



*Ministero dell'Economia e delle Finanze*

UFFICIO LEGISLATIVO ECONOMIA

1873

Roma, 23 FEB. 2022

Alla Presidenza del Consiglio dei ministri  
Dipartimento per le politiche europee  
*Servizio informative parlamentari e Corte di giustizia UE*

E, p.c.

Al Gabinetto del Ministro

All'Ufficio del coordinamento legislativo

Al Dipartimento del tesoro

LORO SEDI

OGGETTO: Richiesta di relazione (art. 6 legge n. 234 / 2012) sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti. Cod. Commissione COM(2021) 727 final.

Con riferimento alla proposta di Decisione in oggetto, si trasmette la relazione ai sensi dell'art. 6 della legge n. 234 del 2012, unitamente alla tabella di corrispondenza, predisposta dal competente Dipartimento del tesoro.

IL CAPO DELL'UFFICIO

PS

## Relazione

### ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge n. 234/2012

#### Oggetto dell'atto:

Proposta di *REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti.*

- **Codice della proposta:** COM(2021) 727 del 25.11.2021
  - **Codice interistituzionale:** 2021/0385 (COD)
  - **Amministrazione con competenza prevalente:** Ministero dell'Economia e delle Finanze
- Proposta correlata a COM (2021) 726 FINAL - 2021/0384 (COD) del 25 novembre 2021**

\*\*\*

#### Premessa: finalità e contesto

- Quadro normativo:

Il regolamento (UE) N. 600/2014 del 15.5.2014 sui mercati degli strumenti finanziari (cd. MIFIR) e la Direttiva MIFID 2 (Direttiva 2014/65/UE del 15.5.2014, sui mercati degli strumenti finanziari) hanno sostanzialmente innovato il quadro normativo dell'Unione in tema di mercati di strumenti finanziari precedentemente incentrato sulla direttiva 2004/39/CE (cd. MIFID 1). In particolare, a seguito della crisi finanziaria del 2008, si è reso necessario un rafforzamento della trasparenza ai fini del miglioramento del funzionamento del mercato interno degli strumenti finanziari mediante una nuova cornice normativa che regolamentasse gli obblighi applicabili alle imprese di investimento, ai mercati regolamentati e fornitori di servizi di reporting dei dati di mercato (volumi delle negoziazioni, prezzi etc.).

- La cornice normativa italiana è rappresentata dal Testo Unico delle disposizioni sull'intermediazione finanziaria – D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nonché dalle disposizioni di settore della Commissione Nazionale delle Società e della Borsa (CONSOB) contenute nel Regolamento Mercati (Reg. Consob 20249/2017) e nel Regolamento Intermediari (Reg. Consob 20307/2018).

- Proposte correlate:

Le modifiche principali alla disciplina di settore sono contenute nella proposta di regolamento *de qua* e sono integrate dalle modifiche alla direttiva MIFID 2, apportate dalla proposta di "Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari - COM(2021) 726 del 25.11.2021 del 25.11.2001 – 2021/0384 (COD)

- riferimenti:

Progetto per la realizzazione del progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Market Union)

- CMU);

- finalità generali:

Con la proposta di revisione di MIFIR<sup>1</sup> la Commissione intende migliorare l'accesso, la qualità, la disponibilità e la trasparenza dei "market data" (in generale, dati relativi alle transazioni finanziarie, sostanzialmente, prezzi e volumi degli strumenti finanziari, sia in fase ex-ante che in fase ex-post negoziazione) per la generalità degli investitori, con riferimento all'investimento in titoli (azioni, bond e derivati), nonché ad irrobustire le infrastrutture del mercato dell'UE. Ciò dovrebbe, in generale, migliorare la liquidità del mercato, rendendo più facile l'accesso ai capitali da parte delle imprese.

La proposta affronta il rischio di liquidità (mancanza di profondità del mercato in termini di acquirenti e venditori) e il rischio di esecuzione della negoziazione (impossibilità di eseguire una transazione ad un prezzo e/o in un periodo di tempo). Entrambi i rischi derivano dalla mancanza di informazioni corrette e tempestive sui prezzi e sui volumi delle transazioni.

