



*Ministero dell'Economia e delle Finanze*

UFFICIO LEGISLATIVO ECONOMIA

1875

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: Relazione (art. 6 legge n. 234 del 2012) sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Cod. Commissione COM (2021) 726 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

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'M' shape.

## Relazione

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

#### Oggetto dell'atto:

proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari -

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

- La proposta *de qua* è complementare alle modifiche proposte dalla Commissione al regolamento (UE) N. 600/2014 del 15.5.2014 sui mercati degli strumenti finanziari (cd. MIFIR) - COM (2021) 727 del 25.11.2001 – 2021/0385 (COD).

- Riferimenti:

- Progetto Unione dei Mercati dei Capitali - Capital Market Union;

- finalità generali:

- La Commissione europea nella sua comunicazione del 19 gennaio 2011 ha confermato l'intenzione di migliorare, semplificare e armonizzare ulteriormente, con una specifica proposta legislativa, la trasparenza dei mercati dei capitali dell'Unione, nel contesto della revisione del quadro della MiFID 2 e del MiFIR (MiFID/MiFIR). Inoltre, anche nel contesto generale di rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro, la riforma prevede la progettazione e l'attuazione di un sistema consolidato di pubblicazione dei dati di mercato relativi a differenti classi di strumenti finanziari, questo in particolare, per le emissioni di obbligazioni societarie e con l'obiettivo di aumentare la liquidità della negoziazione secondaria di strumenti di debito denominati in euro.
  - La maggior parte delle misure legislative destinate ad attuare il pacchetto di revisione normativa sono contenute nel regolamento che modifica MiFIR. In modo complementare, la presente proposta prevede pertanto modifiche incidentali alla direttiva MiFID 2, necessarie a garantire la coerenza complessiva della riforma. Di conseguenza, le due proposte vanno lette in modo congiunto.
  - Con la proposta di revisione complessiva MiFID 2 e MiFIR, 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). Si tende inoltre ad irrobustire le infrastrutture del mercato dell'UE. Tutto questo dovrebbe, in generale, migliorare la liquidità del mercato rendendo più facile l'accesso al funding da parte delle imprese.
  - Complessivamente, 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 specifici ed innovativi.
- Per gli elementi maggiormente qualificanti la complessiva innovazione legislativa si rimanda alla specifica revisione del regolamento MiFIR, Di seguito si farà riferimento agli elementi strettamente riguardanti le modifiche alla direttiva MiFID2.
- In particolare, vengono soppresse o sostituite alcune disposizioni della MiFID 2 che

diventeranno superflue a seguito delle modifiche proposte per il MiFIR nel contesto del pacchetto complessivo di riforma.

- Sulla base di una raccomandazione dell'ESMA si elimina l'obbligo di concessione di licenze per i soggetti che negoziano per conto proprio su una sede di negoziazione mediante accesso elettronico diretto quando non forniscono o prestano altri servizi di investimento.
- Si richiede agli Stati membri di imporre alle imprese di investimento e ai gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, nonché ai mercati regolamentati, di porre in atto dispositivi idonei ad assicurare il rispetto di norme previste dalla proposta MiFIR in materia di qualità dei dati.
- Infine è richiesto che gli Stati membri prevedano sanzioni per le violazioni di alcune delle nuove disposizioni di MIFIR.

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

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

La proposta rispetta il principio di attribuzione e la base giuridica è correttamente individuata nell'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 proposta è strettamente complementare a quella di modifica di MiFIR (vd. sopra), e si limita, da un lato alla soppressione di talune disposizioni della MiFID2 che diventeranno superflue, dall'altro a prevedere che gli Stati membri organizzino la vigilanza sulle nuove norme di MIFIR.

La base giuridica per l'adozione del MiFIR è stata l'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Ciò conferma il rispetto del principio di attribuzione con riferimento alle modifiche della direttiva.

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

La proposta rispetta il principio di sussidiarietà in quanto l'adozione di ulteriori iniziative da parte degli Stati membri potrebbe incidere solo sui rispettivi mercati interni, pertanto l'obiettivo di facilitare sia il consolidamento dei dati relativi alle transazioni di strumenti finanziari e l'accesso generalizzato agli stessi, sia un contesto normativo uniforme e trasparente per gli investitori, può essere realizzato meglio a livello di Unione europea. In questo senso, a norma dell'articolo 4 del TFUE, la proposta e l'azione dell'UE per il completamento del mercato interno sono in linea con il principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea (TUE).

