi di soggetti e di una gamma più ampia di strumenti finanziari*

5.2.1. La BCE è favorevole a rendere gli enti creditizi idonei a chiedere l'autorizzazione a operare ai sensi del DLTPR, in quanto ciò aprirebbe il quadro a una nuova gamma di soggetti regolamentati. Ciò contribuirebbe a promuovere l'innovazione attraverso una più ampia partecipazione, sostenendo nel contempo la sicurezza delle infrastrutture di mercato DLT, dato che gli enti creditizi sono ben regolamentati e sottoposti a vigilanza.

5.2.2. Per contro, la BCE nutre alcune preoccupazioni in merito alla proposta di includere i prestatori di servizi per le cripto-attività nel DLTPR. I prestatori di servizi per le cripto-attività operano attualmente nell'ambito di un quadro di vigilanza più snello e di requisiti di fondi propri più bassi e non sensibili al rischio. Ciò non è coerente con il fatto di consentire loro di fornire servizi relativi a strumenti finanziari che esulano dall'ambito di applicazione del MiCAR e sono riservati alle entità titolari di licenze concesse in base a requisiti più rigorosi e sensibili al rischio. Tale preoccupazione potrebbe essere affrontata modificando i requisiti per i prestatori di servizi per le cripto-attività, come suggerito al paragrafo 7.

5.2.3. La BCE accoglie inoltre con favore l'ampliamento dei criteri di ammissibilità per gli strumenti finanziari, osservando che, qualora un'infrastruttura di mercato DLT offra servizi in relazione a derivati tokenizzati, qualsiasi requisito relativo alla compensazione dei derivati ai sensi della legislazione vigente dell'Unione dovrebbe applicarsi allo stesso modo.

5.3. *Ulteriori esenzioni per le infrastrutture di mercato DLT*

La BCE ritiene opportuno consentire alle infrastrutture di mercato DLT di richiedere ulteriori esenzioni oltre a quelle definite nella DLTPR. Tuttavia, il potere di concedere tali esenzioni dovrebbe essere esercitato in modo da garantire l'applicazione armonizzata del diritto dell'Unione. La BCE raccomanda pertanto che, anziché fornire un parere non vincolante su tali richieste, all'ESMA sia conferito il potere di indirizzare decisioni vincolanti all'autorità competente che tratta la richiesta ([61]).

5.4. *Requisiti per il regolamento in contanti per le infrastrutture di mercato DLT*

La BCE accoglie favorevolmente i chiarimenti proposti dalla Commissione riguardo i requisiti sul regolamento in contanti nei sistemi di regolamento basati su tecnologia DLT (DLT SS) e nei sistemi di negoziazione e regolamento (DLT TSS), attraverso la proposta di esenzione dai requisiti previsti relativi al regolamento in contanti e EMT ai sensi dell'articolo 40 del CSDR ([62]). La BCE raccomanda inoltre la parità di condizioni nell'approccio normativo tra le infrastrutture di mercato DLT che regolano in CoBM e quelle che regolano in token di moneta elettronica. In particolare, secondo la BCE, il trattamento più snello proposto per gli EMT non è giustificato, considerati i rischi

([59]) Cfr. l'articolo 27, paragrafi da 8 a 10, l'articolo 33, paragrafo 4, l'articolo 38, paragrafo 7, l'articolo 39, paragrafi 6 e 7, l'articolo 45, paragrafo 5 e l'articolo 46, paragrafi da 1 a 3, del CSDR.

([60]) In particolare il MiFIR, la direttiva n. 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj) (di seguito «MiFID»), il CSDR e, se del caso, il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 176 del 27.6.2013, pag.1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj) e il MiCAR.

([61]) Cfr. l'articolo 8, punto 7, della proposta di regolamento quadro, che inserisce l'articolo 5 bis nel regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE (GU L 151 del 2.6.2022, pag.1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2022/858/oj) (di seguito il «DLTPR»).

([62]) Cfr. l'articolo 8, punto 6, della proposta di regolamento quadro, che sostituisce l'articolo 5, paragrafo 8, del regime pilota DLT.

aggiuntivi che gli EMT comportano come attività utilizzata per il regolamento (vedi paragrafo 4.5.2). A tal proposito, la BCE propone che i requisiti relativi alla fornitura di servizi accessori di tipo bancario per i partecipanti ai CSD, ai sensi del Titolo IV del CSDR, si applichino in tutti i casi per i SRT DLT e i TSS DLT operanti sotto il regime ordinario, e che la maggiore flessibilità prevista nella proposta della Commissione sia limitata al regime semplificato ([63]). Infine, la BCE concorda fortemente sul fatto che i servizi accessori di tipo bancario, diversi dalla fornitura di conti di cassa e dall'elaborazione dei pagamenti, debbano essere forniti esclusivamente da enti in possesso di una licenza bancaria.

5.5. *Prestazione di servizi di CSD individuali e gestione di sistemi di regolamento*

5.5.1. La BCE sostiene la creazione di un'autorizzazione specifica per la fornitura di servizi individuali da parte dei CSD, al fine di consentire alle imprese che operano ai sensi delle leggi nazionali che regolano i titoli digitali o basati su DLT di ottenere una licenza dell'Unione, che copra anche i titoli ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione. I limiti di attività potrebbero essere ulteriormente allineati a quelli delle infrastrutture di mercato DLT, stabilendo un limite complessivo di 100 miliardi di EUR per il valore totale dei titoli registrati su un'infrastruttura di mercato DLT. Negli accordi che coinvolgono notai DLT, gestori di conti DLT e DLT SS o TSS, sarà fondamentale una chiara allocazione delle responsabilità. A tal proposito, la BCE accoglie con favore il fatto che la disposizione pertinente del DLTPR richieda che il notaio DLT, il gestore di conti DLT e il DLT SS, TSS o il CSD pertinente, che forniscono i servizi centrali dei CSD, specifichino congiuntamente i loro ruoli e responsabilità nella fornitura di tali servizi in un accordo scritto giuridicamente vincolante, che deve essere notificato alle rispettive autorità competenti, insieme a informazioni chiare su quale entità fornisce i servizi centrali dei CSD per quali strumenti finanziari DLT o categorie di strumenti finanziari DLT ([64]). La complessità che tali accordi potrebbero introdurre nel panorama post-negoziazione rafforza la necessità di garantire l'interoperabilità tra le entità autorizzate ai sensi del DLTPR. Lo sviluppo di tali accordi dovrebbe quindi essere accompagnato dall'introduzione di requisiti normativi per garantire l'accesso aperto e l'interoperabilità tra i servizi forniti da ciascuna entità, nonché dall'implementazione di standard comuni per consentire collegamenti tra questi servizi (si veda il paragrafo 5.6). In considerazione dell'interesse dei membri del SEBC, in qualità di autorità competenti ai sensi del CSDR, la BCE suggerisce che i progetti di norme tecniche di regolamentazione dell'ESMA, che specificano le disposizioni applicabili a ciascuna di queste licenze specifiche, siano elaborati in stretta collaborazione con il SEBC.