Tre sono le principali aree sulle quali si focalizza la proposta della Commissione:

- rafforzamento della trasparenza e della disponibilità dei market data;
  - eliminare disequilibri e vantaggi competitivi derivanti dall'attuale regolamentazione tra le sedi di negoziazione e gli operatori che, in modo organizzato, frequente e sistematico, negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato (cd. internalizzatori sistematici);
  - migliorare la competitività a livello internazionale delle infrastrutture dei mercati dei titoli EU.
- Elementi qualificanti ed innovativi.

Nello specifico, la proposta prevede la definizione e l'attuazione di un "sistema di consolidamento dei dati" o "sistema consolidato di pubblicazione" (Consolidated Tape<sup>2</sup>, CT e CTP, *Consolidated Tape Provider*), per le diverse tipologie di strumenti finanziari ad iniziare dalle azioni (equity) e proseguendo con le obbligazioni e ai derivati (non-equity), in particolare anche con la finalità di aumentare la liquidità dei mercati secondari di strumenti di debito denominati in euro. Nel Consolidated Tape (CT) confluirebbero flussi di dati, in tempo reale, forniti dalle borse e dalle sedi di negoziazione alternative, rendendo quindi disponibili al pubblico le stesse identiche informazioni, a un costo ragionevole. Il fine è quello di consentire l'accesso e l'operatività alle negoziazioni in una situazione di parità di condizioni agli investitori.

L'assenza di un CT proprio dei mercati dell'Unione impedisce infatti valutazioni accurate sulla composizione di portafogli di investimento e degli indici con possibili inefficienze informative e conseguenti distorsioni a sfavore delle imprese meno capitalizzate.

- La proposta affronta inoltre altri aspetti collegati alla qualità dei dati e ai rischi di liquidità e di esecuzione delle transazioni, che possono essere presenti in modo maggiore in mercati molto frammentati (come nel panorama dell'Unione). Qualità e disponibilità dei dati sono rilevanti in

<sup>1</sup> Unitamente a complementari e minori emendamenti alla Direttiva MIFID 2.

<sup>2</sup> Il concetto di un Consolidated Tape Provider è già presente in MIFID 2. Nonostante le regole attuali già permetterebbero questa attività sia a più operatori (privati) sia ad un singolo operatore, questa possibilità, a cause di limitazioni connesse all'attuale regolamentazione, non si è effettivamente concretizzata.

particolare per gli operatori minori (asset manager e piccole banche), che non hanno accesso allo stesso set informativo di operatori di grandi dimensioni.

- In particolare, l'uso di certe esenzioni dalle regole di trasparenza, contenute nella cornice normativa corrente, sono alla base delle relativamente basse percentuali di transazioni su azioni (equity) eseguite nei mercati a prezzi trasparenti. Peraltro, le norme che restringono tali esenzioni, aumentano in generale la rigidità e la complessità di tali meccanismi, che per la Commissione vanno per questo motivo semplificati.
- Anche con riferimento alle transazioni riguardanti strumenti non-equity sono attualmente previste delle eccezioni (in particolare, nella fase post-negoziato, in termini di ritardo nella pubblicazione delle relative informazioni su prezzi e volumi, che possono essere concesse agli operatori da parte delle competenti Autorità di vigilanza, principalmente per transazioni sopra determinate soglie, o per transazioni su strumenti poco liquidi e/o che possono coinvolgere operatori che forniscono liquidità. La Commissione propone una ricalibrazione con armonizzazione del regime delle esenzioni per la pubblicazione delle informazioni su prezzi e volumi, così da rafforzare gli obblighi di trasparenza post-negoziato, rimuovendo alcune discrezionalità lasciate alle autorità competenti.
- La proposta inoltre ridefinisce il perimetro dell'obbligo di negoziazione, (cd. *Share Trading Obligation* - STO) in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o su un internalizzatore sistematico per le azioni ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati o negoziate in una sede di negoziazione, proponendo inoltre, la sospensione di obblighi simili, relativi agli strumenti derivati, per alcune imprese già soggette a particolari (ed equivalenti) obblighi quando interagiscono con controparti non-UE in piattaforme non-UE.

