



**CONSIGLIO  
DELL'UNIONE EUROPEA**

**Bruxelles, 30 marzo 2012 (07.06)  
(OR. en)**

---

---

**Fascicoli interistituzionali:**

**2011/0298 (COD)**

**2011/0296 (COD)**

**2011/0295 (COD)**

**2011/0297 (COD)**

---

---

**8253/12**

**EF 76**

**ECOFIN 296**

**DROIPEN 39**

**CODEC 850**

**NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine: Mario Draghi, Presidente della Banca centrale europea

Data: 28 marzo 2012

Destinatario: Uwe CORSEPIUS, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea

---

Oggetto: PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA del 22 marzo 2012 in merito (i) alla proposta di direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, (ii) alla proposta di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR] sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, (iii) alla proposta di direttiva relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato e (iv) alla proposta di regolamento relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il parere della BCE CON/2012/21 del 22 marzo 2012.

All.: CON/2012/21



BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA

## **PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

**del 22 marzo 2012**

**in merito (i) alla proposta di direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, (ii) alla proposta di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR] sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, (iii) alla proposta di direttiva relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato e (iv) alla proposta di regolamento relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)**

**(CON/2012/21)**

### **Introduzione e base giuridica**

Il 25 novembre 2011 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Consiglio dell'Unione europea tre richieste di parere in merito: (i) alla proposta<sup>1</sup> di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (di seguito la «proposta di direttiva MiFID»), (ii) alla proposta<sup>2</sup> di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR]<sup>3</sup> sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (di seguito la «proposta di regolamento MiFIR»); (iii) alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)<sup>4</sup> (di seguito la «proposta di regolamento MAR»). Il 30 novembre 2011 la BCE ha ricevuto dal Consiglio una richiesta di parere in merito a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato<sup>5</sup> (di seguito la «proposta di direttiva MAD»).

La BCE è competente a formulare un parere sulle proposte di direttiva e di regolamento in virtù degli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in quanto le proposte di direttiva e le proposte di regolamento contengono disposizioni che producono effetti sull'integrazione e l'integrità dei mercati finanziari europei e sulla fiducia del pubblico nei titoli e negli

---

1 COM(2011) 656 definitivo.

2 COM(2011) 652 definitivo.

3 Si veda la proposta di regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni del settembre 2010, COM(2010) 484 definitivo.

4 COM(2011) 651 definitivo.

5 COM(2011) 654 definitivo.

strumenti derivati e che riguardano il contributo del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario in virtù dell'articolo 127, paragrafo 5, del trattato nonché la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Per ragioni di efficienza e chiarezza, la BCE ha deciso di emettere un unico parere in merito alle quattro proposte legislative in questione. In conformità al primo periodo dell'articolo 17.5 del regolamento interno della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo ha adottato il presente parere.

## Osservazioni di carattere generale

### 1. *Obiettivi e struttura delle proposte di direttiva e delle proposte di regolamento*

1.1 Il 20 ottobre 2011, la Commissione ha adottato le quattro proposte sopra menzionate al fine di sostituire le direttive 2004/39/CE<sup>6</sup> e 2003/6/CE<sup>7</sup>, che mirano ad assicurare l'efficienza, l'integrità, la capacità di tenuta e la trasparenza dei mercati finanziari. In particolare, la proposta di direttiva MiFID rifonde la direttiva 2004/39/CE con riferimento all'accesso all'attività delle imprese di investimento, dei mercati regolamentati e dei fornitori di servizi di dati, alle modalità della loro governance e al quadro di vigilanza, allo svolgimento di attività di investimento e alle imprese di paesi terzi che operano tramite una succursale. La proposta di regolamento MiFIR rafforza ulteriormente la direttiva 2004/39/CE e introduce nuove norme per la pubblicazione di dati sulle negoziazioni, la segnalazione delle operazioni, la negoziazione obbligatoria degli strumenti derivati in sedi organizzate, l'accesso non discriminatorio ai servizi di compensazione, l'intervento sui prodotti e la gestione delle posizioni derivate nonché la prestazione di servizi da parte di imprese di paesi terzi senza una succursale. La proposta di regolamento MAR abroga e sostituisce la direttiva 2003/6/CE. La proposta di direttiva MAD, basata sull'articolo 83, paragrafo 2, del trattato, richiede agli Stati membri di introdurre livelli minimi di sanzioni penali per le forme più gravi di abuso di mercato.

1.2 La BCE sostiene le misure proposte per migliorare la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, che rappresentano un importante passo avanti nel rafforzamento della protezione degli investitori e nella creazione di un sistema finanziario più solido e sicuro nell'Unione europea.

### 2. *Codice unico europeo nel settore finanziario e ruolo consultivo della BCE*

2.1 Il quadro normativo proposto condurrà ad una maggiore certezza del diritto limitando le opzioni e la discrezionalità degli Stati membri e ridurrà i rischi di distorsione del mercato e di arbitraggio regolamentare. In particolare, l'incremento dell'armonizzazione attraverso due regolamenti

---

<sup>6</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1).

<sup>7</sup> Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16).

direttamente applicabili e una direttiva sulle sanzioni penali è visto con favore in quanto assicura condizioni di parità di trattamento e norme minime comparabili per la determinazione di misure amministrative, sanzioni e ammende, così come per la determinazione di sanzioni penali.

- 2.2 La BCE sostiene fermamente l'elaborazione di un codice unico europeo per tutti gli enti finanziari<sup>8</sup> poiché esso promuove il funzionamento regolare del mercato unico nell'Unione e facilita un'integrazione finanziaria più ampia in Europa<sup>9</sup>. Inoltre, come indicato in precedenti pareri<sup>10</sup>, la BCE raccomanda di garantire che solo i principi quadro, che riflettono le scelte politiche fondamentali e le questioni sostanziali, siano soggetti alla procedura legislativa ordinaria. Le norme tecniche dovrebbero essere adottate sotto forma di atti delegati o di esecuzione, in conformità agli articoli 290 e 291 del trattato, se del caso mediante previa elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione o di esecuzione da parte delle Autorità europee di vigilanza (AEV)<sup>11</sup>. A tale riguardo, data l'importanza degli atti delegati e di esecuzione in quanto componente sostanziale del codice unico europeo, la BCE auspica di essere consultata, ove opportuno, a tempo debito su tali proposte di atti dell'Unione<sup>12</sup>.
- 2.3 Inoltre, la BCE raccomanda di garantire la coerenza in tutti i settori della legislazione sui servizi finanziari dell'Unione.

---

<sup>8</sup> Si veda il paragrafo 20 delle conclusioni del Consiglio europeo del 18 e 19 giugno 2009.

<sup>9</sup> Si veda, ad esempio, il Parere della BCE CON/2011/42 del 4 maggio 2011 in merito alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2003/71/CE e 2009/138/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (GU C 159 del 28.5.2011, pag. 10). Tutti i pareri e i documenti della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE all'indirizzo [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).

<sup>10</sup> Si veda, ad esempio, il paragrafo 2 del Parere della BCE CON/2009/17 del 5 marzo 2009 su richiesta del Consiglio dell'Unione europea su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi (GU C 93 del 22.4.2009, pag. 3).

<sup>11</sup> Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 12), Regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 48), nonché 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 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84). Tali regolamenti introducono una procedura per l'elaborazione da parte delle AEU di progetti di norme tecniche di regolamentazione e di esecuzione successivamente adottate dalla Commissione sotto forma di atti delegati e di esecuzione.

<sup>12</sup> Si vedano, ad esempio, i pareri della BCE CON/2010/23 del 18 marzo 2010, relativamente ad una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica delle direttive 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità bancaria europea, dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (GU C 87 dell'1.4.2010, pag. 1), paragrafo 1.3; CON/2011/42, paragrafo 4; CON/2011/44 del 19 maggio 2011 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea (GU C 203 del 9.7.2011, pag. 3), paragrafo 8; e, recentemente, CON/2012/5 del 25 gennaio 2012 in merito alla proposta di direttiva sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e alla proposta di regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (GU C 105 dell'11.4.2012, pag. 1), paragrafo 4.

