

Bruxelles, 3 luglio 2026
(OR. en)

11406/26

Fascicoli interistituzionali:
2025/0383(COD)
2025/0381(COD)
2025/0382(COD)

EF 202
ECOFIN 965
CODEC 1377
ECB

NOTA

Origine:	Presidenza
Destinatario:	COREPER/Consiglio
Oggetto:	Nota di indirizzo della presidenza relativa al pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza - Dibattito orientativo

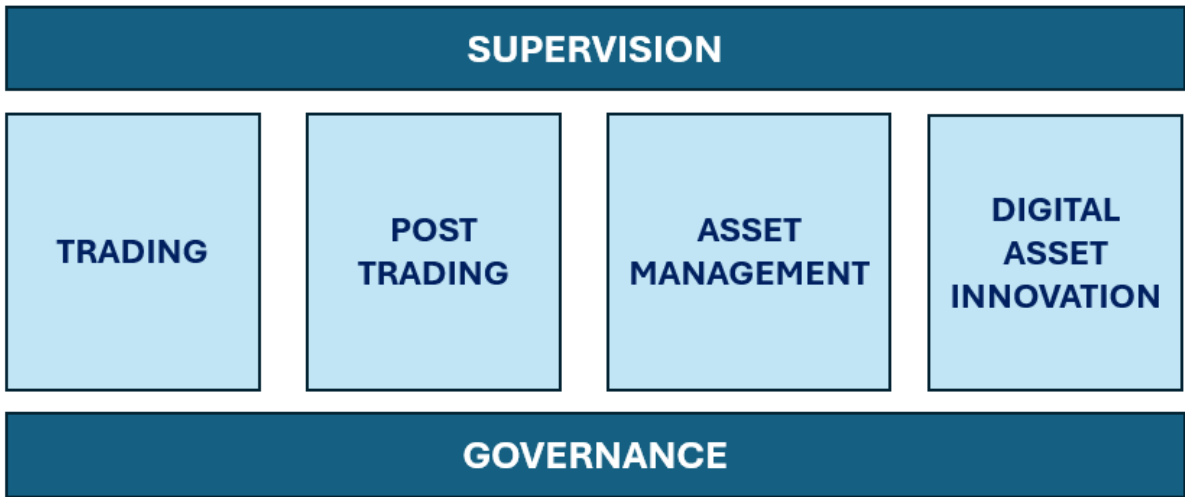
I. INTRODUZIONE

1. In quanto colonna portante dell'Unione del risparmio e degli investimenti, il pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza rappresenta un catalizzatore fondamentale per approfondire i mercati europei dei capitali e mobilitare gli investimenti privati necessari per sostenere la competitività economica a lungo termine.
2. Come sottolineato dalle relazioni Draghi e Letta, mercati europei dei capitali più integrati e approfonditi sono essenziali per la prosperità dell'Europa sul lungo periodo. Il pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza dovrebbe essere considerato come un'opportunità per rafforzare il mercato unico nell'interesse collettivo europeo: consentire agli investitori di accedere a una gamma più ampia di prodotti di risparmio e di investimento ben regolamentati, aiutando nel contempo le imprese, gli imprenditori e le start-up europei ad accedere a fonti di finanziamento più solide e diversificate. Se ben calibrato, il pacchetto può ridurre la frammentazione, migliorare l'accesso al mercato e aiutare il risparmio europeo a soddisfare meglio le esigenze di investimento europee. Nell'intento di compiere il prossimo passo nello sviluppo del mercato unico, tale pacchetto ha il potenziale per approfondirlo. Il pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza è un risultato prioritario nell'ambito della tabella di marcia "un'Europa, un mercato", con l'obiettivo di raggiungere un accordo entro fine 2026. Guidata da tale impegno politico e dall'invito del Consiglio europeo a portare avanti i lavori sul pacchetto, la presidenza mira a essere in grado di negoziare con il colegislatore nel corso dell'anno. Per rispettare tale impegno, il

Consiglio deve concentrarsi ora sul raggiungimento di un compromesso, con l'obiettivo di giungere a un solido orientamento generale con urgenza, e al più tardi nell'ottobre 2026. La presidenza ritiene che, se vogliamo realizzare il mandato del Consiglio europeo, lo slancio debba ora mutare. Abbiamo bisogno di orientamenti politici chiari sulle questioni chiave, il che consentirà di passare a negoziati più intensi e mirati con un mandato per trovare soluzioni.