5.5.2. La proposta di istituire una licenza per gli schemi di regolamento potrebbe anche consentire lo sviluppo di configurazioni innovative. L'assenza di un'unica entità giuridica che gestisca lo schema di regolamento rappresenta un'innovazione giuridica che richiede solide garanzie per stabilire chiaramente l'allocazione delle responsabilità, come delineato nella proposta. Data la natura innovativa di questa configurazione, la BCE sostiene la proposta della Commissione di applicare agli schemi di regolamento lo stesso limite di attività previsto per le infrastrutture di mercato DLT autorizzate nell'ambito del regime semplificato. È, in ogni caso, essenziale che tali schemi non vengano utilizzati per eludere il quadro normativo dell'Unione, che attua gli standard internazionali per le infrastrutture dei mercati finanziari e prevede requisiti solidi per la gestione del rischio. Il DLTPR dovrebbe quindi garantire parità di condizioni tra gli schemi di regolamento e le infrastrutture di mercato DLT che operano nell'ambito del regime semplificato. Infine, la BCE sostiene il requisito proposto secondo cui le transazioni all'interno di uno schema di regolamento devono essere regolate in moneta della banca centrale. Tuttavia, tale requisito, imposto ai gestori di conti DLT che operano schemi di regolamento, non dovrebbe essere interpretato come un'estensione della gamma di entità idonee a detenere un conto presso la banca centrale, né come un obbligo per le banche centrali di fornire tale conto ai fini della gestione di uno schema di regolamento.

5.6. *Gruppo industriale per facilitare il regolamento interoperabile tra le infrastrutture di mercato DLT*

La BCE accoglie con favore la proposta affinché gli operatori delle infrastrutture di mercato DLT e i gestori di conti DLT formino un gruppo di settore per sviluppare norme settoriali che agevolino il regolamento, aperto anche ad altri partecipanti idonei ([65]). La BCE propone che la BCE e l'ESMA siano invitate come osservatori permanenti nel gruppo di settore, anziché essere consultate periodicamente. Ciò favorirebbe una stretta consultazione nella definizione delle norme stabilite dalla regolamentazione o dal mercato e promuoverebbe la coerenza con il lavoro svolto dall'Eurosistema in qualità di fornitore di servizi di regolamento in CeBM per le operazioni tokenizzate.

([63]) Cfr. il paragrafo 3.3.11 del parere CON/2021/15 della Banca centrale europea, del 28 aprile 2021, sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (GU C 244 del 22.6.2021, pag. 4).

([64]) Cfr. l'articolo 8, punto 14, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 10 ter, paragrafo 8, nel regime pilota DLT.

([65]) Cfr. l'articolo 8, punto 14, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 10 octies nella direttiva sulla durata di protezione dei dati.

6. **Carattere definitivo del regolamento**

6.1. *Regolamento direttamente applicabile*

La BCE accoglie con favore la proposta di regolamento concernente il carattere definitivo del regolamento (di seguito «la proposta di SFR») in sostituzione della direttiva n. 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio ([66]) (di seguito «la SFD») e la proposta di armonizzazione delle procedure, che conseguono la piena uniformità della designazione per i sistemi dell'Unione e introducono un quadro armonizzato a livello dell'Unione per la registrazione dei sistemi dei paesi terzi. Gli Stati membri, con l'adozione della proposta di SFR, dovrebbero adottare tutte le misure necessarie per adeguare tempestivamente le loro legislazioni nazionali, abrogare le disposizioni che attuano la SFD e conformarsi alla proposta di SFR direttamente applicabile. Tali azioni sono necessarie per garantire certezza giuridica e compatibilità tra la proposta di SFR e la legislazione nazionale pertinente, inclusa quella in materia di insolvenza e bancaria. Per consentire tali adeguamenti, la data di applicazione della proposta di SFR e la data di abrogazione della SFD dovrebbero essere fissate a un anno dalla data di pubblicazione della proposta di SFR nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

6.2. *Procedure e condizioni per la designazione dei sistemi dell'Unione*

6.2.1. La proposta di SFR delinea un ampio insieme di condizioni da soddisfare per la designazione di un sistema ([67]). La BCE rileva che molte di queste condizioni si sovrappongono totalmente o parzialmente ai requisiti organizzativi, prudenziali e di sorveglianza già stabiliti dall'EMIR, dal CSDR, dal regolamento (UE) 2025/1355 della Banca Centrale Europea (BCE/2025/22) ([68]) (di seguito il «regolamento SIPS»), dalle leggi nazionali che regolano la sorveglianza dei sistemi di pagamento da parte delle banche centrali e dai quadri di sorveglianza dell'Eurosistema.