3. *Poteri delle autorità competenti, ruolo dell'AESFEM e delle autorità macroprudenziali*

- 3.1 La BCE vede con favore che il quadro normativo proposto preveda un rafforzamento e allineamento dei poteri delle autorità di vigilanza sulle imprese di investimento e sui mercati degli strumenti finanziari, così come dell'esercizio dei loro poteri di indagine<sup>13</sup>, attribuendo particolare importanza alla cooperazione transfrontaliera<sup>14</sup>. Ai fini del corretto funzionamento dei mercati degli strumenti finanziari è di fondamentale importanza la creazione da parte delle autorità competenti dell'Unione di una rete di enti di vigilanza dotati di strumenti e poteri adeguati, capaci di affrontare tendenze, azioni o minacce indesiderate nei mercati. A tale riguardo, la BCE sostiene il forte ruolo dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) nel quadro normativo proposto e in particolare riguardo alla funzione di agevolazione e coordinamento e di elaborazione di norme tecniche. Inoltre, l'obbligo delle autorità nazionali competenti di collaborare e di fornire all'AESFEM tutte le informazioni necessarie rafforzerà l'applicazione uniforme dei regolamenti proposti e la parità di condizioni nell'Unione. A tale riguardo, come indicato in precedenti pareri<sup>15</sup>, la BCE suggerisce di migliorare ulteriormente la collaborazione e lo scambio di informazioni nell'ambito del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria e tra le autorità di vigilanza e le banche centrali del SEBC, tra cui la BCE, ove tali informazioni siano attinenti al lo svolgimento dei rispettivi compiti<sup>16</sup>.
- 3.2 È ugualmente necessario, come previsto nel quadro normativo proposto, che le autorità competenti collaborino con altre autorità degli stessi Stati membri<sup>17</sup>. Inoltre, per garantire che la prospettiva macroprudenziale sia presa in considerazione adeguatamente, la BCE raccomanda la creazione e il rafforzamento di procedure adeguate di collaborazione con le autorità di vigilanza macroprudenziale ove sia necessario valutare minacce alla stabilità del sistema finanziario<sup>18</sup>. Ciò può comportare la collaborazione tra autorità competenti e autorità nazionali macroprudenziali<sup>19</sup>, o, in altri casi, la collaborazione dell'AESFEM con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)<sup>20</sup>. Al riguardo, potrebbe essere opportuno prevedere tale collaborazione in occasione della revisione del regolamento (UE) n. 1095/2010<sup>21</sup>.
- 3.3 La proposta di rafforzare il regime delle sanzioni amministrative attribuendo alle autorità competenti un dato livello minimo di misure amministrative, sanzioni e ammende è una modalità

<sup>13</sup> Articoli 70 e 71 della proposta di direttiva MiFID e articolo 17 della proposta di regolamento MAR.

<sup>14</sup> Articoli 83 e 84 della proposta di direttiva MiFID e articolo 19 della proposta di regolamento MAR.

<sup>15</sup> Si vedano, ad esempio, i paragrafi da 13 a 15 del parere CON/2009/17, i paragrafi da 4 a 6 del parere CON/2010/5, il paragrafo 2.2 del parere CON/2010/23, il paragrafo 5 del parere CON/2011/42 e, di recente, il paragrafo 11.1 del parere CON/2012/5.

<sup>16</sup> Si veda la modifica n. 11 nell'allegato al presente parere.

<sup>17</sup> Si vedano l'articolo 70 della proposta di direttiva MiFID e l'articolo 17 della proposta di regolamento MAR.

<sup>18</sup> Si vedano, ad esempio, gli articoli 31, 32 e 35 della proposta di regolamento MiFIR, in cui i poteri di intervento sui prodotti conferiti all'AESFEM e alle autorità competenti possono anche affrontare una minaccia al regolare funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario.

<sup>19</sup> Si veda, ad esempio, l'articolo 70 della proposta di direttiva MiFID e la modifica n. 11 nell'allegato al presente parere.

<sup>20</sup> Si vedano, ad esempio, gli articoli 31, 33 e 34 della proposta di regolamento MiFIR, che stabiliscono le condizioni per i poteri di intervento dell'AESFEM e il suo ruolo di coordinamento e agevolazione.

<sup>21</sup> Articolo 81 del regolamento (UE) n. 1095/2010.

adeguata per garantire standard comuni in tutta l'Unione, lasciando alla discrezionalità del legislatore nazionale l'attribuzione di poteri sanzionatori supplementari alle autorità competenti e in particolare la previsione di livelli più elevati per le sanzioni pecuniarie amministrative<sup>22</sup>. Inoltre, per garantire trasparenza e uniformità delle sanzioni amministrative adottate nell'ambito dell'Unione, gli Stati membri dovrebbero notificare alla Commissione e all'AESFEM le norme nazionali applicabili e i loro successivi emendamenti<sup>23</sup>.

### **Osservazioni di carattere specifico**

#### ***A. Revisione della direttiva 2004/39/CE***

##### *4. Sviluppi nella struttura del mercato*

La BCE sostiene le proposte della Commissione volte ad aggiornare la normativa sulla struttura del mercato alla luce delle innovazioni finanziarie e dei più recenti sviluppi tecnologici e, in particolare, l'introduzione di proposte di regolamentazione relative a una nuova piattaforma di negoziazione, vale a dire il sistema organizzato di negoziazione (OTF), che estenderebbe l'ambito del quadro regolamentare dell'Unione. La BCE osserva che la proposta di direttiva MiFID e la proposta di regolamento MiFIR dovrebbero assicurare condizioni di parità per tutte le sedi in cui avvengono le negoziazioni, assoggettandole ai medesimi requisiti organizzativi e alle stesse regole di trasparenza con un'adeguata calibrazione, evitando così di incentivare l'arbitraggio regolamentare.

##### *5. Requisiti di trasparenza e consolidamento di dati*

5.1 La BCE sostiene la proposta di estendere l'ambito dei requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione al di là degli strumenti di capitale per includere obbligazioni, prodotti strutturati e derivati ammessi alla negoziazione o negoziati in un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o un sistema organizzato di negoziazione (OTF), nonché derivati considerati idonei alla compensazione a livello centrale, in quanto ciò migliorerebbe la formazione del prezzo e favorirebbe il processo di valutazione di tali strumenti.

5.2 La proposta di direttiva MiFID<sup>24</sup> e la proposta di regolamento MiFIR<sup>25</sup> introducono disposizioni volte a migliorare il consolidamento dei dati per le informazioni finalizzate alla trasparenza. Secondo tali disposizioni, i «fornitori di un sistema consolidato di pubblicazione» (CTP) raccoglieranno le informazioni dalle sedi di negoziazione e, per le negoziazioni effettuate fuori dalle sedi di negoziazione, dalle imprese di investimento mediante meccanismi di pubblicazione

---

<sup>22</sup> Si veda l'articolo 26 della proposta di regolamento MAR.

<sup>23</sup> Tale disposizione è già prevista nell'articolo 24 della proposta di regolamento MAR. Un obbligo analogo dovrebbe essere introdotto anche nella proposta di direttiva MiFID.

<sup>24</sup> Si vedano gli articoli da 61 a 68 della proposta di direttiva MiFID.

<sup>25</sup> Si vedano gli articoli da 11 a 12 della proposta di regolamento MiFIR.

autorizzati. Secondo la Commissione, le disposizioni proposte fissano le condizioni per l'affermarsi di sistemi consolidati di pubblicazione (CTP)<sup>26</sup>. Nonostante il possibile sviluppo di tali soluzioni commerciali, la BCE ritiene che un'effettiva trasparenza possa essere garantita adeguatamente soltanto attraverso l'istituzione di un CTP unico. A tale riguardo, la BCE rileva che la Commissione presenterà una relazione sul funzionamento del sistema consolidato di pubblicazione nella pratica e, ove lo ritenga opportuno, presenterà una proposta legislativa per l'istituzione di un unico ente per la consolidazione delle informazioni post-negoziazione<sup>27</sup>. Tuttavia, la BCE ritiene che, a partire dal recepimento della direttiva 2004/39/CE, l'esperienza abbia indicato una carenza del mercato in fatto di consolidamento dei dati che giustificherebbe, già in questa fase, proposte legislative per affrontare tali questioni.

6. *Relazioni sulle operazioni*

Per quanto riguarda le relazioni sulle operazioni, la BCE sostiene la proposta di includere le informazioni sul cliente per conto del quale l'impresa di investimento ha eseguito l'operazione ed evidenzia l'importanza di introdurre un riferimento all'utilizzo di un identificativo unico per le imprese di investimento e/o per il cliente di un'operazione. La BCE rileva inoltre che le imprese di investimento che eseguono operazioni su strumenti finanziari per conto proprio o dei propri clienti, notificheranno i dettagli alle autorità nazionali competenti e conserveranno i dati in modo accessibile alle autorità di vigilanza per almeno cinque anni. Dato che tali informazioni saranno usate dalle autorità competenti anche per monitorare l'abuso e la manipolazione di mercato, la BCE sottolinea l'importanza di garantire che le informazioni sulle operazioni oggetto di segnalazione possano essere accessibili in un unico sistema a livello europeo incaricato dall'AESFEM il prima possibile piuttosto che a seguito di una revisione della proposta di direttiva MiFID entro due anni dalla sua entrata in vigore<sup>28</sup>.

7. *Esenzioni per le operazioni di banca centrale dagli obblighi di pubblicazione e segnalazione*

- 7.1 Il quadro normativo sulla trasparenza e la segnalazione di cui sopra non prevede alcuna esenzione riguardo alle operazioni di cui sia controparte una banca centrale del SEBC<sup>29</sup>.
- 7.2 La BCE rileva a tale riguardo che, mentre la pubblicazione delle operazioni eseguite da banche centrali in quanto parte dei rispettivi obiettivi e compiti statutari non contribuirebbe ad una maggiore trasparenza per il mercato, l'efficacia di tali operazioni, in particolare nel campo della

---

<sup>26</sup> Si vedano il considerando 78 e il paragrafo 3.4.12 della relazione illustrativa della proposta di direttiva MiFID.