## **A. Rispetto dei principi dell'ordinamento europeo**

### **1. Rispetto del principio di attribuzione, con particolare riguardo alla correttezza della base giuridica**

La base giuridica della presente proposta è l'articolo 53, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), sulla base di un'esigenza di ravvicinamento e coordinamento delle previsioni nazionali che hanno per oggetto l'accesso all'attività delle imprese di investimento e dei mercati regolamentati. La base giuridica per l'adozione del MiFIR è stata l'articolo 114 del TFUE. La proposta corrente mira a migliorare la qualità dei dati di mercato e il loro consolidamento, settori disciplinati da MiFIR, attraverso modifiche alle norme dello stesso. Da ciò consegue che anche la riforma proposta dovrebbe rientrare nell'ambito della stessa base giuridica. La mancanza di un sistema di consolidamento e di una banca dati che mostri i dati di mercato per i titoli negoziati nelle sedi di negoziazione dell'UE sfavorisce gli investitori dell'UE, diversi da quelli sofisticati, che non possono disporre di una base consolidata di dati utili a scelte di investimento. Perdurano asimmetrie informative che non consentono agli investitori di beneficiare completamente del mercato unico.

L'articolo 114 TFUE costituisce la base giuridica adeguata ad affrontare gli ostacoli al sistema di consolidamento dei dati che derivano da: i) provenienza da fonti frammentate; ii) norme poco

chiare sulla loro segnalazione; dei dati di mercato; iii) regimi di autorizzazione o concessione di licenze complessi.

## **2. Rispetto del principio di sussidiarietà**

I mercati di negoziazione per varie categorie di strumenti finanziari sono distribuiti in tutta l'Unione. Il sistema di consolidamento dei dati pubblicati da tali sedi di negoziazione richiede una cornice normativa unica per tutta l'Unione. Le singole iniziative nazionali non potrebbero affrontare i problemi derivanti dalla frammentazione della provenienza dei dati e dalla necessità di un sistema di consolidamento funzionante in tutta l'Unione. Gli obiettivi dell'azione non possono essere conseguiti in misura sufficiente senza l'intervento dell'Unione ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 3, TFUE sul principio di sussidiarietà.

## **3. Rispetto del principio di proporzionalità**

La proposta rispetta il principio di proporzionalità in quanto le norme proposte si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dichiarati e riguardanti i problemi della qualità dei dati di mercato e la complessità relativa alla concessione di licenze per la fornitura del sistema di consolidamento, sistema che richiede l'armonizzazione delle modalità di segnalazione e di reporting dei dati, nonché disposizioni obbligatorie affinché questi dati siano forniti al gestore del sistema di consolidamento. La proposta è compatibile con il principio di proporzionalità anche in quanto tiene conto del corretto equilibrio tra il pubblico interesse e l'efficienza in termini di costi della misura.

## **B. Valutazione complessiva del progetto e delle sue prospettive negoziali**

### **1. Valutazione del progetto e urgenza**

La presente iniziativa si inserisce nel contesto di una serie di misure che attuano l'Unione dei mercati dei capitali e la valutazione delle finalità generali del progetto è complessivamente positiva. In particolare, l'iniziativa tende a migliorare la liquidità e la trasparenza dei mercati di titoli dell'UE, mirando a rendere più facile l'accesso ai capitali da parte delle imprese, nonché a una maggiore qualità nell'informazione per le scelte degli investitori. La proposta rientra negli obiettivi di Unione dei Mercati dei Capitali anche con finalità di rafforzamento dell'euro.