6.2.2. La BCE ritiene che vi sia margine per semplificare e migliorare la struttura della procedura e delle condizioni per la designazione nell'ambito della proposta di SFR ([69]), in particolare per evitare la duplicazione dei requisiti organizzativi, prudenziali e di sorveglianza già esistenti. Evitare tale duplicazione è importante per diverse ragioni. In primo luogo, eviterebbe oneri amministrativi e normativi per gli operatori dei sistemi pertinenti valutati secondo diversi regimi in base a requisiti identici o simili. In secondo luogo, limiterebbe la duplicazione del lavoro per le autorità coinvolte. In terzo luogo, escluderebbe risultati divergenti tra le autorità designanti e quelle competenti. In quarto luogo, è importante evitare tale duplicazione per garantire l'esercizio indipendente del compito fondamentale dell'Eurosistema ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 2, quarto trattino, del trattato e dell'articolo 3, paragrafo 1 dello statuto del SEBC, volto a promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Infine, evitare tale duplicazione è in linea con l'obiettivo della Commissione di semplificare le politiche e le leggi dell'Unione e di migliorarne l'attuazione, anche collaborando con e supportando gli Stati membri, oltre che cooperando con le altre istituzioni dell'Unione ([70]).

6.2.3. Di conseguenza, l'autorità di designazione ([71]) dovrebbe essere coerentemente l'autorità responsabile della supervisione o della sorveglianza del gestore del sistema. Nel valutare il sistema rispetto alle condizioni per la designazione, tale autorità potrebbe quindi basarsi sulla propria valutazione di vigilanza o sorveglianza relativa alla conformità dell'operatore del sistema ai requisiti normativi o di sorveglianza applicabili. Questo approccio sfrutterebbe l'esperienza del supervisore o dell'autorità di sorveglianza con l'operatore del sistema ed eviterebbe qualsiasi duplicazione di norme e conflitti di competenze tra le autorità. Ciò sosterrebbe anche l'obiettivo della Commissione di raggiungere l'armonizzazione introducendo un insieme uniforme di condizioni. Per un sistema gestito da una banca centrale, al fine di garantire il rispetto del principio di indipendenza delle banche centrali, l'autorità di designazione dovrebbe in ogni caso essere la banca centrale che lo sorveglia.

([66]) Direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (GU L 166 dell'11.6.1998, pag.45, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/1998/26/oj).

([67]) Cfr. l'articolo 5, paragrafo 1, della proposta di SFR.

([68]) Regolamento (UE) 2025/1355 della Banca centrale europea, del 2 luglio 2025, sui requisiti di sorveglianza per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (BCE/2025/22) (GU L, 2025/1355, 14.7.2025, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2025/1355/oj).

([69]) Cfr. gli articoli 4 e 5 della proposta di SFR.

([70]) Comunicazione della Commissione, «Un'Europa più semplice e più rapida — Comunicazione sull'attuazione e la semplificazione» [COM(2025) 47 final].

([71]) Cfr. l'articolo 2, punto 33, della proposta di SFR.

6.3. *Elaborazione di norme tecniche di regolamentazione da parte dell'ESMA e dell'Autorità bancaria europea (ABE)*

La proposta di SFR comprende disposizioni in base alle quali l'ESMA e l'ABE possono, in stretta collaborazione con il SEBC, elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione che definiscano ulteriormente le condizioni di designazione ([72]). Come già osservato, le condizioni di designazione si sovrappongono totalmente o parzialmente ai requisiti già stabiliti dall'EMIR, dal CSDR e, per i sistemi di pagamento, dal regolamento SIPS e da altri quadri di sorveglianza applicabili. Aggiungere ulteriori dettagli a queste condizioni aumenterebbe solo la complessità di questo regime. Inoltre, gli RTS preliminari che potrebbero essere elaborati dall'EBA in relazione ai sistemi di pagamento si sovrapporrebbero in modo significativo ai poteri normativi della BCE ai sensi dell'articolo 22 dello statuto del SEBC per quanto riguarda i sistemi di pagamento dell'area euro, inclusi i sistemi gestiti dalle banche centrali. Pertanto, questa delega a ESMA e EBA dovrebbe essere rimossa dalla proposta di SFR.

6.4. *Procedura coordinata per la registrazione dei sistemi dei paesi terzi*

6.4.1. La BCE raccomanderebbe inoltre miglioramenti alla procedura di registrazione dei sistemi di paesi terzi, al fine di evitare molteplici procedure di registrazione parallele a livello nazionale ([73]). A tal fine, la BCE suggerirebbe che un'unica autorità di coordinamento si occupi della gestione delle interazioni con l'operatore del sistema del paese terzo e della valutazione della sua conformità alle condizioni per la registrazione previste dal SFR proposto. L'autorità di coordinamento dovrebbe essere ESMA per i sistemi di regolamento titoli e compensazione di paesi terzi e la BCE per i sistemi di pagamento di paesi terzi. Le autorità nazionali di registrazione rimarrebbero coinvolte durante l'intero processo e prenderebbero la decisione finale riguardo alla registrazione nel loro Stato membro.

6.4.2. Inoltre, la BCE comprende che lo scopo di questo regime di registrazione è estendere le protezioni dell'SFR ai partecipanti dell'UE in tali sistemi di paesi terzi. La BCE suggerisce di chiarire lo scopo e gli effetti giuridici esatti di tale estensione, e che questa estensione limiti proporzionalmente l'applicazione delle norme sostanziali dell'UE su compensazione, ordini di trasferimento, utilizzo di fondi e strumenti finanziari per adempiere agli obblighi dei partecipanti esclusivamente ai sistemi designati.

6.5. *Chiarimento di diverse definizioni*

6.5.1. La definizione di «sistema» proposta dall'SFR ([74]) non menziona un numero minimo di partecipanti, a differenza della definizione esistente nella SFD ([75]). Ciò potrebbe avere la conseguenza involontaria di estendere la definizione a un'ampia gamma di accordi che non dovrebbero essere contemplati dal regolamento sui crediti deteriorati proposto. La BCE suggerisce di mantenere lo stesso numero minimo di partecipanti nella definizione di «sistema» nella proposta di SFR, come attualmente precisato nella definizione corrispondente nella SFD.

6.5.2. La definizione proposta di «regolamento» ([76]) con riferimento al CSDR è intesa a fare riferimento solo al regolamento degli ordini di trasferimento di titoli. Analogamente, la definizione proposta di «compensazione» ([77]) dal SFR con riferimento all'EMIR è intesa a fare riferimento solo alle CCP. Tuttavia, secondo le migliori pratiche internazionali, il termine «regolamento» ha un significato più ampio, che potrebbe riferirsi all'estinzione di qualsiasi obbligazione, non solo di quelle relative ai titoli.