<sup>27</sup> Si veda l'articolo 96, paragrafo 1, lett. f) della proposta di direttiva MiFID.

<sup>28</sup> Si veda la modifica n. 13 nell'allegato al presente parere.

<sup>29</sup> L'articolo 2, paragrafo 1, lett. g) della proposta di direttiva MiFID prevede unicamente un'esenzione soggettiva per le banche centrali del SEBC. La proposta di regolamento MiFIR non contiene esenzioni. In ogni caso, le imprese di investimento che sono controparti di operazioni di banche centrali del SEBC non sono esentate in modo chiaro dagli obblighi di trasparenza e segnalazione previsti dagli articoli 19, 20 e 23 della proposta di regolamento MiFIR.

politica monetaria o delle operazioni in valuta estera, e quindi lo svolgimento da parte delle banche centrali di tali compiti che è fondato sulla tempestività e la riservatezza, potrebbero essere gravemente compromessi dalla pubblicazione di informazioni su tali operazioni in tempo reale o entro un certo lasso di tempo. Inoltre, la trasparenza di specifici tipi di negoziazioni e della loro dimensione in certi momenti consentirebbe ai partecipanti di identificare quasi immediatamente le operazioni delle banche centrali del SEBC come tali, anche senza la divulgazione del loro nome. Pertanto, la BCE raccomanderebbe fortemente l'esonero delle operazioni delle banche centrali del SEBC dai requisiti di trasparenza<sup>30</sup>.

- 7.3 Per quanto riguarda gli obblighi di segnalazione, richiedere alle controparti di operazioni in cui è parte un membro del SEBC di segnalare alle autorità competenti tutti i dettagli relativi potrebbe anche interferire con i regimi di riservatezza della BCE e delle banche centrali nazionali e porre nel nulla lo scopo delle immunità garantite alla BCE dal trattato, in particolare l'inviolabilità degli archivi e delle comunicazioni ufficiali della BCE<sup>31</sup>, specialmente perchè il processo di segnalazione potrebbe passare attraverso altri enti quali le sedi di negoziazione, i meccanismi di pubblicazione autorizzati o i repertori di dati sulle negoziazioni. Per tali ragioni, le operazioni in cui la controparte sia una banca centrale del SEBC dovrebbero essere esenti dagli obblighi di segnalazione<sup>32</sup>.

## 8. *Mercati per le piccole e medie imprese*

La proposta di direttiva MiFID<sup>33</sup> consente al gestore di un sistema multilaterale di negoziazione di chiedere alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine di registrare il sistema multilaterale di negoziazione come un mercato di crescita per le piccole e medie imprese (PMI)<sup>34</sup>. Date le difficoltà incontrate di recente da molte PMI nell'accesso alla finanza e presupponendo che tali difficoltà torneranno ad emergere nei momenti di tensione del mercato, la creazione di una sede di negoziazione specializzata per le PMI giunge certamente opportuna. Non soltanto si fornirà finanziamento alle PMI, specialmente in momenti difficili, ma inoltre si migliorerà la formazione dei prezzi e la determinazione dei prezzi per le emissioni effettuate da tali imprese. Poiché il sistema multilaterale di negoziazione si specializzerà in tali emissioni, è probabile che i prezzi rifletteranno meglio i fattori di determinazione del prezzo più rilevanti per le PMI.

---

<sup>30</sup> Si veda la modifica n. 12 nell'allegato al presente parere.

<sup>31</sup> Si vedano l'articolo 343 del trattato e l'articolo 39 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, nonché gli articoli 22, 2 e 5 del Protocollo sui privilegi e sulle immunità dell'Unione europea.

<sup>32</sup> Si veda la modifica n. 12 nell'allegato al presente parere.

<sup>33</sup> Si veda l'articolo 35 della proposta di direttiva MiFID.

<sup>34</sup> Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, comma 11, della proposta di direttiva MiFID, «mercato di crescita per le PMI»: un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità all'articolo 35.

9. *Negoziazioni di derivati OTC standardizzati*

9.1 L'Eurosistema ha già rilevato<sup>35</sup> quanto sia urgente adottare misure per l'attuazione nell'ambito dell'Unione dell'impegno raggiunto dal G20 nel settembre 2009 in base al quale «tutti i contratti su derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali entro la fine del 2012 al più tardi», al fine di migliorare la trasparenza nei mercati dei derivati OTC, attenuare il rischio sistemico e tutelare dagli abusi di mercato.

9.2 In tale contesto, la BCE sostiene le disposizioni<sup>36</sup> che sanciscono per i derivati OTC l'obbligatorietà della negoziazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione e che affidano all'AESFEM il compito di delimitare l'ambito preciso di tale obbligo di negoziazione tenendo conto della liquidità<sup>37</sup>. La BCE osserva tuttavia che potrebbe essere necessario integrare tale approccio per dar seguito alla raccomandazione del Consiglio per la stabilità finanziaria secondo cui «le autorità dovrebbero elaborare incentivi e, ove opportuno, regolamenti per aumentare l'uso di prodotti e processi standardizzati»<sup>38</sup>. In tale contesto, secondo la BCE dovrebbe essere effettuato a livello dell'Unione un monitoraggio costante della negoziazione di contratti non standardizzati fuori da mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione.

10. *Requisiti più stringenti per la negoziazione algoritmica, tra cui la negoziazione ad alta frequenza*

10.1 La negoziazione algoritmica, in cui rientra la negoziazione ad alta frequenza, può causare rischi per la liquidità e l'efficienza dei mercati finanziari, specialmente nei periodi di maggiore tensione. Pertanto, la BCE vede con favore le proposte di modifica alla direttiva 2004/39/CE che introducono adeguate misure organizzative di salvaguardia per le sedi di negoziazione, ad esempio in termini di capacità di negoziazione, inserimento di interruttori di circuito, offerta di accesso al mercato alle imprese che esercitano la negoziazione ad alta frequenza e alle imprese di investimento mediante un accesso elettronico diretto alle sedi di negoziazione. Le disposizioni proposte agevoleranno inoltre la sorveglianza e il monitoraggio della negoziazione ad alta frequenza e della negoziazione algoritmica da parte delle autorità competenti.

10.2 Tuttavia, la BCE è del parere che il quadro normativo debba chiarire che tutti i soggetti che esercitano la negoziazione algoritmica professionalmente dovrebbero essere ricompresi all'interno

---

35 Si veda la pagina 2 del «Contributo dell'Eurosistema alla consultazione pubblica della Commissione sulla revisione della MiFID» di febbraio 2011 (di seguito «contributo dell'Eurosistema del 2011»).

36 Articolo 24 della proposta di regolamento MiFIR.

37 Si veda il contributo dell'Eurosistema del 2011, pag. 2.

38 «Implementing OTC Derivatives Market Reforms» (*L'attuazione delle riforme del mercato dei derivati OTC*)- Rapporto del Gruppo di lavoro sui derivati OTC del 10 ottobre 2010, «le autorità dovrebbero esaminare regolarmente le nuove attività di mercato per controllare in che misura i partecipanti al mercato stiano effettuando negoziazioni con contratti non standardizzati al solo scopo di evitare la compensazione centrale e i requisiti di negoziazione e dovrebbero adottare misure per gestire tale condotta». Il rapporto è disponibile sul sito Internet del Consiglio per la stabilità finanziaria all'indirizzo [www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org).

della definizione delle imprese di investimento e pertanto ricadere nell'ambito di applicazione della direttiva MiFID ed essere soggetti alla sorveglianza e al monitoraggio delle loro attività da parte di autorità competenti<sup>39</sup>. Garantire una copertura onnicomprensiva dei soggetti professionalmente impegnati nella negoziazione ad alta frequenza e nella negoziazione algoritmica limiterebbe l'elusione potenziale delle norme proposte.

- 10.3 La BCE vede con favore le disposizioni della proposta di regolamento MiFIR relative alle specifiche delle segnalazioni delle operazioni, tra cui figurerà un elemento di designazione per identificare gli algoritmi informatici all'interno dell'impresa di investimento responsabile della decisione di investimento e dell'esecuzione dell'operazione<sup>40</sup>. Per agevolare la sorveglianza in tutti i mercati e prevenire e individuare abusi di mercato, la BCE è del parere che tali identificativi unici debbano essere elaborati per l'identificazione delle negoziazioni generate da qualunque negoziazione algoritmica e in tutte le piattaforme di negoziazione.
- 10.4 Infine, i requisiti proposti per i mercati regolamentati<sup>41</sup> relativi alla messa in atto di sistemi, procedure e dispositivi efficaci, dovrebbe garantire che la negoziazione algoritmica non possa creare o contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali sul mercato. A tale riguardo la BCE vede con favore (i) l'introduzione di condizioni alle quali le negoziazioni siano temporaneamente sospese qualora si registri un'oscillazione significativa nel prezzo di uno strumento finanziario in tale mercato, e (ii) la fissazione del rapporto massimo tra ordini non eseguiti e operazioni nonché le dimensioni minime dello scostamento di prezzo da adottare<sup>42</sup>. Mentre la BCE ritiene che alla Commissione dovrebbe essere attribuito il potere di stabilire un rapporto massimo tra ordini non eseguiti e operazioni, d'altro canto la BCE è del parere che non sia necessario stabilire un rapporto minimo tra ordini non eseguiti e operazioni<sup>43</sup>.