3. Il pacchetto contiene un'ampia serie di misure riguardanti la negoziazione, la post-negoziazione, la gestione patrimoniale e l'innovazione delle attività digitali, che rafforzeranno il mercato unico. Nel loro complesso, queste misure ridurranno gli ostacoli all'attività transfrontaliera, aumenteranno la trasparenza e l'accesso al mercato, semplificheranno i processi e le procedure di regolamentazione, miglioreranno l'accesso ai capitali, accresceranno l'efficienza del mercato, rafforzeranno la convergenza in materia di vigilanza e sosterranno l'innovazione. La presidenza è del parere che, fondando le nostre deliberazioni sui vantaggi tangibili del pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza per l'Europa, il Consiglio possa compiere progressi nei diversi pilastri strutturali e facilitare la risoluzione delle questioni istituzionali.
4. La presente nota si basa sui progressi sostanziali compiuti durante la presidenza cipriota su tutti gli aspetti del pacchetto, che forniscono una buona base a livello tecnico per l'impegno politico e il raggiungimento di un accordo in sede di Consiglio.
5. Tali progressi hanno fatto avanzare il fascicolo fino al punto da rendere ora necessaria una valutazione olistica globale. La presidenza ritiene che l'ottenimento di un mandato del Consiglio richieda l'impegno ad affrontare le principali questioni in sospeso.
6. Il presente documento definisce un quadro di discussione e illustra in dettaglio le questioni chiave individuate per le quali sarà necessaria un'azione risoluta se vogliamo raggiungere un accordo su un ambizioso pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza.

II. IL PACCHETTO



A. NEGOZIAZIONE

7. L'ulteriore integrazione dell'infrastruttura di negoziazione dell'Unione è una condizione preliminare fondamentale per garantire alle piattaforme di negoziazione europee l'efficienza necessaria per competere con i centri finanziari globali. Con la transizione dei requisiti fondamentali del quadro

normativo dell'UE, ad esempio dalla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari al regolamento sui mercati degli strumenti finanziari direttamente applicabile, il pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza mira ad affrontare le inefficienze sistemiche intrinseche agevolando un maggiore uso delle risorse condivise, a ridurre la frammentazione del mercato e a rafforzare l'attrattiva internazionale dell'UE per gli investitori globali.

8. Per realizzare questa trasformazione strutturale, occorre affrontare le seguenti questioni in sospeso:
- lo status di **gestore del mercato paneuropeo (PEMO)**. La Commissione ha proposto un regime di licenza unica sotto la vigilanza diretta dell'ESMA che consente ai fornitori di infrastrutture transfrontaliere di gestire più sedi di negoziazione in tutta l'Unione senza dover disporre di una presenza fisica locale o di licenze distinte in ciascuno degli Stati membri in cui è situata una sede di negoziazione. Il Consiglio deve concordare il perimetro del regime PEMO; e
 - l'ambito di applicazione del quadro di pre-negoziazione rinnovato per il **sistema consolidato di pubblicazione di strumenti rappresentativi di capitale** mira a ridurre le asimmetrie informative e a rafforzare la trasparenza del processo di formazione dei prezzi, raccogliendo dati di mercato standardizzati provenienti da molteplici piattaforme di esecuzione frammentate in Europa. Il Consiglio deve decidere se procedere con il potenziamento di tale sistema consolidato di pubblicazione (aumentandone il valore per gli investitori dell'UE) includendo l'attribuzione delle sedi e l'adeguato livello di spessore delle offerte di acquisto e di vendita; nonché il grado di approfondimento delle informazioni provenienti dalle piattaforme di esecuzione over-the-counter (internalizzatori sistematici).

