



Public Statement di ESMA sul regime di *grandfathering* per i depositari centrali di paesi terzi: chiarimenti per gli emittenti europei

Il contesto

Allo stato, gli emittenti europei che accedono al mercato dei capitali statunitense operano in un contesto regolamentare che potrebbe cambiare significativamente a partire dal 17 gennaio 2027, quando cesserà il regime transitorio di *grandfathering* previsto dal Regolamento (UE) n. 909/2014 (*Central Securities Depositories Regulation* – “**CSDR**”) per i *central securities depositories* (“**CSD**”) di paesi terzi.

Come noto, i titoli di debito o *equity* destinati al mercato statunitense sono generalmente depositati presso il depositario centrale statunitense, Depository Trust Company (“**DTC**”), che oggi può prestare i propri servizi agli emittenti europei beneficiando del regime di *grandfathering*. Con la sua scadenza, l’operatività di DTC nei confronti degli emittenti europei potrebbe subire limitazioni significative.

Al fine di contenere tale rischio, il 7 ottobre 2026 ESMA ha pubblicato uno *statement* volto a evitare il *cliff-edge effect* che si verificherebbe con la scadenza del regime di *grandfathering*.

Il regime di *grandfathering*

L'art. 25 del CSDR impone ai CSD di paesi terzi di ottenere il riconoscimento dell'ESMA qualora intendano prestare alcuni servizi *core* con riguardo a titoli emessi da emittenti europei o disciplinati dal diritto di uno Stato membro dell'Unione Europea. Fra le condizioni per il riconoscimento figura l'adozione, da parte della Commissione europea, di una decisione che determini l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza applicabile ai CSD nel Paese terzo con quello previsto dal CSDR.

Ai fini dell'obbligo di previo riconoscimento, è sufficiente che l'emittente sia costituito in uno stato membro dell'Unione Europea, indipendentemente dalla *governing law* dei titoli.

L'art. 69, paragrafo 4-*bis*, del CSDR prevede tuttavia che le norme nazionali sul riconoscimento dei CSD di paesi terzi continuino ad applicarsi fino al riconoscimento di tali CSD, ovvero fino al 17 gennaio 2027, se anteriore.

La Commissione non ha ancora adottato la decisione di equivalenza nei confronti degli Stati Uniti, precludendo nei fatti il riconoscimento di DTC da parte dell'ESMA.

La possibile soluzione: *il Market Integration and Supervision Package*

Il 4 dicembre 2025 la Commissione europea ha presentato un pacchetto di riforme dei mercati finanziari (il c.d. *Market Integration and Supervision Package*), nell'ambito della Strategia sull'Unione del risparmio e degli investimenti.

Il MISP prevede, fra l'altro, la proroga di tre anni del regime di *grandfathering* applicabile ai CSD di paesi terzi.

Tra le novità più rilevanti, inoltre, vi è l'esclusione, dal perimetro degli strumenti per cui i CSD di paesi terzi necessiterebbero del riconoscimento ESMA, dei titoli emessi da *issuer* europei ma disciplinati dal diritto di uno Stato non UE.

Se confermata, questa modifica ridurrebbe in modo significativo l'impatto pratico della scadenza del *grandfathering* sulle emissioni obbligazionarie *Rule 144A*, tipicamente regolate dal diritto di New York. Il regime CSDR resterebbe invece rilevante per i titoli azionari, sempre soggetti al diritto dello Stato membro in cui l'emittente è costituito.

Lo *statement* di ESMA

ESMA ha precisato che, dal punto di vista giuridico, né ESMA né le autorità nazionali competenti ("**NCA**") hanno il potere di sospendere o disapplicare un testo normativo UE direttamente applicabile, nemmeno in circostanze eccezionali.

Ciò premesso, ESMA ha auspicato che le NCA non diano priorità alle proprie azioni di vigilanza e di *enforcement* nei confronti dei CSD di paesi terzi non riconosciuti da ESMA fino all'entrata in vigore del regime transitorio "esteso" prevista dal MISF.

Si tratta, dunque, di un'indicazione temporanea e non di una modifica normativa: il termine del 17 gennaio 2027 resta formalmente invariato nel testo del CSRR, ma la mancata adozione di iniziative di vigilanza o sanzionatorie da parte delle NCA dovrebbe, nella prassi, consentire a DTC e agli altri CSD di paesi terzi di continuare a prestare i propri servizi agli emittenti europei anche dopo tale data.

Considerazioni conclusive

Lo *statement* di ESMA riduce in modo significativo il rischio di un *cliff-edge effect*, ma non modifica il quadro normativo vigente. Lo *statement* è infatti un'indicazione di carattere politico-amministrativo, priva di effetti giuridici cogenti.

Gli emittenti interessati dovrebbero pertanto continuare a monitorare con attenzione gli sviluppi normativi e condurre un'analisi dettagliata della struttura delle proprie emissioni al fine di comprendere se e in che misura potrebbero risentire della scadenza del regime di *grandfathering* qualora il MISP non venga adottato, o non entri in vigore, prima di tale data.

Un'analisi caso per caso è opportuna anche per gli emittenti che accedono al mercato statunitense tramite American Depositary Receipts o Global Receipts, poiché l'applicabilità concreta della normativa CSDR può variare a seconda della struttura utilizzata nel concreto.

Pills

○ Financial Intermediaries Regulations



Per ulteriori informazioni, si prega di contattare:

Marco Penna
mpenna@legance.it

Andrea Mazzoni
amazzoni@legance.it

Camilla Onorato
conorato@legance.it