## 11. *Limiti di posizione e notifiche degli strumenti derivati su merci*

- 11.1 La proposta di direttiva MiFID dispone che gli Stati membri debbano assicurarsi che i mercati regolamentati, i gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e di sistemi organizzati di negoziazione che ammettono alla negoziazione o negoziano strumenti derivati su merci applichino limiti o adottino disposizioni alternative con effetti equivalenti allo scopo di garantire la liquidità, prevenire gli abusi di mercato e favorire condizioni ordinate di formazione dei prezzi e regolamento per merci consegnate fisicamente<sup>44</sup>. Secondo la proposta di direttiva MiFID tali limiti

---

<sup>39</sup> Si vedano le modifiche al considerando 47, all'articolo 2, paragrafo 1, e all'articolo 17, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID nell'allegato al presente parere.

<sup>40</sup> Si veda l'articolo 23, paragrafo 3, della proposta di regolamento MiFIR.

<sup>41</sup> Si veda l'articolo 51, paragrafo 3, della proposta di direttiva MiFID.

<sup>42</sup> Tale approccio è coerente con la relazione finale su Questioni normative sollevate dall'impatto dei cambiamenti tecnologici sull'integrità del mercato e l'efficienza dell'ottobre 2011 disponibile sul sito Internet dell'Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari all'indirizzo [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>43</sup> Si veda la modifica n. 10 all'articolo 51, paragrafo 7, lett. c) della proposta di direttiva MiFID in allegato al presente parere.

<sup>44</sup> Si veda l'articolo 59 della proposta di direttiva MiFID.

potrebbero essere armonizzati mediante atti delegati della Commissione<sup>45</sup> ed inoltre alle autorità competenti sarebbe attribuito il potere di imporre ex ante limiti di posizione per i derivati su merci<sup>46</sup> nel corso di un certo periodo di tempo, mentre all'AESFEM spetterebbe un ruolo di coordinamento di tali misure nonché poteri diretti specifici in tale settore<sup>47</sup>. La BCE è favorevole a tali disposizioni.

- 11.2 Tuttavia, riguardo ai limiti relativi ai derivati su merci, la BCE evidenzia l'importanza di gestire adeguatamente il rischio di arbitraggio regolamentare e distorsione della concorrenza non solo in tutti gli Stati membri ma altresì nei confronti dei principali centri finanziari. È pertanto di fondamentale importanza raggiungere un approccio comune in questo settore. Tale risultato può essere ottenuto attribuendo all'AESFEM un ruolo sia nell'elaborazione di principi comuni a livello dell'Unione sia nel coordinamento delle misure adottate dalle autorità nazionali competenti.
- 11.3 Inoltre, mentre la BCE sostiene l'adozione di limiti di acquisizione di posizioni<sup>48</sup>, alcuni aspetti necessitano ulteriori chiarimenti. Ciò vale in particolare per la definizione di una soglia adeguata, il periodo durante il quale tali limiti dovrebbero essere applicati e l'uso dei contratti su derivati da parte dei partecipanti al mercato<sup>49</sup>. Inoltre, la BCE è del parere che dovrebbero essere ulteriormente spiegati gli argomenti in base ai quali i limiti all'acquisizione di posizioni contribuirebbero al migliorare la liquidità del mercato.
- 11.4 La proposta di direttiva MiFID prevede<sup>50</sup> la pubblicazione delle posizioni detenute da vari tipi di operatori. Inoltre, richiederà che i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione in cui si negoziano derivati o quote di emissione su merci pubblichino una relazione settimanale su tali posizioni. I dati sulle posizioni lunghe e corte, così come sul totale delle posizioni aperte sarebbero idonei ai fini della valutazione la condotta dei partecipanti al mercato, specialmente riguardo al monitoraggio della concentrazione di posizioni dei partecipanti al mercato.

## 12. *Protezione degli investitori e quadro di vigilanza*

- 12.1 La BCE è favorevole all'attribuzione all'AESFEM del potere di vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti

---

<sup>45</sup> Si veda l'articolo 59, paragrafo 3, della proposta di direttiva MiFID.

<sup>46</sup> Si veda l'articolo 72, paragrafo 1, lett. g) della proposta di direttiva MiFID.

<sup>47</sup> Si veda l'articolo 59, paragrafo 4, della proposta di direttiva MiFID nonché gli articoli 34 e 35 della proposta di regolamento MiFIR.

<sup>48</sup> Come disposto nell'articolo 72, paragrafo 1, lett. g), della proposta di direttiva MiFID.

<sup>49</sup> Si veda la relazione finale dell'OICV-IOSCO, Principi per la regolamentazione e vigilanza dei mercati dei derivati su merci, del settembre 2011 secondo cui «l'imposizione di limiti fissi di posizione è vista soprattutto come uno strumento che mira a evitare in anticipo la concentrazione del mercato stabilendo limiti ben definiti al coinvolgimento non commerciale in un contratto a vari mesi del ciclo di negoziazione del contratto» disponibile sul sito Internet dell'Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari all'indirizzo [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>50</sup> Si veda l'articolo 60 della proposta di direttiva MiFID.

finanziari o un tipo di attività o di pratica finanziaria<sup>51</sup>. A tale riguardo, considerando che l'azione dell'AESFEM può gestire anche minacce all'ordinato funzionamento dei mercati finanziari o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario<sup>52</sup>, la BCE raccomanda che su tali aspetti sia garantito un adeguato coordinamento con il CERS<sup>53</sup>.

- 12.2 È necessario un approccio normativo uniforme per la distribuzione agli investitori al dettaglio di prodotti finanziari diversi che soddisfino esigenze simili degli investitori e che sollevino questioni comparabili in materia di protezione degli stessi<sup>54</sup>. In tale contesto, la BCE rileva che la proposta di direttiva MiFID amplia la portata dei requisiti e, in particolare, le norme di condotta e sui conflitti di interesse, agli enti creditizi che vendono depositi strutturati o offrono consulenza sugli stessi. A tale riguardo, la BCE sottolinea la necessità di: (i) chiarire la definizione di «depositi strutturati»; (ii) specificare il regime di protezione del consumatore applicabile ai prodotti finanziari; e (iii) garantire un approccio uniforme per tutte le iniziative legislative dell'Unione, quali la revisione della direttiva 94/19/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 1994 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi<sup>55</sup> e il lavoro in corso relativo ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati su tali aspetti. Inoltre, per garantire un approccio uniforme in tutti i settori dei servizi finanziari, la BCE evidenzia l'importanza di concepire e mettere in atto, per quanto possibile in stretta collaborazione tra le AEV, il quadro regolamentare e il quadro di vigilanza relativi alla protezione degli investitori, per esempio nel settore delle pratiche di vendita abbinata<sup>56</sup>.
- 12.3 La BCE vede con favore anche le proposte della Commissione sulla consulenza in materia di investimenti. La BCE, considera che si tratti di un passo avanti nella giusta direzione, ma incoraggia la Commissione a considerare misure ulteriori per rafforzare la protezione degli investitori al dettaglio, quali il potenziamento dell'alfabetizzazione finanziaria<sup>57</sup>.
- 12.4 La proposta di direttiva MiFID<sup>58</sup> attribuisce agli Stati membri la facoltà di adottare criteri specifici per la valutazione delle conoscenze e delle competenze di comuni e autorità pubbliche locali che chiedano di essere trattati come clienti professionali. Tale approccio tiene conto del fatto che l'abilità di tali soggetti di valutare le conseguenze degli impegni finanziari varia notevolmente all'interno dell'Unione. Le finanze pubbliche negli Stati membri possono essere influenzate seriamente da decisioni errate degli enti pubblici, con un potenziale effetto negativo sulla stabilità finanziaria a livello europeo. Inoltre, potrebbe essere opportuno richiedere agli Stati membri di

---

51 Articolo 31 della proposta di regolamento MiFIR. Si veda anche il considerando 12 e l'articolo 9, paragrafo 5 del regolamento (UE) n. 1095/2010.

52 Si veda l'articolo 31, paragrafo 2, lett. a) della proposta di regolamento MiFIR.

53 Si veda anche, più in generale, il paragrafo 3.

54 Si vedano a tale riguardo, i pareri favorevoli espressi dalla Commissione in connessione ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati, paragrafo 3.4.2 della relazione illustrativa della proposta di direttiva MiFID.