6.5.3. La definizione proposta di «sistema di regolamento titoli» ([78]) (SSS) si riferisce al regolamento di qualsiasi ordine di trasferimento, che include il regolamento dei pagamenti, e dovrebbe pertanto essere ulteriormente specificata. Inoltre, i considerando della proposta di SFR ([79]) affermano che dovrebbe essere possibile designare sistemi gestiti da infrastrutture di mercato DLT conformemente al DLTPR nell'ambito della proposta di SFR, purché che rispettino le condizioni stabilite sia nel DLTPR che nella proposta di SFR. La BCE comprende quindi che la definizione di SSS nella proposta di SFR è intesa a includere i sistemi gestiti da infrastrutture di mercato DLT conformemente al

([72]) Cfr. l'articolo 5, paragrafi 2 e 3, della proposta di SFR.
([73]) Cfr. gli articoli da 12 a 16 della proposta di regolamento.
([74]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 1, della proposta di SFR.
([75]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), del CRR.
([76]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 3, della proposta di SFR.
([77]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 4, della proposta di SFR.
([78]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 5, della proposta di SFR.
([79]) Cfr. il considerando 7 della proposta di SFR.

DLTPR, siano essi DLT SS o TSS. La BCE suggerisce di garantire una formulazione coerente con la definizione di SSS ai sensi del CSDR ([80]) e con il requisito previsto dal CSDR secondo cui gli SSS possono essere gestiti solo da CSD autorizzati, al fine di evitare qualsiasi incertezza giuridica riguardo alla possibilità di designare come SSS un sistema di negoziazione e regolamento DLT gestito da un'impresa di investimento. Infine, si potrebbe anche chiarire se la definizione di SSS ai sensi della proposta di SFR sia intesa a comprendere i sistemi di regolamento istituiti conformemente al DLTPR (cfr. paragrafo 5.5.2), al fine di consentirne la potenziale designazione ai sensi della proposta di SFR. Se tale è l'intenzione legislativa, le sue implicazioni giuridiche dovrebbero essere analizzate e affrontate nella proposta di SFR.

6.5.4. La definizione proposta di «partecipante» a un sistema designato comprende, oltre all'elenco di taluni istituti finanziari regolamentati ([81]), qualsiasi soggetto diverso da quelli elencati ([82]). Il termine «membro del sistema» è a sua volta definito come tale soggetto ([83]). Le condizioni previste dalla proposta di SFR per l'accettazione di un membro del sistema come partecipante al sistema ([84]) non chiariscono ulteriormente la definizione, in quanto qualsiasi partecipante dovrebbe a priori soddisfare tali condizioni. Il termine «entità» potrebbe essere chiarito in tali disposizioni quale persona giuridica, al fine di evitare qualsiasi ambiguità che tale termine sia inteso a includere anche le persone fisiche. Qualsiasi futura inclusione di persone fisiche nella definizione di «partecipante» o «membro del sistema» dovrebbe essere oggetto di un'approfondita valutazione d'impatto, anche alla luce delle considerazioni di cui al paragrafo 4.3.

6.5.5. La definizione proposta di «ordine di trasferimento» ([85]) sembra sottintendere che la registrazione «mediante scrittura contabile o registrazione elettronica in un registro avente una funzione analoga o in altro modo» si applicherebbe solo agli ordini di trasferimento di titoli, senza spiegare la necessità di un tale intento legislativo. Poiché la DLT può essere utilizzata anche per trasferire fondi, tale definizione dovrebbe essere ampliata.

6.5.6. La definizione proposta di «giorno lavorativo» ([86]) e le sue applicazioni nelle pertinenti disposizioni della proposta di SFR ([87]) potrebbero essere di difficile applicazione ai sistemi che funzionano continuamente su base «24/7», compresi i sistemi di pagamento istantaneo e potenzialmente i sistemi basati sulla DLT. La definizione potrebbe pertanto essere rivista tenendo conto di questa considerazione.

6.6. *Interazione tra i sistemi DLT e il carattere definitivo del regolamento*

Ai sensi della proposta di SFR, i sistemi designati che utilizzano la DLT sono tenuti ad attuare «meccanismi che garantiscano momenti deterministici [...] di definitività» ([88]). Le implicazioni di questa disposizione per gli accordi giuridici nelle regole del sistema e la compatibilità delle soluzioni tecnologiche per il regolamento basato su DLT con tale requisito necessiterebbero di ulteriori chiarimenti per evitare conseguenze indesiderate, distinguendo meglio tra requisiti giuridici e tecnologici.

6.7. *Interazione con le tutele per il sistema designato ai sensi della BRRD*

La direttiva n. 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ([89]) (di seguito «BRRD») prevede una serie di tutele specifiche per i sistemi designati conformemente alla SFD ([90]). La BCE suggerisce ai colegislatori di prendere in considerazione la possibilità di estendere tali tutele ai sistemi di paesi terzi registrati ai sensi dell'SFR proposto, se del caso, in particolare a vantaggio dei partecipanti dell'Unione a tali sistemi.

([80]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), del CRR.
([81]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 15, lettera a), punti da i) a vi), della proposta di SFR.
([82]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 15, lettera a), punto vii), della proposta di SFR.
([83]) Cfr. l'articolo 2, paragrafo 1, punto 16, della proposta di SFR.
([84]) Cfr. l'articolo 7, paragrafo 2, della proposta di SFR.
([85]) Cfr. l'articolo 2, punto 20, della proposta di SFR.
([86]) Cfr. l'articolo 2, punto 28, della proposta di SFR.
([87]) Cfr. gli articoli 17 e 19, della proposta di SFR.
([88]) Cfr. l'articolo 21, paragrafo 1, della proposta di SFR.
([89]) Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 190, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2014/59/oj).
([90]) Ad esempio, l'articolo 44, paragrafo 2, l'articolo 69, paragrafo 4, l'articolo 70, paragrafo 2 e l'articolo 71, paragrafo 3, della BRRD.