### **2. Conformità del progetto all'interesse nazionale**

Le disposizioni contenute nel progetto complessivo possono ritenersi conformi all'interesse nazionale, in quanto in quanto condurranno ad una migliore applicazione delle regole riguardanti i MIFIR e alla creazione del sistema di consolidamento dei dati. Esse mirano a ridurre gli elementi di non armonizzazione relativi alla diffusione dei dati di mercato aumentandone la qualità e la disponibilità, a livellare le differenze di operatività tra differenti operatori, ad aumentare liquidità dei mercati e la trasparenza negli stessi e, infine, a consentire la realizzazione del sistema di consolidamento dei dati dell'UE, essenziale per le scelte di operatori ed investitori non altamente sofisticati, e qualificante per la complessiva competitività dei mercati finanziari dell'UE e dell'euro.

### **3. Prospettive negoziali ed eventuali modifiche ritenute necessarie od opportune**

- La proposta è stata presentata in Consiglio in data 6 dicembre 2021 dalla Presidenza slovena. Il negoziato è attualmente in discussione in Consiglio sotto Presidenza francese.

L'obiettivo della corrente Presidenza è il raggiungimento dell'consenso generale in Consiglio (cd. *General Approach*) entro la scadenza di mandato (giugno 2022).

- Vi è un preliminare e generico orientamento favorevole all'iniziativa e agli obiettivi della proposta. Tale orientamento è condiviso anche dalla delegazione italiana.
- Vi è un generale apprezzamento per la possibile soluzione riguardante il sistema di consolidamento dei dati (Consolidated Tape - CT) con necessità di approfondimenti sull'architettura funzionale del sistema. Tale orientamento è condiviso anche dalla delegazione italiana (promotrice in passato di sforzi per una possibile soluzione a livello di unione).
- Gli elementi di criticità prevedibili al momento sono limitati agli aspetti di riequilibrio delle esenzioni e delle limitazioni previste dal regolamento vigente fra differenti tipologie di operatori del mercato, e principalmente tra le sedi di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.
- In merito ad eventuali modifiche alla proposta presentata, sono in corso valutazioni degli emendamenti a MIFIR e approfondimenti sugli effetti e sul possibile impatto, complessivo e specifico, delle modifiche, anche con l'apporto delle autorità di settore.

## C. Valutazione d'impatto

### 1. Impatto finanziario

- La valutazione di impatto è stata complessivamente effettuata dalla Commissione anche sulla base di Rapporti dell'ESMA attinenti ai diversi profili toccati dalle modifiche. Per maggiori dettagli si rimanda pertanto al documento di valutazione che accompagna complessivamente la presente proposta di revisione di MIFIR.

- La revisione di MiFIR affronta tre problemi che prevalgono nei mercati dei capitali dell'Unione: i) rischio di liquidità e di esecuzione della negoziazione per tutti i partecipanti ai mercati dei capitali; ii) costo elevato nei dati di mercato consolidati; e iii) assenza di giustificazione economica (*business case*) per il consolidamento dei dati.

Attualmente numerose piattaforme negoziano strumenti finanziari identici. Ciò rende le negoziazioni più economiche ma sparse in oltre 400 mercati di negoziazione in tutta l'Unione. Tale frammentazione fa sì che siano sparsi anche i dati di mercato di cui gli investitori necessitano per basare le loro decisioni in materia di negoziazione. Un sistema che consolida i dati di mercato per un determinato strumento finanziario negoziato (in più sedi nell'Unione) costituisce un valore aggiunto, capace di aumentare la trasparenza e la fiducia nel mercato dell'Unione, nonché di democratizzare l'accesso ai dati di mercato fondamentali.

- I costi sono computati al livello di Unione complessivamente e variano a seconda dell'asset considerato. Nelle stime della Commissione per un costo totale annuo compreso tra 2,2 a 7,8 milioni di euro per la parte "azioni" (*equity*), e tra 1,46 e 5,4 milioni di euro per la parte obbligazioni e strumenti derivati (*non-equity*).