55 GU L 135 del 31.5.1994, pag. 5. Si veda COM(2010) 368 definitivo che rifonda la direttiva 94/19/CE.

56 Si veda la modifica n. 6 al secondo comma dell'articolo 24, paragrafo 7, della proposta di direttiva MiFID nell'allegato al presente parere.

57 Si veda inoltre l'articolo 9, paragrafo 1, lett. b) del regolamento (UE) n. 1095/2010.

58 Si veda l'allegato II, paragrafo II.1 alla proposta di direttiva MiFID.

stabilire criteri che chiariscano quali categorie di clienti possono essere idonei ad essere considerati come clienti professionali. Anche l'AESFEM potrebbe essere invitata a fornire delle linee guida in tale settore.

13. *Imprese di paesi terzi*

- 13.1 La BCE vede con grande favore la proposta di un quadro armonizzato per i servizi forniti da imprese di paesi terzi nell'Unione e il fatto di consentire alle imprese che stabiliscono una succursale in uno Stato membro di fornire servizi in altri Stati membri senza necessità di stabilire ulteriori succursali. Un regime armonizzato di accesso per le imprese di paesi terzi ridurrà la frammentazione, migliorerà le condizioni di parità di trattamento tra gli Stati membri e aumenterà la certezza del diritto per tutti i partecipanti al mercato, in quanto le condizioni per l'accesso al mercato diverranno più facili da prevedere. La BCE rileva che garantire pari livello nella protezione degli investitori e norme di regolamentazione equivalenti per le attività delle imprese di paesi terzi rispetto alle imprese UE/SEE è di fondamentale rilevanza ed è necessario per evitare distorsioni del mercato.
- 13.2 L'approccio differenziato proposto distingue tra stabilimento obbligatorio di una succursale nel caso i servizi o le attività di investimento siano diretti a clienti al dettaglio e fornitura di tali servizi consentita senza stabilimento di altre succursali, negli altri casi. Ciò riflette la necessità di aumentare il livello di protezione dei clienti al dettaglio, presa in considerazione dalla proposta di direttiva MiFID in particolare attraverso: (i) una decisione della Commissione sull'equivalenza del quadro prudenziale del paese terzo; (ii) l'assoggettamento della succursale ad alcune obbligazioni previste dalla direttiva MiFID; e (iii) la previsione della vigilanza dell'autorità competente dello Stato membro in cui la succursale ha ottenuto l'autorizzazione<sup>59</sup>. Tuttavia, la BCE rileva che, per garantire che gli investitori al dettaglio ricevano effettivamente lo stesso grado di protezione, gli accordi di cooperazione con i paesi terzi dovrebbero garantire che il requisito di un capitale iniziale sufficiente protegga effettivamente gli investitori, dato che solo l'impresa del paese terzo e non la succursale è titolare dei diritti e degli obblighi ed è responsabile in ultima istanza nei confronti degli investitori. Inoltre, potrebbe essere notevolmente svantaggioso per gli investitori se le controversie dovessero essere definite in conformità al diritto del paese terzo e soggette alla giurisdizione di quest'ultimo.

---

<sup>59</sup> Articolo 43, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID.

**B. Revisione della direttiva 2003/6/CE**

14. *Disposizioni generali*

- 14.1 Il campo di applicazione<sup>60</sup> del regime degli abusi di mercato è ampliato grazie all'inclusione di nuovi mercati, in particolare di nuove sedi di negoziazione come i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione e mediante l'inclusione degli strumenti finanziari OTC, tra cui i derivati. Inoltre, qualunque condotta od operazione relativa a uno strumento finanziario compreso nell'ambito di applicazione della proposta di regolamento MAR è di per sé coperta, quand'anche tale condotta od operazione sia posta in essere all'esterno del mercato regolamentato, del sistema multilaterale di negoziazione o del sistema organizzato di negoziazione. La BCE sostiene la proposta della Commissione di estendere il campo di applicazione del quadro relativo agli abusi di mercato in tale misura, in quanto ciò rafforzerebbe l'efficacia del regime degli abusi di mercato adattandolo all'innovazione finanziaria e agli sviluppi tecnologici più recenti.
- 14.2 I divieti e i requisiti contenuti nella proposta di regolamento MAR si applicheranno anche alle azioni poste in essere fuori dall'Unione<sup>61</sup>, al fine di impedire che vengano elusi trasferendo le attività all'esterno dell'Unione stessa. Per l'effettivo controllo e sanzionamento di tali azioni, la BCE considera essenziali gli accordi di cooperazione con i paesi terzi. A tale riguardo, la BCE vede con favore che la proposta di regolamento MAR consideri tale punto e preveda inoltre che l'AESFEM coordini e agevoli tale processo attraverso l'elaborazione di modelli<sup>62</sup>. In tale contesto, la BCE raccomanda l'estensione del regime di esclusione alle attività di gestione monetaria e del debito pubblico in taluni casi anche oltre i confini dell'Unione.
- 14.3 La BCE vede con favore che la proposta di regolamento MAR illustri casi specifici di manipolazione del mercato<sup>63</sup>, riferendosi a nuove tecniche di negoziazione quali la negoziazione algoritmica, tra cui la negoziazione ad alta frequenza. Come sopra menzionato, sebbene le negoziazioni algoritmiche possano avere uno scopo legittimo, queste possono anche presentare un notevole rischio, in quanto possono recare disturbo al normale funzionamento del mercato e aumentare la volatilità, e ciò è contrario all'interesse pubblico. La BCE è pertanto favorevole a un attento monitoraggio di tali tecniche di negoziazione per tutelare l'ordinato funzionamento del mercato e l'interesse pubblico.
- 14.4 La proposta di regolamento MAR<sup>64</sup> identifica implicitamente nella negoziazione alla chiusura del mercato una manipolazione del mercato o un tentativo di manipolazione del mercato. Tuttavia, in molti mercati sono presenti volumi più elevati di negoziazioni alla fine e all'inizio della giornata lavorativa, quando le posizioni sono regolate, le informazioni overnight sono elaborate o talune

---

<sup>60</sup> Si veda l'articolo 2 della proposta di regolamento MAR.

<sup>61</sup> Articolo 2, paragrafo 4, della proposta di regolamento MAR.

<sup>62</sup> Articolo 20 della proposta di regolamento MAR.

<sup>63</sup> Si veda l'articolo 8, paragrafo 3, della proposta di regolamento MAR e la relativa modifica n. 16 nell'allegato al presente parere.

<sup>64</sup> Si veda l'articolo 8, paragrafo 3, lett. b) della proposta di regolamento MAR.

notizie specifiche possono essere diffuse ai mercati. A tale riguardo, la BCE raccomanderebbe un'analisi più dettagliata o un miglioramento di detta definizione di manipolazione del mercato.

15. *Definizione di informazioni privilegiate*

La BCE vede con favore l'ambito di applicazione della definizione di informazioni privilegiate<sup>65</sup>. Tuttavia il riferimento alla merce<sup>66</sup> suggerisce che il mercato a pronti di una data merce possa essere utilizzato per manipolare il mercato degli strumenti derivati per la stessa merce o per altre merci e viceversa. Si legge inoltre<sup>67</sup> che l'ambito della proposta di regolamento MAR non dovrebbe essere esteso a comportamenti che non comprendano strumenti finanziari, per esempio la negoziazione di contratti a pronti su merci che incida solo sul mercato a pronti. A tale riguardo dovrebbe essere fornita una definizione più chiara in quanto, come presuppone implicitamente la proposta di regolamento MAR<sup>68</sup>, i mercati a pronti e i mercati dei derivati sono interconnessi sia attraverso le merci che a livello transfrontaliero ed è pertanto difficile capire che tipo di negoziazione a pronti sarà suscettibile di incidere solo sul mercato a pronti.

16. *Comunicazione di informazioni privilegiate di importanza sistemica*

16.1 La proposta di regolamento MAR impone all'emittente di uno strumento finanziario di comunicare al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente l'emittente<sup>69</sup>. Al contempo, la proposta di regolamento MAR mantiene la disposizione di cui alla direttiva 2003/6/CE che consente all'emittente di ritardare la comunicazione al pubblico laddove: (i) l'omissione non sia tale da fuorviare il pubblico e (ii) la riservatezza di tali informazioni possa essere garantita. Laddove si faccia ricorso a tale comunicazione differita, l'emittente deve informare l'autorità competente immediatamente dopo la comunicazione per consentire il controllo a posteriori delle specifiche condizioni per il ritardo<sup>70</sup>. Inoltre, la proposta di regolamento MAR prevede, quale elemento di novità del regime di comunicazione, che un'autorità competente possa consentire di differire ex ante la comunicazione al pubblico laddove (i) le informazioni abbiano un'importanza sistemica, (ii) sia nell'interesse pubblico ritardarne la pubblicazione e (iii) sia possibile garantire la riservatezza di tali informazioni<sup>71</sup>.