6.8. *Interazione con le legislazioni nazionali in materia di regolamento definitivo degli ordini di trasferimento di contante e titoli*

La proposta di SFR afferma che il momento del regolamento finale deve essere «stabilito dalle regole comuni e procedure standardizzate di ciascun sistema designato, conformemente alla normativa applicabile al trasferimento di proprietà e di altri diritti» ([91]). Gli operatori di sistemi interoperabili sono tenuti a garantire, per quanto possibile, che le regole di tutti i sistemi interoperabili interessati siano coordinate ([92]). Inoltre, l'ESMA può elaborare progetti di standard tecnici regolamentari per specificare le regole per determinare il momento del regolamento finale ([93]). Dato che le leggi che regolano il trasferimento della proprietà e di altri diritti non sono armonizzate nell'Unione (e la Commissione non propone di armonizzarle), la BCE evince che gli obblighi imposti agli operatori di sistema possano essere interpretati solo come un obbligo di registrare fedelmente le disposizioni della legge nazionale applicabile, e che gli RTS dell'ESMA possano solo agevolare il rispetto di tale obbligo, senza definire il momento del regolamento finale ai sensi della proposta di SFR ([94]).

7. **Mercati delle cripto-attività**

7.1. *Rafforzamento del quadro di vigilanza per i prestatori di servizi per le cripto-attività — Vigilanza dell'ESMA sui prestatori di servizi per le cripto-attività*

7.1.1. La BCE accoglie con favore la proposta della Commissione di rafforzare il quadro di vigilanza per i fornitori di servizi per le cripto-attività (CASP) trasferendo i poteri di autorizzazione, monitoraggio e applicazione delle norme per tutti i CASP dalle BCN all'ESMA ([95]). Questa misura garantirà la convergenza della vigilanza, ridurrà la frammentazione e mitigherà i rischi transfrontalieri nei mercati delle cripto-attività, sostenendo così la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato unico. A tal fine, nella progettazione e nell'attuazione del nuovo quadro, l'ESMA dovrebbe beneficiare del contributo tecnico e dell'esperienza delle autorità nazionali. Le banche sono sempre più coinvolte nei servizi relativi alle cripto-attività, sviluppando così interconnessioni operative e finanziarie con i CASP, in particolare quelli organizzati come gruppi multifunzionali che combinano custodia, negoziazione, regolamento e altri servizi essenziali all'interno di strutture societarie transfrontaliere. Come evidenziato dal CERS, tali gruppi operano in gran parte al di fuori della vigilanza consolidata, amplificando i canali di contagio intra-gruppo e possono trasmettere inadempienze sul piano della governance, interruzioni operative o shock di liquidità nel sistema finanziario. Ciò è particolarmente vero nel caso in cui tali gruppi agiscano come fornitori terzi critici di servizi per le banche ([96]). Ulteriori esposizioni indirette o dirette derivano dalle banche che offrono servizi bancari ai CASP, i quali depositano i fondi dei loro clienti presso le banche, poiché gli shock possono essere trasmessi alle banche che ricevono quantità significative di depositi dai CASP. Queste vulnerabilità strutturali evidenziano la necessità di un regime di vigilanza centralizzato a livello dell'Unione per i CASP, in grado di far fronte ai rischi sistemici posti dai CASP con attività significative, prevenire la migrazione dei rischi nel sistema bancario e salvaguardare la stabilità finanziaria. Per supportare tali obiettivi, la BCE propone che vengano apportati chiarimenti tecnici alle proposte della Commissione sui requisiti prudenziali per i CASP, inclusi quelli relativi ai requisiti di revisione legale dei conti e all'introduzione di fondi propri commisurati ai rischi.

7.1.2. Inoltre, la BCE suggerisce di mantenere, nel MiCAR, la categoria dei CASP significativi e di ampliare i criteri esistenti includendo metriche oggettive di rilevanza (ad esempio, dimensione, attività transfrontaliera, rilevanza sistemica, volume di scambi per le piattaforme, volume scambiato contro fondi e considerazione delle attività a livello di gruppo). Si dovrebbe prevedere una revisione periodica dei criteri per i CASP significativi, basandosi sulle lezioni apprese dall'esperienza della loro applicazione. Per far fronte ai rischi e alle opportunità di arbitraggio normativo derivanti da strutture di gruppo complesse e non consolidate e da parti con stretti legami, i prestatori di servizi per le cripto-attività significativi dovrebbero essere tenuti a istituire un'impresa madre intermedia nell'Unione ([97]) e ad assicurare di disporre di piani di risanamento a livello di gruppo. L'obbligo di istituire una società madre intermedia nell'Unione dovrebbe essere applicabile in tutti i casi in cui un'impresa di un paese terzo controlli, nell'Unione, sia un ente creditizio che un CASP e/o un istituto di moneta elettronica che emette token di moneta elettronica o token riferiti ad attività.

([91]) Cfr. l'articolo 21, paragrafo 1, della proposta di SFR.
([92]) Cfr. l'articolo 21, paragrafo 2, della proposta di SFR.
([93]) Cfr. l'articolo 21, paragrafo 3, della proposta di SFR.
([94]) Cfr. l'articolo 21, paragrafo 1, della proposta di SFR.
([95]) Cfr. l'articolo 9, punto 22, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo capo 6 nel titolo VII del MiCAR.
([96]) Cfr. anche CERS, «Crypto-assets and decentralised finance: Report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups», October 2025, disponibile sul sito del CERS all'indirizzo www.esrb.europa.eu.
([97]) Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj).

7.1.3. I prestatori di servizi per le cripto-attività significativi dovrebbero inoltre essere tenuti a: a) applicare controlli interni rafforzati e dispositivi di gestione del rischio, anche per la gestione dei conflitti di interesse; b) adottare sistemi di remunerazione solidi; c) richiedere l'approvazione preventiva da parte delle autorità di vigilanza per le nomine di direttori e membri del senior management; e d) garantire informativa e rendicontazione rafforzate sia a livello di entità che di gruppo.

7.1.4. La BCE raccomanda inoltre di rivedere l'allegato VII del MiCAR per garantire una copertura completa delle attività di tutti i CASP, tra cui custodia, negoziazione e regolamento, e di chiarire i poteri dell'ESMA di imporre sanzioni pecuniarie, penalità di mora e la sospensione dei servizi.