B. POST-NEGOZIAZIONE

9. È essenziale superare la frammentazione della compensazione e del regolamento per rafforzare la competitività dell'UE. Garantire che gli investitori possano compensare e regolare i titoli in modo fluido a livello transfrontaliero attraverso un numero ridotto di punti di connessione ridurrà i costi operativi e rappresenterà un potente dividendo economico per il mercato unico europeo.
10. Per garantire questi vantaggi a lungo termine nell'ambito dell'integrazione del mercato sarà necessario intervenire sulle seguenti questioni in sospeso:
- la progettazione dell'interconnettività dei depositari centrali di titoli attraverso un **modello "Hub-and-Spoke"** (modello a raggiera). La Commissione propone un quadro di connettività che impone ai depositari centrali di titoli di stabilire collegamenti bilaterali interoperabili, garantendo che l'intera gamma degli strumenti finanziari sia disponibile per il regolamento transfrontaliero. Il Consiglio dovrebbe risolvere le questioni relative al requisito obbligatorio di collegamenti interoperabili tra depositari centrali di titoli, al loro calendario di attuazione e all'esatto ambito di applicazione degli strumenti finanziari contemplati. Ciò sarà fondamentale per determinare i costi tecnici e di sviluppo iniziali per le infrastrutture interessate; e
 - l'istituzione di un **quadro europeo di gestione e risoluzione delle crisi** per tali infrastrutture di mercato. Le proposte della Commissione non prevedono l'introduzione di norme in tal senso. Il Consiglio dovrà decidere se intende esaminare le norme vigenti in materia di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e introdurre norme dell'UE per i depositari centrali di titoli, incaricando la Commissione di approfondire la questione e di valutare le prossime tappe.

C. GESTIONE PATRIMONIALE

11. Gli elementi del pacchetto relativi alla gestione patrimoniale mirano a ridurre gli ostacoli alle attività transfrontaliere incentrate sulla gestione e la distribuzione dei fondi di investimento, aumentando la scelta dei prodotti grazie alla semplificazione delle procedure di autorizzazione e di passaporto, rafforzando la convergenza in materia di vigilanza e valutando se siano necessarie modifiche ai quadri relativi ai depositari e alle deleghe.
12. Per sbloccare questi vantaggi, è necessaria una decisione del Consiglio in merito a quanto segue:
 - il **passaporto per i depositari**. La Commissione propone di eliminare l'obbligo che limita la scelta del depositario di un fondo a quelli stabiliti nello Stato membro di origine del fondo. Il Consiglio dovrà decidere se procedere con la proposta della Commissione che prevede l'esistenza di un passaporto completo per i depositari o elaborare una proposta alternativa basata sulle opinioni espresse dagli Stati membri, anche ampliando la soglia, mantenendo nel contempo l'approccio di partecipazione volontaria stabilito nell'ambito della direttiva GEFIA 2 o aggiornando il quadro per prevedere requisiti armonizzati dell'UE più dettagliati per i depositari. In tutti i casi, la progettazione precisa di qualsiasi meccanismo dovrà essere attentamente definita in modo da mantenere le attuali garanzie regolamentari, sostenendo nel contempo maggiori flussi transfrontalieri di capitali e l'accesso ai depositari, in particolare per gli Stati membri in cui potrebbero mancare servizi di depositario nei rispettivi mercati nazionali;
 - le norme che disciplinano la **delega infragruppo**. La proposta della Commissione mira a prevedere modelli operativi infragruppo disapplicando gli attuali obblighi relativi alle deleghe qualora un gestore di fondi ricorra a un altro soggetto autorizzato dell'UE all'interno dello stesso gruppo per l'esecuzione di compiti regolamentati relativi alla gestione dei fondi. Con tali modifiche, i gruppi sarebbero autorizzati a ottimizzare le proprie risorse condividendo il lavoro interno o il sostegno di back-office nel quadro del gruppo dell'UE e i compiti delegati sarebbero soggetti a un controllo di vigilanza meno rigoroso. Il Consiglio dovrà decidere se mantenere questo modello infragruppo dell'UE o prendere in considerazione approcci alternativi, che comprendono la modifica della proposta della Commissione con garanzie supplementari o l'elaborazione di un approccio più ampio basato sul rischio che rifletta i diversi modelli operativi dei gestori di patrimoni in Europa, preservando nel contempo la visibilità, la sostanza e la responsabilità della vigilanza.