---

65 Si veda l'articolo 6, paragrafo 1, lett. b) della proposta di regolamento MAR.

66 Si vedano il considerando 15 e l'articolo 2, paragrafo 3, della proposta di regolamento MAR.

67 Si veda il paragrafo 3.4.1.2 della relazione illustrativa e il considerando 15 della proposta di regolamento MAR.

68 Si veda il considerando 15 della proposta di regolamento MAR.

69 Si veda l'articolo 12, paragrafo 1, della proposta di regolamento MAR.

70 Si veda l'articolo 12, paragrafo 4, della proposta di regolamento MAR; si veda il punto 3.4.3.2 della relazione illustrativa della proposta di regolamento MAR e l'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/6/CE.

71 Si veda l'articolo 12, paragrafo 5, della proposta di regolamento MAR.

- 16.2 Come affermato in un precedente parere<sup>72</sup>, la BCE sostiene l'ulteriore miglioramento del quadro normativo della comunicazione ritardata ai sensi della proposta di regolamento MAR. L'interesse generale alla comunicazione al pubblico potrebbe dover essere controbilanciato dalla necessità di tutelare la riservatezza almeno per un periodo limitato, nell'interesse dell'emittente o nell'interesse pubblico. Il ritardo nella comunicazione al pubblico può avvenire in due situazioni: (i) nell'interesse e sotto la responsabilità dell'emittente<sup>73</sup> o (ii) nell'interesse pubblico e a seguito di preventiva autorizzazione da parte dell'autorità competente<sup>74</sup>. La BCE vede con favore tale esenzione nell'interesse pubblico in combinato disposto con la condizione che l'informazione debba essere di importanza sistemica, consentendo in tal modo di tener conto di considerazioni relative alla stabilità finanziaria, quali potrebbero sorgere, in particolare, nel caso in cui l'emittente abbia ricevuto un'immissione di liquidità di emergenza.
- 16.3 Nel caso di istituzioni finanziarie, la valutazione se l'informazione sia o meno di importanza sistemica e se il differimento della comunicazione sia nell'interesse pubblico o meno dovrebbe essere effettuata in stretta collaborazione con la banca centrale nazionale e l'autorità di vigilanza nazionale, nonché con l'autorità macroprudenziale, se questa è diversa dalla banca centrale o dall'autorità di vigilanza. A livello nazionale dovrebbero essere predisposte procedure adeguate ed efficienti per garantire il tempestivo coinvolgimento di tali autorità, supportate da un insieme di principi a livello dell'Unione. Laddove ciò sia motivato dall'importanza sistemica e dall'interesse pubblico, l'autorità competente dovrebbe avere il potere di ordinare il differimento della comunicazione. In particolare, le informazioni sui prestiti di banca centrale o su altre forme di liquidità fornite a una data istituzione finanziaria, tra cui l'immissione di liquidità di emergenza, potrebbero dover essere mantenute riservate per contribuire alla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e mantenere la fiducia del pubblico durante una crisi<sup>75</sup>.

17. *Sanzioni penali per l'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*

- 17.1 La BCE vede con favore le disposizioni della proposta di direttiva MAD che definiscono le norme minime relative alle sanzioni penali per i reati più gravi di abuso di mercato. Tali norme sono essenziali per garantire l'efficacia e il successo del quadro legislativo e dunque per l'efficace attuazione della politica dell'Unione contro gli abusi di mercato. Inoltre, regimi sanzionatori uguali, forti e deterrenti contro i crimini finanziari, nonché la loro esecuzione uniforme ed efficace sono elementi fondamentali del principio di legalità e favoriscono la salvaguardia della stabilità finanziaria.

---

<sup>72</sup> Si veda il paragrafo 2 del Parere della BCE CON/2010/6 dell'11 gennaio 2010 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2003/71/CE e la direttiva 2004/109/CE (GU C 19 del 26.1.2010, pag. 1).

<sup>73</sup> Articolo 12, paragrafo 4, della proposta di regolamento MAR.

<sup>74</sup> Articolo 12, paragrafo 5, della proposta di regolamento MAR.

<sup>75</sup> Si vedano le modifiche n. 14, n. 15 e n. 17 nell'allegato al presente parere.

17.2 La BCE vede con favore che la proposta di direttiva MAD<sup>76</sup> disciplini la responsabilità delle persone giuridiche in quanto tale responsabilità a livello societario consente di stabilire i giusti incentivi ad un monitoraggio interno e a controlli interni più rigorosi, incoraggiando in tal modo il buon governo societario e la disciplina del mercato. Tuttavia, l'effettiva attuazione di tali disposizioni e il conseguimento dei risultati attesi di tale politica richiederà un'attenta considerazione delle specificità giuridiche a livello nazionale, dato che il concetto di responsabilità penale delle persone giuridiche non esiste in tutti gli Stati membri.

Laddove la BCE raccomanda che le proposte di direttiva MiFID, di regolamento MiFIR, di direttiva MAD o di regolamento MAR siano modificate, proposte redazionali specifiche sono contenute a tal fine nell'allegato, accompagnate da note esplicative.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 22 marzo 2012.

*Il Presidente della BCE*

Mario DRAGHI

---

<sup>76</sup> Si veda l'articolo 7 della proposta di direttiva MAD.

## Proposte redazionali relative alla proposta di direttiva MiFID

Testo proposto dalla Commissione	Modifiche proposte dalla BCE <sup>77</sup>
<p><b>Modifica n. 1</b></p> <p>Considerando 47 della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«(47) Il modo migliore per mitigare tali rischi potenziali derivanti da un maggior ricorso alla tecnologia consiste in una combinazione di controlli specifici del rischio diretti alle imprese che effettuano negoziazione algoritmica o ad alta frequenza e di altre misure dirette ai gestori delle sedi di negoziazione a cui tale imprese hanno accesso. È auspicabile assicurare che tutte le imprese che effettuano negoziazione ad alta frequenza siano autorizzate quando sono membri diretti di una sede di negoziazione. In tal modo si assicura che siano soggette ai requisiti di organizzazione previsti dalla presente direttiva e a un'adeguata vigilanza.»</p>	<p>«(47) Il modo migliore per mitigare tali rischi potenziali derivanti da un maggior ricorso alla tecnologia consiste in una combinazione di controlli specifici del rischio diretti alle imprese che effettuano negoziazione algoritmica o ad alta frequenza e di altre misure dirette ai gestori delle sedi di negoziazione a cui tale imprese hanno accesso. È auspicabile assicurare che <del>tutte le imprese che effettuano</del> <b>le attività di</b> negoziazione <b>algoritmica</b> e ad alta frequenza siano <del>autorizzate</del> <b>considerate come servizi o attività di investimento anche</b> quando sono <b>esercitate</b> per proprio conto <del>membri diretti di una sede di negoziazione</del>. In tal modo si assicura che <b>le imprese che forniscono tali attività siano autorizzate come imprese di investimento e</b> soggette ai requisiti di organizzazione previsti dalla presente direttiva e a un'adeguata vigilanza.»</p>
<p><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Dovrebbe essere garantita la coerenza tra il considerando sopra menzionato e l'articolo 17 della proposta di direttiva MiFID riguardo non solo alla negoziazione ad alta frequenza ma anche alla negoziazione algoritmica e chiarire che l'autorizzazione delle imprese è richiesta in quanto tali attività sono considerate come servizi di investimento. Infatti, la negoziazione algoritmica effettuata attraverso l'accesso indiretto alle sedi di negoziazione non causa minori rischi per i mercati finanziari e per la stabilità, rispetto alla negoziazione algoritmica gestita da un membro diretto della sede di negoziazione. Si veda inoltre la modifica all'articolo 2 della proposta di direttiva MiFID.</i></p>	

<sup>77</sup> Il grassetto nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di aggiungere. Il carattere barrato nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di eliminare.