7.1.5. La BCE ha due commenti finali. In primo luogo, la BCE ricorda che due degli obiettivi del MiCAR sono proteggere gli investitori e garantire una concorrenza leale. In questo contesto, il MiCAR vieta l'offerta al pubblico, nell'Unione, di stablecoin non conformi al MiCAR. Nonostante tale divieto, vi sono prove della fornitura, nell'Unione, di servizi MiCAR relativi a stablecoin non autorizzati ai sensi del MiCAR, inclusi stablecoin il cui meccanismo di stabilizzazione non si basa sulla detenzione di attività di riserva, ma su modelli algoritmici. Ciò compromette la protezione degli investitori e può anche rappresentare una minaccia per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, la trasmissione della politica monetaria e la sovranità monetaria. Di conseguenza, la BCE raccomanda chiarezza sui servizi che rientrano nel perimetro di una «offerta» di stablecoin, per evitare frammentazioni e scongiurare il rischio che alcuni CASP possano trovarsi al limite tra la fornitura di servizi non legati all'offerta e l'effettiva offerta al pubblico. In secondo luogo, la BCE ricorda che la Commissione deve presentare una relazione intermedia al Parlamento europeo e al Consiglio sull'applicazione del regolamento MiCAR, accompagnata, se del caso, da una proposta legislativa ([98]). La BCE accoglie favorevolmente questa importante opportunità di condurre una revisione completa del MiCAR, tenendo conto degli sviluppi di mercato rilevanti, ed è pronta a contribuire con la propria esperienza a tale revisione. Ad esempio, è fondamentale modificare il quadro normativo per rafforzare gli obblighi di segnalazione dei CASP e garantire che il quadro regolamentare consenta l'adozione di misure aggiuntive per affrontare i timori per la stabilità finanziaria derivanti dall'emissione e dalla circolazione di token riferiti ad attività e di EMT, in particolare da parte di entità di paesi terzi.

7.2. *Trasferimento della vigilanza dei soggetti la cui attività principale è costituita dai servizi per le cripto-attività all'ESMA*

La BCE sostiene la proposta di trasferire la vigilanza delle entità autorizzate con una licenza diversa da quella di CASP all'ESMA, una volta che la fornitura di servizi relativi alle cripto-attività diventi la loro attività principale. In uno scenario di duplice vigilanza, sarà essenziale una cooperazione ben strutturata tra l'ESMA e l'autorità competente rilevante, basata su un'allocazione delle responsabilità chiaramente definita, documentata in accordi di cooperazione elaborati congiuntamente e debitamente resa operativa, ad esempio attraverso gruppi di vigilanza congiunti. Inoltre, la definizione delle soglie che determinano tale trasferimento potrebbe essere chiarita. In primo luogo, per garantire che si applichi anche alle imprese che combinano attività finanziarie e non finanziarie, la definizione delle soglie potrebbe tenere conto del totale delle attività di servizi finanziari di tali entità nell'Unione. Inoltre, affidarsi a una singola metrica, come il 50 % del fatturato, potrebbe non rappresentare adeguatamente i modelli di business in cui il principale fattore di rischio è il volume delle operazioni piuttosto che i ricavi (ad esempio, custodia, sede di negoziazione). Si potrebbe anche prendere in considerazione l'attività di negoziazione per conto proprio di cripto-attività e derivati, nonché l'attività di assunzione ed erogazione di prestiti in cripto-attività, poiché tali attività sono suscettibili di generare rischi significativi non rilevati con un approccio basato sul fatturato. Gli accordi di cooperazione tra l'ESMA e le altre autorità competenti dovrebbero garantire una transizione agevole e una vigilanza efficace delle attività residue. Infine, la BCE suggerisce di chiarire che, per le istituzioni creditizie, l'applicazione dei requisiti di monitoraggio contro gli abusi di mercato per le attività CASP e la relativa esecuzione potrebbero essere assegnati anche all'ESMA, poiché tali attività non sono coperte dal regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio ([99]). Allo stesso tempo, l'ESMA dovrebbe informare l'autorità competente ai sensi della CRD prima di adottare qualsiasi misura di vigilanza o avviare azioni esecutive, in considerazione delle possibili implicazioni per la solidità dell'ente e per coordinare le azioni nell'ambito dei rispettivi mandati.

([98]) Cfr. l'articolo 140 del MiCAR.

([99]) Regolamento (UE) n.1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287 del 29.10.2013, pag. 63, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj).

8. **Gestione patrimoniale**

8.1. La BCE sostiene pienamente gli elementi delle proposte della Commissione mirati a rimuovere le barriere che limitano l'integrazione transfrontaliera del settore europeo della gestione patrimoniale, attraverso un'ulteriore armonizzazione del quadro normativo. Tali sforzi dovrebbero in ultima analisi condurre a un corpus normativo unico e a una maggiore convergenza della vigilanza all'interno del settore. Un settore integrato e meno frammentato sosterrebbe gli obiettivi e i compiti della BCE e dell'Eurosistema. In primo luogo, un settore della gestione patrimoniale integrato può facilitare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro ([100]) e favorire la condivisione dei rischi privati a livello transfrontaliero, riducendo così l'onere in capo all'Eurosistema di garantire una stabilizzazione anticiclica in risposta a shock idiosincratici ([101]). In secondo luogo, la rimozione degli ostacoli che attualmente impediscono il flusso di capitali oltre confine può contribuire a mitigare la frammentazione finanziaria nell'area dell'euro. In terzo luogo, un quadro di vigilanza più integrato, che garantisca parità di condizioni nella vigilanza e sia dotato di solidi strumenti macroprudenziali, può rafforzare la resilienza del settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria ([102]), salvaguardando così la stabilità finanziaria. Ciò supporterebbe anche i compiti della BCE in qualità di autorità di vigilanza bancaria, data la crescente interconnessione tra banche e intermediari non bancari ([103]).