Il quadro proposto per un **riesame annuale dell'ESMA** per i gruppi di gestione patrimoniale di grandi dimensioni. La Commissione propone un meccanismo di riesame dell'ESMA volto a rafforzare la convergenza in materia di vigilanza e migliorare l'uniformità dei risultati per i gestori di grandi dimensioni che operano in diversi Stati membri. Il Consiglio dovrà decidere se mantenere l'attuale riesame annuale o prendere in considerazione alternative quali l'adeguamento della sua portata e della sua frequenza o il ricorso a collegi di coordinamento.

D. REGIME PILOTA DLT

13. L'ampliamento del quadro delle attività digitali offre a questo mercato in via di sviluppo la flessibilità e la certezza del diritto necessarie per costruire, testare e commercializzare architetture digitali su larga scala in condizioni controllate. Tale spazio di sperimentazione normativa specializzato può consentire alle tecnologie all'avanguardia di maturare e dimostrare in modo sicuro la loro sostenibilità economica.

14. Per sbloccare tali efficienze, saranno necessari orientamenti per quanto riguarda:

- la **durata** dello spazio di sperimentazione. La Commissione propone di eliminare le attuali limitazioni temporali regolamentari, estendendo il regime pilota a tempo indeterminato e sostituendo le date fisse con una relazione di riesame differita. Il Consiglio dovrebbe decidere se renderlo un complemento speciale permanente al quadro generale che disciplina le operazioni delle sedi di negoziazione e dei depositari centrali di titoli o se mantenerlo vincolato a un calendario fisso che imponga ai soggetti di passare al quadro generale; e
- l'**ambito di applicazione e la portata** del regime. La Commissione propone di ampliare in modo significativo lo spazio di sperimentazione aumentando il massimale totale per le attività da 6 miliardi di EUR a 100 miliardi di EUR, eliminando le restrizioni specifiche per prodotto e conferendo a se stessa il potere di adeguare tali soglie mediante atti delegati.

E. VIGILANZA

15. Un codice normativo unico non può garantire una reale integrazione dei mercati dei capitali se la vigilanza continua ad essere esercitata attraverso 27 prospettive nazionali distinte, con una serie di interpretazioni e approcci in materia di vigilanza e potenziali duplicazioni e frammentazioni a livello normativo e amministrativo. La vigilanza unica da parte dell'ESMA delle infrastrutture dei mercati finanziari e dei prestatori di servizi per le cripto-attività e un ruolo rafforzato dell'ESMA nel garantire la convergenza potrebbero fornire agli operatori transfrontalieri un approccio normativo prevedibile e uniforme che dovrebbe ridurre i costi, diminuire la frammentazione e rafforzare la competitività e la semplificazione.
16. Dalle precedenti discussioni del Consiglio ECOFIN è emerso un ampio sostegno di principio a favore di una concentrazione della vigilanza diretta dell'ESMA su soggetti transfrontalieri realmente significativi con rilevanza sistemica a livello dell'UE. Le discussioni si sono inoltre incentrate sulla necessità di garantire che qualsiasi trasferimento della responsabilità in materia di vigilanza sia guidato dalla necessità e dalla proporzionalità e che sia credibile dal punto di vista operativo e accompagnato da chiari meccanismi di rendicontabilità e di controllo dei costi. I ministri hanno sottolineato la necessità che l'ambito di applicazione della vigilanza diretta dell'ESMA sia fondato su adeguati criteri di significatività e su una cooperazione stretta e permanente tra l'ESMA e le autorità nazionali in relazione alle rispettive funzioni. Il Consiglio dovrà stabilire le modalità di funzionamento dell'architettura di vigilanza con riferimento alle infrastrutture dei mercati finanziari, ai prestatori di servizi per le cripto-attività e ad altri settori disciplinati dal pacchetto sull'integrazione dei mercati e la vigilanza.
17. Alla luce di quanto precede, il Consiglio deve decidere in merito alle seguenti questioni in sospeso:
- l'**ambito di applicazione della vigilanza diretta dell'ESMA**. Questo punto comprende la definizione dei criteri per determinare la "significatività" con riguardo ai prestatori di servizi per le cripto-attività, le sedi di negoziazione, i depositari centrali di titoli e le controparti centrali, con particolare attenzione alle versioni settoriali dei criteri di gruppo.