<p><b>Modifica n. 2</b></p> <p>Considerando 108 della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«(108) Occorre che le norme tecniche nel settore dei servizi finanziari garantiscano un'armonizzazione coerente e una protezione adeguata dei depositanti, degli investitori e dei consumatori in tutta l'Unione. Sarebbe efficace e opportuno incaricare l'AESFEM, in quanto organo dotato di competenze molto specializzate, dell'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione che non comportano scelte politiche da presentare alla Commissione.»</p>	<p>«(108) Occorre che le norme tecniche nel settore dei servizi finanziari garantiscano un'armonizzazione coerente e una protezione adeguata dei depositanti, degli investitori e dei consumatori in tutta l'Unione. Sarebbe efficace e opportuno incaricare l'AESFEM, in quanto organo dotato di competenze molto specializzate, dell'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione che non comportano scelte politiche da presentare alla Commissione. <b>Al fine di garantire una protezione uniforme degli investitori e dei consumatori in tutti i settori dei servizi finanziari, l'AESFEM dovrebbe svolgere i propri compiti per quanto possibile in stretta collaborazione con le altre due AEV nell'ambito del comitato congiunto.»</b></p>
<p><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Per garantire una protezione uniforme degli investitori e dei consumatori in tutti i settori dei servizi finanziari, l'AESFEM dovrebbe per quanto possibile operare in stretta collaborazione con le altre due AEV nell'ambito del comitato congiunto.</i></p>	
<p><b>Modifica n. 3</b></p> <p>Articolo 2 della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«1. La presente direttiva non si applica: [...] d) alle persone che non prestano servizi di investimento o non esercitano attività di investimento diversi dalla negoziazione per proprio conto a meno che: i) siano market maker ii) siano membri di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o</p>	<p>«1. La presente direttiva non si applica: [...] d) alle persone che non prestano servizi di investimento o non esercitano attività di investimento diversi dalla negoziazione per proprio conto a meno che: i) siano market maker; ii) siano membri di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o</p>

## ECB-PUBLIC

<p>partecipanti agli stessi; o</p> <p>iii) negozino per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti;</p> <p>Tale esenzione non si applica alle persone esenti ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera i), che negoziano per conto proprio strumenti finanziari in quanto membri di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione o ad essi partecipanti, anche come market maker in relazione a strumenti derivati su merci, quote di emissioni o relativi strumenti derivati;</p> <p>[...]]»</p>	<p>partecipanti agli stessi; e</p> <p><b>iii) esercitino la negoziazione algoritmica; o</b></p> <p>iv) negozino per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti;</p> <p>Tale esenzione non si applica alle persone esenti ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera i), che negoziano per conto proprio strumenti finanziari in quanto membri di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione o ad essi partecipanti, anche come market maker in relazione a strumenti derivati su merci, quote di emissioni o relativi strumenti derivati;</p> <p>[...]]»</p>
<p><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>I requisiti applicabili alle imprese che effettuano la negoziazione algoritmica e la negoziazione ad alta frequenza dovrebbero essere stabiliti a prescindere dal fatto che esse negozino per conto dei propri clienti o per conto proprio, dato che negoziare per conto proprio non elimina le preoccupazioni alla base della necessità di regolamentare e vigilare sulla negoziazione algoritmica, tenuto conto della complessità, sensibilità e serietà dei rischi e delle questioni sollevate da tale attività di negoziazione.</i></p>	
<p><b>Modifica n. 4</b></p> <p>Articolo 9, paragrafo 6, della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«(c) definisce, approva e sorveglia la strategia dell'impresa in materia di servizi, attività, operazioni e prodotti prestati o proposti dalla stessa, in conformità alla tolleranza del rischio dell'impresa e alle caratteristiche ed esigenze dei clienti destinatari, compresa l'effettuazione, se del caso, di prove di stress adeguate;»</p>	<p>«(c) definisce, approva e sorveglia la strategia dell'impresa in materia di servizi, attività, operazioni e prodotti prestati o proposti dalla stessa, in conformità alla tolleranza del rischio dell'impresa e alle caratteristiche ed esigenze dei clienti destinatari, compresa l'effettuazione, se del caso, di prove di stress adeguate;</p> <p><b>c bis) definisce, approva e sorveglia la remunerazione del personale dell'impresa addetto alle vendite che dovrebbe essere concepita per incoraggiare una condotta professionale responsabile, un trattamento equo dei consumatori ed evitare conflitti di interessi.</b></p>

	<p><b>La struttura della remunerazione dovrebbe essere comunicata ai clienti, ove opportuno, ad esempio laddove potenziali conflitti di interessi non possano essere né gestiti né evitati;»</b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Il principio contenuto nella proposta di direttiva MiFID<sup>78</sup>, relativo alla responsabilità degli organi di gestione circa la remunerazione del personale addetto alle vendite dovrebbe essere messo in risalto. La modifica proposta mira a rafforzare dispositivi di governo societario solidi in materia di politiche di remunerazione delle istituzioni che non svolgono unicamente attività bancaria. La specificità delle loro attività e i potenziali effetti pregiudizievoli per i consumatori che deriverebbero da regimi retributivi inadeguati, richiedono requisiti comuni in questo settore applicabili a tutte le imprese di investimento nell'ottica di una condotta professionale responsabile, un trattamento equo dei consumatori e la prevenzione dei conflitti di interessi, in modo coerente con la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento<sup>79</sup> nonché in linea con i principi fissati dall'OCSE<sup>80</sup>.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 5</b></p> <p style="text-align: center;">Articolo 17, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«2. Le imprese di investimento che effettuano la negoziazione algoritmica forniscono almeno una volta all'anno all'autorità competente del proprio Stato membro di origine una descrizione della natura delle proprie strategie di negoziazione algoritmica, dettagli sui parametri o sui limiti di negoziazione a cui il sistema è soggetto, i controlli fondamentali di conformità e di rischio attuati per assicurare che le condizioni di cui al paragrafo 1 siano soddisfatte e dettagli sulla verifica dei sistemi. Un'autorità competente può in qualsiasi momento chiedere ulteriori informazioni a un'impresa di investimento sulla negoziazione algoritmica da essa effettuata e sui sistemi</p>	<p>«2. Le imprese di investimento che effettuano la negoziazione algoritmica forniscono almeno una volta all'anno all'autorità competente del proprio Stato membro di origine una descrizione della natura delle proprie strategie di negoziazione algoritmica, dettagli sui parametri o sui limiti di negoziazione a cui il sistema è soggetto, i controlli fondamentali di conformità e di rischio attuati per assicurare che le condizioni di cui al paragrafo 1 siano soddisfatte e dettagli sulla verifica dei sistemi. <b>Le imprese di investimento, su richiesta di un'autorità competente, forniscono</b> ulteriori informazioni a un'impresa di investimento sulla</p>

<sup>78</sup> Si veda il considerando 39 della direttiva MiFID.

<sup>79</sup> Si veda COM(2011) 453 definitivo.

<sup>80</sup> Si veda il documento dell'OCSE - G20, Principi ad alto livello in ordine alla protezione del consumatore finanziario (15 ottobre 2011), secondo cui «la remunerazione del personale dell'impresa addetto alle vendite che dovrebbe essere concepita per incoraggiare una condotta professionale responsabile, un trattamento equo dei consumatori ed evitare conflitti di interessi. La struttura della remunerazione dovrebbe essere comunicata ai clienti, ove opportuno, ad esempio laddove potenziali conflitti di interessi non possano essere né gestiti né evitati».

ECB-PUBLIC

utilizzati.»	negoiazione algoritmica da esse effettuata e sui sistemi utilizzati.»
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>L'articolo 17, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID dovrebbe garantire che le imprese di investimento forniscano alle autorità competenti ogni ulteriore informazione richiesta.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 6</b></p> <p style="text-align: center;">Articolo 24, paragrafo 7, della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«7. Se un servizio di investimento è offerto insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento di tale accordo o pacchetto, l'impresa di investimento informa il cliente se è possibile acquistare i diversi componenti separatamente e fornisce giustificativi separati dei costi e degli oneri di ciascun componente.</p> <p>L'AESFEM elabora entro il [] e aggiorna periodicamente orientamenti per la valutazione e la vigilanza delle pratiche di vendita abbinata, indicando in particolare le situazioni in cui le pratiche di vendita abbinata non sono conformi agli obblighi stabiliti al paragrafo 1.»</p>	<p>«7. Se un servizio di investimento è offerto insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento di tale accordo o pacchetto, l'impresa di investimento informa il cliente se è possibile acquistare i diversi componenti separatamente e fornisce giustificativi separati dei costi e degli oneri di ciascun componente.</p> <p>L'AESFEM elabora, <b>in collaborazione con l'ABE e l'AEAP, tramite il comitato congiunto</b>, entro il [] e aggiorna periodicamente orientamenti per la valutazione e la vigilanza delle pratiche di vendita abbinata, indicando in particolare le situazioni in cui le pratiche di vendita abbinata non sono conformi agli obblighi stabiliti al paragrafo 1.»</p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>La collaborazione tra tutte e tre le AEV nell'elaborazione di linee guida è di grande rilevanza per la vendita abbinata, dato che in tale situazione sussiste un chiaro coinvolgimento di diversi settori finanziari quali le assicurazioni e le banche.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 7</b></p> <p style="text-align: center;">Secondo comma dell'articolo 36, paragrafo 8, della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«L'AESFEM presenta i progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il [31 dicembre 2016].»</p>	<p>«L'AESFEM presenta i progetti di norme tecniche di regolamentazione Commissione entro il [31 dicembre 2016<del>3</del>].»</p>

*Nota esplicativa*

*L'AESFEM dovrebbe presentare le norme tecniche alla Commissione prima della data di lancio di TARGET2-Securities (T2S) prevista per giugno 2015 e sicuramente prima del 31 dicembre 2016. La stessa proposta redazionale è formulata come modifica all'articolo 36, paragrafo 9, e all'articolo 37, paragrafi 11 e 12, della proposta di direttiva MiFID. Tali articoli richiedono che l'AESFEM elabori norme tecniche per supportare i processi necessari per garantire la libertà delle imprese di investimento di fornire servizi e attività di investimento transfrontalieri e di istituire una succursale. Si tratta di una condizione importante per la concorrenza e l'integrazione dei mercati finanziari e suscettibile di influenzare positivamente l'efficienza e il volume della compensazione transfrontaliera in T2S.*

**Modifica n. 8**

Secondo comma dell'articolo 39, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID

«Tale valutazione del mercato regolamentato da parte dell'autorità competente lascia impregiudicate le competenze delle banche centrali nazionali in veste di controllori dei sistemi di regolamento o di altre autorità preposte alla vigilanza di tali sistemi. L'autorità competente terrà conto del controllo/della vigilanza già esercitati da tali istituzioni per evitare un'indebita duplicazione dei controlli.»