8.2. Per tali motivi, la BCE sostiene, in particolare, i seguenti elementi delle proposte della Commissione: a) il conferimento, all'ESMA, del potere di agire come piattaforma centrale per la commercializzazione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e dei fondi di investimento alternativi (FIA) ([104]) e di stabilire piattaforme di collaborazione per garantire il rispetto della normativa dell'Unione e far fronte a pratiche di vigilanza divergenti o carenti ([105]); b) l'introduzione di un passaporto unico a livello dell'Unione per i depositari, che consenta agli OICVM e ai gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) di nominare un depositario situato in qualsiasi paese dell'Unione e ai depositari di offrire i loro servizi su base transfrontaliera ([106]), che include le garanzie previste nelle proposte della Commissione secondo cui il passaporto per depositari dovrebbe essere applicabile solo ai depositari autorizzati come istituti di credito o imprese di investimento, soggetti a requisiti prudenziali e vigilanza, e a una vigilanza più uniforme delle attività dei depositari regolamentate nelle direttive OICVM e GEFIA; e c) l'introduzione del concetto di gruppo di società di gestione e GEFIA dell'Unione ([107]), incluso il chiarimento per cui alcuni accordi intra-gruppo non costituiscono delega ([108]). Allo stesso tempo, sarà importante anche rafforzare la convergenza e la cooperazione nella vigilanza rispetto ai gruppi dell'Unione, per garantire che la centralizzazione delle funzioni all'interno di un gruppo non porti a lacune nella vigilanza o crei un punto di vulnerabilità unico in cui si trovano le funzioni critiche.

([100]) Cfr. la valutazione della strategia di politica monetaria della BCE, 2025, che ha evidenziato la necessità di tenere conto dei possibili cambiamenti nella trasmissione della politica monetaria connessi, ad esempio, a fattori strutturali, quali l'aumento dell'intermediazione finanziaria non bancaria o le riduzioni della trasmissione dovute, ad esempio, alla frammentazione o alle tensioni di mercato. Cfr. anche BCE (2021), Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities, Occasional Paper Series della BCE, n. 270. Disponibile sul sito della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([101]) Cfr. BCE (2018), «Risk sharing in the euro area», Economic Bulletin, numero 3, che ha evidenziato il ruolo di mercati finanziari efficienti e integrati quale presupposto fondamentale per un'efficace condivisione del rischio privato nell'area dell'euro. Disponibile sul sito della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([102]) Cfr. parere CON/2022/26 della Banca centrale europea, del 9 agosto 2022, su una proposta di direttiva per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi (GU C 379 del 3.10.2022, pag.1).

([103]) Cfr. BCE (2025), Financial Stability Review, capitolo 4, che esamina il rischio sistemico derivante dai legami tra banche e intermediari finanziari non bancari, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

([104]) Cfr. l'articolo 6, punto 10, della proposta di regolamento quadro, che sostituisce l'articolo 12 del regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 (GU L 188 del 12.7.2019, pag. 55, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2019/1156/oj).

([105]) Cfr. l'articolo 1, punto 16, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo articolo 19 bis nel regolamento ESMA.

([106]) Cfr. l'articolo 1, punto 16, e l'articolo 2, punto 11, della proposta di direttiva quadro, che modificano, rispettivamente, l'articolo 23, paragrafo 1, della direttiva n. 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj) (di seguito la «direttiva OICVM») e l'articolo 21, paragrafo 5, della direttiva n. 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell' 8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (GU L 174 del 1.7.2011, pag. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj) (di seguito la «direttiva GEFIA»).

([107]) Cfr. l'articolo 1, punto 2, e l'articolo 2, punto 1, della proposta di direttiva quadro, che aggiungono, rispettivamente, un nuovo articolo 2, paragrafo 1, punto v), alla direttiva OICVM e un nuovo articolo 4, paragrafo 1, punto av), alla direttiva GEFIA. Il concetto di gruppo di società di gestione e AIFM dell'Unione è introdotto specificamente ai fini indicati nelle proposte della Commissione ed è distinto, e senza pregiudizio, dal concetto di gruppo previsto nei quadri prudenziali per le banche e le imprese di investimento.

([108]) Cfr. gli articoli 1, punto 8, e 2, punto 10, della proposta di direttiva quadro, che modificano, rispettivamente, l'articolo 13, paragrafo 3, della direttiva OICVM e l'articolo 20, paragrafo 6 bis, della direttiva GEFIA.

8.3. La BCE accoglie favorevolmente la proposta della Commissione di aumentare il limite per gli OICVM che investono in cartolarizzazioni emesse a norma del regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio ([109]) [vale a dire cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS), da uno stesso emittente] dall'attuale limite del 10 % a un limite più elevato del 15 % ([110]). Tale modifica è coerente con le recenti proposte della Commissione di migliorare il funzionamento del quadro sulle cartolarizzazioni ([111]). La BCE è del parere che il limite più elevato proposto potrebbe favorire la partecipazione degli investitori al mercato delle cartolarizzazioni, e raccomanda che il limite possa essere ulteriormente aumentato, ad esempio, al 20 %. Detto questo, la BCE sottolinea che il limite non dovrebbe essere completamente rimosso, o aumentato eccessivamente, poiché persegue obiettivi politici importanti, come mantenere adeguate misure di salvaguardia per una gestione del rischio appropriata e la protezione degli investitori, in particolare per gli investitori al dettaglio. Inoltre, al fine di supportare ulteriormente gli investimenti nel mercato delle cartolarizzazioni, gli obblighi di due diligence per i FIA stabiliti dal regolamento delegato della Commissione (UE) n. 231/2013 ([112]) dovrebbero essere allineati agli obblighi di due diligence più semplici e proporzionati per gli investitori, proposti nel contesto delle iniziative della Commissione per migliorare il funzionamento del quadro normativo sulle cartolarizzazioni

8.4. La BCE accoglie favorevolmente che le proposte della Commissione aumenteranno il ruolo di convergenza nella vigilanza dell'ESMA per il settore della gestione patrimoniale. In particolare, la BCE accoglie favorevolmente il fatto che all'ESMA sarà conferito il potere di condurre le revisioni annuali di grandi gruppi dell'Unione di società di gestione e di GEFIA ([113]). Tali revisioni annuali costituiranno un passo avanti verso la valutazione e l'eliminazione degli ostacoli al funzionamento transfrontaliero del settore, garantendo che i potenziali rischi siano adeguatamente presi in considerazione e affrontati e verso la garanzia che i potenziali rischi siano adeguatamente presi in considerazione e affrontati. Concentrarsi sui gruppi più grandi in base alla dimensione e all'attività transfrontaliera è proporzionato e consente di prendere in considerazione le entità più rilevanti. La BCE suggerisce alcuni chiarimenti tecnici in merito alla portata e alla frequenza delle revisioni per garantirne l'efficacia, in linea con l'obiettivo e le competenze dell'ESMA ai sensi del regolamento ESMA.