Il sistema funzionerebbe in base alla contribuzione degli utenti in un contesto ove il fornitore del sistema di consolidamento (CTP) addebiterebbe una commissione di sottoscrizione annuale individuale (*fee*) per l'accesso ai dati in misura maggiore agli utenti professionali, mentre gli utenti non professionali pagherebbero in misura minore o nulla.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• La copertura finanziaria non è a carico del bilancio nazionale.</li> </ul>
<p><b>2. Effetti sull'ordinamento nazionale</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Attesi effetti in termini di semplificazione e di armonizzazione per tutti i soggetti coinvolti. Attesi effetti generali in termini di certezza del diritto.</li> <li>• Possibili marginali adeguamenti della normativa nazionale necessari per l'attuazione del combinato disposto del regolamento di cui trattasi e della direttiva 2014/65/UE.</li> </ul>
<p><b>3. Effetti sulle competenze regionali e delle autonomie locali</b></p>
<p>Le modifiche alla normativa <i>de qua</i> non incidono sulle competenze regionali e delle autonomie locali ai sensi di quanto previsto dalla Costituzione; pertanto, la relazione non dovrebbe essere inviata alle Regioni, per il tramite delle loro Conferenze (art. 24, comma 2 della legge n. 234/2012).</p>
<p><b>4. Effetti sull'organizzazione della pubblica amministrazione</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nessun costo di adeguamento è prevedibile e quantificabile attualmente sulla base di questa proposta;</li> <li>• Le modifiche apportate dalla complessiva proposta di revisione (MIFIR e MIFID) potrebbero richiedere limitate modifiche al quadro normativo nazionale, nonché modifiche a livello di normativa secondaria e di regolamentazione settoriale rientranti nelle competenze delle autorità di settore (Consob e Banca di Italia).</li> </ul>
<p><b>5. Effetti sulle attività dei cittadini e delle imprese</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• impatto positivo sulle imprese e le PMI</li> </ul> <p>Le misure proposte possono portare vantaggi anche alle azioni delle PMI quotate su uno o pochi mercati regolamentati e nella visibilità dei mercati di crescita per le PMI.</p> <p>Tutto ciò contribuisce ad aumentare l'attrattiva degli investimenti e le possibilità che gli strumenti finanziari vengano inclusi in fondi o portafogli di investimento, circostanza che, a sua volta, contribuisce all'efficacia della raccolta di capitali, in particolare da parte delle PMI.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Maggiore informazione e trasparenza</li> </ul> <p>Un sistema che consolida i dati di mercato per un determinato strumento finanziario negoziato in più sedi nell'Unione costituisce un valore aggiunto, capace di aumentare la trasparenza e la fiducia nel mercato dell'Unione e contribuisce a democratizzare l'accesso a dati di mercato fondamentali per le scelte di investimento.</p>

## Altro

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Altre amministrazioni interessate:</li> </ul> <p>Le altre amministrazioni direttamente interessate sono le autorità di settore nell'ambito dei servizi finanziari, in particolare della Consob e della Banca di Italia.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La proposta potrà essere oggetto di modifiche nel corso del negoziato sulla base delle posizioni che saranno avanzate dagli Stati membri in Consiglio e dal Parlamento europeo. Di conseguenza anche la posizione italiana potrà/dovrà modificarsi per tener conto dell'evoluzione del negoziato, nonché delle posizioni che saranno espresse nelle consultazioni continue con le amministrazioni e le parti interessate, incluse quelle del settore privato.</li> </ul>
--

## Tabella di corrispondenza ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge n. 234/2012

(D.P.C.M. 17marzo 2015)

### Oggetto dell'atto:

Proposta di *REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti*

- Codice della proposta: COM(2021) 727 del 25.11.2021
- Codice interistituzionale: 2021/0385 (COD)
- Amministrazione con competenza prevalente: Ministero dell'Economia e delle Finanze
- **Proposta correlata a COM (2021) 726 FINAL - 2021/0384 (COD) del 25 novembre 2021**

Disposizione del progetto di atto legislativo dell'Unione europea (articolo e paragrafo)	Norma nazionale vigente (norma primaria e secondaria)	Commento (natura primaria o secondaria della norma, competenza ai sensi dell'art. 117 della Costituzione, eventuali oneri finanziari, impatto sull'ordinamento nazionale, oneri amministrativi aggiuntivi, amministrazioni coinvolte, eventuale necessità di intervento normativo di natura primaria o secondaria)
	<b>NON APPLICABILE</b>	