F. GOVERNANCE E POTERI DELL'ESMA

18. La riforma del quadro di governance dell'ESMA è a pieno titolo una questione di primo piano e costituisce il fondamento dei nostri sforzi volti a conseguire un accordo ambizioso sul pacchetto. Le proposte di riforma della struttura di governance e dei poteri dell'ESMA sono altrettanto fondamentali per garantire che il pacchetto possa realizzare l'integrazione dei mercati in modo legittimo, efficiente e responsabile.

19. Il Consiglio dovrà determinare quali elementi delle proposte di riforma della struttura di governance e dei poteri dell'ESMA richiedano una ricalibrazione al fine di garantire l'equilibrio istituzionale, il ruolo delle autorità nazionali competenti e la certezza del diritto.
20. Questo pilastro richiede di orientare i lavori del Consiglio sulle seguenti questioni in sospeso:
- a. **il quadro di governance.** Comprende l'equilibrio dei poteri tra il consiglio delle autorità di vigilanza e il comitato esecutivo indipendente, il ruolo operativo, la composizione e la nomina del comitato esecutivo, i diritti di voto e il ruolo del consiglio delle autorità di vigilanza nell'assicurare una vigilanza sostanziale;
 - b. **la messa in pratica della vigilanza quotidiana diretta.** Il Consiglio dovrà stabilire quale modello o modelli di vigilanza utilizzare per strutturare i compiti di vigilanza diretta dell'ESMA, tra cui l'eventuale distinzione per settore, le decisioni di competenza del comitato esecutivo, la ripartizione delle responsabilità di vigilanza nei casi in cui la vigilanza diretta dell'ESMA si intersechi con le responsabilità nazionali in materia di vigilanza del mercato, la stabilità finanziaria, la gestione delle crisi o l'applicazione delle norme, le modalità di utilizzo delle risorse e delle competenze delle ANC e le modalità per garantire il controllo dei costi e la responsabilità;
 - c. **i nuovi strumenti di intervento e di convergenza dell'ESMA**, compresi gli articoli 17 bis bis e 17 bis bis bis, la loro attivazione, le soglie, le garanzie procedurali, l'ambito operativo e l'interazione con la procedura esistente per violazioni del diritto dell'Unione e gli strumenti di convergenza in materia di vigilanza; e
 - d. **il controllo delle risorse di bilancio e il controllo dei costi**, associati a un ampliamento delle responsabilità dell'ESMA. Il Consiglio dovrà decidere in merito alle modalità per il controllo dei costi, il controllo di bilancio, la proporzionalità dei contributi e la necessità di evitare duplicazioni tra i costi dell'ESMA e quelli delle ANC.

III. ORIENTAMENTO POLITICO

21. Alla luce di quanto precede, la presidenza invita i ministri a riflettere sui seguenti quesiti:
- a) Vi impegnate a ottenere un mandato del Consiglio in ottobre e, in tale prospettiva, a incaricare i vostri funzionari di portare avanti le necessarie soluzioni tecniche e politiche?
 - b) Siete d'accordo sul fatto che le questioni menzionate nell'ambito dei temi di cui sopra costituiscano l'insieme completo delle questioni da affrontare? Quali di queste questioni sono più cruciali per il raggiungimento di un accordo definitivo?