8.5. La BCE sottolinea che una maggiore integrazione del settore della gestione patrimoniale comporta anche rischi più elevati di contagio transfrontaliero per la stabilità finanziaria. Per ottenere i benefici dell'Unione del risparmio e degli investimenti (URI), i mercati dei capitali dovrebbero essere una fonte di finanziamento resiliente e sostenibile, soprattutto nei momenti di stress. Ciò richiede un quadro prudenziale che possa individuare e fronteggiare i rischi sistemici emergenti in tutto il settore finanziario. Inoltre, la vigilanza più integrata dei fondi e dei gestori proposta dovrebbe essere accompagnata da una revisione del quadro macroprudenziale dell'Unione tramite modifiche mirate alle direttive OICVM e GEFIA, volte a sviluppare un approccio macroprudenziale accanto alla vigilanza microprudenziale. Come delineato nella risposta dell'Eurosistema alla consultazione della Commissione europea sulle politiche macroprudenziali per il settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria (NBFI), tali modifiche mirate sono necessarie per migliorare il monitoraggio settoriale, le valutazioni prospettiche dei rischi e, se necessario, l'attivazione di misure preventive per salvaguardare la stabilità finanziaria ([114]).

8.6. Infine, la BCE suggerisce modifiche mirate alle disposizioni sullo scambio di informazioni ai sensi delle direttive OICVM e GEFIA al fine di chiarire e migliorare l'accesso della BCE e di altri membri pertinenti del SEBC ai dati sugli OICVM e sui GEFIA. Ciò è necessario per garantire decisioni di politica monetaria più informate, migliorare

([109]) Regolamento (UE) n. 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012 (GU L 347 del 28.12.2017, pag. 35, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj).

([110]) Cfr. articolo 1, punto 27, della proposta di direttiva quadro, che modifica l'articolo 56, paragrafo 2, della direttiva OICVM.

([111]) COM (2025) 826 final, COM (2025) 825 final e Ares (2025) 4808223. Cfr. il parere CON/2025/35 della Banca centrale europea, dell'11 novembre 2025, su a) una proposta di regolamento che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, b) una proposta di regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi per quanto riguarda i requisiti per le esposizioni inerenti a cartolarizzazione e c) un progetto di proposta di regolamento delegato che modifica il regolamento delegato (UE) 2015/61 per quanto riguarda le condizioni di ammissibilità delle cartolarizzazioni nella riserva di liquidità degli enti creditizi (GU C, C/2026/503, 23.1.2026, ELI: http://data.europa.eu/eli/C/2026/503/oj).

([112]) Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza (GU L 83 del 22.3.2013, pag. 1 ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/231/oj).

([113]) Cfr. l'articolo 1, punto 47, e l'articolo 2, punto 21, della proposta di direttiva quadro, che inseriscono, rispettivamente, i nuovi articoli 110 ter e 110 quater nella direttiva OICVM e i nuovi articoli 47 bis e 47 ter nella direttiva GEFIA.

([114]) Cfr. la risposta dell'Eurosistema alla consultazione della Commissione europea sulle politiche macroprudenziali per l'intermediazione finanziaria non bancaria (NBFI), novembre 2024, e la risposta del SEBC alla consultazione mirata della Commissione europea sull'integrazione dei mercati dei capitali dell'UE, giugno 2025, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

coerenza, tempestività e qualità delle valutazioni della stabilità finanziaria, sostenere la progettazione e la valutazione delle politiche macroprudenziali e rafforzare il monitoraggio di potenziali effetti che travalicano i confini nazionali ([115]). Inoltre, tale accesso eliminerebbe la necessità di duplicare gli obblighi di segnalazione e dunque contribuirebbe alla semplificazione e alla riduzione degli oneri di segnalazione per gli operatori di mercato.

9. **Sedi di negoziazione**

La BCE sostiene le proposte della Commissione volte a conferire all'ESMA poteri di vigilanza diretta per le sedi di negoziazione significative con un'importante dimensione transfrontaliera. La vigilanza diretta a livello europeo contribuirà a garantire standard di vigilanza coerenti, che a loro volta possono contribuire a garantire condizioni di parità e ad affrontare l'attuale elevato grado di frammentazione delle sedi di negoziazione nell'Unione. Inoltre, la BCE sostiene la creazione di un quadro di riferimento per i gestori del mercato paneuropei (Pan-European Market Operators) ai sensi delle proposte della Commissione ([116]). Infine, la BCE sostiene il trasferimento di requisiti normativi dalla MiFID al MiFIR, così da limitare le divergenze nazionali nell'applicazione del diritto dell'Unione e ridurre le barriere giuridiche e operative che attualmente ostacolano la fornitura di servizi dalle sedi di negoziazione a livello transfrontaliero. Nel complesso, questi aspetti delle proposte della Commissione sosterranno il consolidamento e l'integrazione transfrontaliera nel settore, contribuendo in ultima analisi ad aumentare la profondità del mercato, la liquidità e la trasparenza dei mercati dei capitali dell'Unione.

Quando la BCE raccomanda di modificare le proposte, indica in un separato documento di lavoro tecnico specifiche proposte redazionali, accompagnate da note esplicative. Il documento di lavoro tecnico è disponibile in lingua inglese sul sito internet EUR-Lex.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 9 aprile 2026

La presidente della BCE
Christine LAGARDE

([115]) Cfr. il paragrafo 4 del parere CON/2022/26.

([116]) Cfr. l'articolo 3, punto 3, della proposta di regolamento quadro, che inserisce un nuovo titolo I bis nel MiFIR.