### **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. 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, considerata unitamente alla proposta riguardante MIFIR, atto portante della complessiva proposta della Commissione, si inserisce nel contesto di una serie di misure che attuano l'Unione dei mercati dei capitali. 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'Unione, mirando a rendere più facile l'accesso ai capitali da parte delle imprese, nonché maggiore qualità nell'informazione per le scelte degli investitori. La proposta rientra negli obiettivi specifici del progetto di Unione dei mercati dei Capitali (Capital Markets Union – CMU) 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 condurranno ad una migliore applicazione delle regole riguardanti MIFIR e il sistema di consolidamento dei dati. Le misure specifiche contenute nelle modifiche della direttiva integrano le nuove previsioni del MIFIR che 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**

- In parallelo alla proposta MIFIR, anche la presente 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 complessivi della proposta. Tale orientamento è condiviso anche dalla delegazione italiana.
- Relativamente alle misure di modifica proposte per la modifica della direttiva MIFID2 non emergono particolari elementi di criticità prevedibili al momento, essendo le modifiche limitate, complementari e necessarie alle innovazioni recate dalla proposta MIFIR.
- In merito ad eventuali modifiche alla proposta, sono in corso valutazioni delle modifiche apportate a MIFIR e approfondimenti degli effetti e sul possibile impatto complessivo e specifico delle stesse, 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’Autorità Europea di Vigilanza sugli strumenti e i mercati finanziari (ESMA) attinenti ai diversi profili toccati dalle modifiche. Per maggiori dettagli si rimanda pertanto al documento di valutazione che accompagna la proposta di revisione di MIFIR strettamente connessa alla presente.
- La copertura finanziaria non è a carico del bilancio nazionale.

## **2. Effetti sull’ordinamento nazionale**

- Le modifiche apportate alla direttiva potrebbero richiedere limitate revisioni al quadro normativo nazionale, prevalentemente a livello di normativa secondaria e di regolamentazione settoriale rientrante nelle competenze delle autorità di settore (Consob e Banca di Italia).
- Attesi effetti in termini di semplificazione e di armonizzazione per tutti i soggetti coinvolti. Attesi effetti generali in termini di certezza del diritto.

## **3. Effetti sulle competenze regionali e delle autonomie locali**

- La norma non incide sulle competenze regionali e delle autonomie locali ai sensi di quanto previsto dalla Costituzione. Pertanto, la relazione non dovrebbe essere inviata alle Regioni.

## **4. Effetti sull’organizzazione della pubblica amministrazione**

- Nessun costo di adeguamento è prevedibile e quantificabile attualmente sulla base di questa proposta;
- Sono prevedibili - ma non quantificabili ex ante - effetti positivi in termini di semplificazione burocratica.

## **5. Effetti sulle attività dei cittadini e delle imprese**

- Complessivamente è ipotizzabile un impatto positivo sulle imprese e le PMI  
Le misure proposte, in particolare con riferimento a MIFIR, possono portare vantaggi anche alle azioni (equity) delle PMI quotate su uno o pochi mercati regolamentati e nella visibilità dei mercati di crescita per le PMI.  
Tutto ciò contribuisce ad aumentare l'attrattiva degli investimenti e le possibilità che gli strumenti finanziari vengano inclusi in fondi di investimento o portafogli di investimento, circostanza che, a sua volta, contribuirebbe all'efficacia della raccolta di capitali, in particolare da parte delle PMI.
- Maggiore informazione e trasparenza  
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, inoltre, di contribuire a democratizzare l'accesso a dati di mercato fondamentali per le scelte di investimento.

## **Altro**

- Altre amministrazioni interessate:  
Le altre amministrazioni direttamente interessate sono le autorità di settore nell’ambito dei servizi finanziari, in particolare della Consob e della Banca di Italia.
- 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.

- In via indicativa e del tutto preliminare, viene fornita una tabella di corrispondenza (vd. sotto) tra le norme unionali in via di modificazione e quelle dell'ordinamento interno potenzialmente interessate.

## 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 DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari -*

- **Codice della proposta: COM(2021) 726 del 25.11.2021**
- **Codice interistituzionale: 2021/0384 (COD)**
- **Amministrazione con competenza prevalente: Ministero dell'Economia e delle Finanze ...**
- **Proposta correlata a COM (2021) 727 FINAL - 2021/0385 (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)
Art.1  (reca modifiche agli articoli della direttiva 2014/65/UE sottoelencati)	Principalmente, il TUF - D. lgs 24/2/1998 n. 58 Regolamenti Consob <i>Reg. Consob 20249/2017</i> <i>Reg. Consob 20307/2018</i>  (si riportano i soli articoli inerenti in normativa primaria - TUF)	L'articolo 1 della proposta reca modifiche agli elencati articoli della direttiva 2014/65/UE
Art.1(1)	Art. 18, art. 25 bis, art 63, art. 79-noviesdecies.1	
Art. 2 (1) (d) (ii)	Art. 4-terdecies	
Art. 4(1)(19)	Art,1, art. 61	
Art. 27 (3)	Art. 6	
Art. 27 (10)	Art. 6	
Art. 31 (1)	Art. 65, art. 65-septies	
Art. 47 (1)	Art. 65, art.65- quinquies	
Art. 50	Art. 65-sexies	
Art. 70 (3)(a)	Art. 166, art. 169, art. 187- quinquiesdecies	
Art. 70(3) (b)	Art. 166, art. 169, art. 187- quinquiesdecies	