«Tale valutazione del mercato regolamentato da parte dell'autorità competente lascia impregiudicate le competenze delle banche centrali **interessate nazionali** in veste di controllori dei sistemi di regolamento o di altre autorità preposte alla vigilanza di tali sistemi. L'autorità competente terrà conto del controllo/della vigilanza già esercitati da tali istituzioni per evitare un'indebita duplicazione dei controlli.»

*Nota esplicativa*

*Tra le banche centrali che esercitano la supervisione sui sistemi di compensazione e regolamento rientra anche la BCE e non solo le banche centrali nazionali.*

*La medesima proposta redazionale dovrebbe essere considerata altresì come modifica al secondo comma dell'articolo 40, paragrafo 2, e al secondo comma dell'articolo 57, paragrafo 2, della proposta di direttiva MiFID.*

**Modifica n. 9**

Articolo 41, paragrafo 1, lett. g) della proposta di direttiva MiFID

«(g) l'impresa ha chiesto di aderire a un sistema di indennizzo degli investitori autorizzato o riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli

«(g) l'impresa **appartiene** ~~ha chiesto di aderire~~ a un sistema di indennizzo degli investitori autorizzato o riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di

investitori.»	indennizzo degli investitori, <b>al momento dell'autorizzazione.»</b>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Al fine di offrire protezione efficace ai clienti al dettaglio, l'appartenenza, e non semplicemente la richiesta, dovrebbe essere un prerequisito per l'autorizzazione, secondo la disposizione relativa alle imprese di investimento stabilite all'interno dell'Unione (si veda l'articolo 14 della proposta di direttiva MiFID e l'articolo 21, paragrafo 1, della direttiva 97/9/CE cui tale norma fa riferimento). Inoltre, la BCE sottolinea la necessità di garantire la coerenza di tale regime, previsto dalla proposta di direttiva MiFID, con l'articolo 11 della direttiva 97/9/CE, che attribuisce agli Stati membri discrezionalità nel valutare l'equivalenza tra la copertura prevista all'interno dell'Unione e quella prevista nel paese terzo in cui la succursale ha la propria sede principale.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 10</b></p> <p style="text-align: center;">Articolo 51, paragrafo 7, della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p>«7. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 94 per quanto riguarda le disposizioni del presente articolo e in particolare:</p> <p>[...]</p> <p>(c) per stabilire il rapporto massimo e minimo tra ordini non eseguiti e operazioni che può essere adottato dai mercati regolamentati, nonché le dimensioni minime dello scostamento di prezzo da adottare;»</p>	<p>«7. Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 94 per quanto riguarda le disposizioni del presente articolo e in particolare:</p> <p>[...]</p> <p>(c) per stabilire il rapporto massimo e <del>minimo</del> tra ordini non eseguiti e operazioni che può essere adottato dai mercati regolamentati, nonché le dimensioni minime dello scostamento di prezzo da adottare;»</p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Non sussiste alcuna motivazione economica apparente per il rapporto minimo tra ordini non eseguiti e operazioni.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 11</b></p> <p style="text-align: center;">Articolo 91 della proposta di direttiva MiFID</p>	
<p style="text-align: center;">«Articolo 91</p> <p style="text-align: center;">Collaborazione e scambio di informazioni con l'AESFEM</p> <p>1. Le autorità competenti collaborano con</p>	<p style="text-align: center;">«Articolo 91</p> <p style="text-align: center;">Collaborazione e scambio di informazioni con l'AESFEM, <b>nell'ambito del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (ESFS) e</b></p>

<p>l'AESFEM ai fini della presente direttiva, conformemente al regolamento (UE) n. 1095/2010.</p> <p>2. Le autorità competenti forniscono senza indugio all'AESFEM tutte le informazioni necessarie per l'espletamento dei suoi compiti a norma della presente direttiva e conformemente all'articolo 35 del regolamento (UE) n. 1095/2010.»</p>	<p style="text-align: center;"><b>con il Sistema europeo di banche centrali (SEBC)</b></p> <p><b>1. Le autorità competenti, in qualità di parti dell'ESFS, cooperano con fiducia e pieno rispetto reciproco, in particolare nel garantire lo scambio di informazioni opportune e affidabili tra loro e con le altre parti dell'ESFS, in conformità al principio di leale cooperazione di cui all'articolo 4, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea.</b></p> <p>± <b>2.</b> Le autorità competenti collaborano con l'AESFEM ai fini della presente direttiva, conformemente al regolamento (UE) n. 1095/2010.</p> <p><b>2. 3.</b> Le autorità competenti forniscono senza indugio all'AESFEM tutte le informazioni necessarie per l'espletamento dei suoi compiti a norma della presente direttiva e conformemente all'articolo 35 del regolamento (UE) n. 1095/2010 <b>e, ove opportuno, forniscono alle banche centrali del SEBC tutte le informazioni rilevanti per lo svolgimento dei rispettivi compiti.»</b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>A fini di chiarezza e certezza giuridica, la proposta di direttiva MiFID dovrebbe riflettere i principi di cooperazione affermati nell'ambito della recente riforma della vigilanza finanziaria europea. Inoltre, i sistemi di condivisione delle informazioni dovrebbero essere migliorati per le banche centrali del SEBC, tra cui la BCE. La BCE raccomanda l'istituzione di modifiche simili in altre direttive attinenti al settore finanziario, se del caso (si veda altresì la modifica n. 3 all'articolo 7 della direttiva proposta di cui al parere della BCE CON/2012/5).</i></p>	

## Proposte redazionali relative alla proposta di regolamento MiFIR

Testo proposto dalla Commissione	Modifiche proposte dalla BCE <sup>81</sup>
<p align="center"><b>Modifica n. 12</b></p> <p align="center">Articolo 1, paragrafo 5, (nuovo) della proposta di regolamento MiFIR</p>	
<p>Nessun testo</p>	<p><b>«5. L’informazione post-negoziato sulle operazioni di cui agli articoli 19 e 20, e l’obbligo di segnalare le operazioni, stabilito dall’articolo 23, non si applicano alle operazioni di cui è controparte una banca centrale del SEBC.»</b></p>
<p align="center"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Si veda il paragrafo 7 del presente parere.</i></p>	
<p align="center"><b>Modifica n. 13</b></p> <p align="center">Articolo 23 della proposta di regolamento MiFIR</p>	
<p>«2. L’obbligo di cui al paragrafo 1 non si applica agli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione o negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, agli strumenti finanziari il cui valore non dipende da quello di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione o negoziato in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, né agli strumenti finanziari che non hanno o probabilmente non avranno un effetto su uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione o negoziato in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.</p> <p>[...]</p>	<p>«2. L’obbligo di cui al paragrafo 1 non si applica agli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione <b>in un mercato regolamentato</b> o negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, agli strumenti finanziari il cui valore non dipende da quello di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione <b>in un mercato regolamentato</b> o negoziato in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, né agli strumenti finanziari che non hanno o probabilmente non avranno un effetto su uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione <b>in un mercato regolamentato</b> o negoziato in un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.</p>

<sup>81</sup> Il grassetto nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di aggiungere. Il carattere barrato nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di eliminare.

<p>7. Quando, ai sensi dell'articolo 37, paragrafo 8, della direttiva [nuova direttiva MiFID], le segnalazioni di cui al presente articolo sono trasmesse all'autorità competente dello Stato membro ospitante, questa trasmette le informazioni in questione alle autorità competenti dello Stato membro d'origine dell'impresa di investimento, a meno che queste ultime decidano di non voler ricevere tali informazioni.</p> <p>8. L'AESFEM elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare:</p> <p>[...]</p> <p>Alla Commissione è delegato il potere di adottare le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010.</p> <p>9. Due anni dopo l'entrata in vigore del presente regolamento, l'AESFEM riferisce alla Commissione in merito al funzionamento del presente articolo, indicando in particolare se il contenuto e il formato delle segnalazioni relative alle operazioni ricevute e scambiate tra le autorità competenti consentano di sorvegliare compiutamente le attività delle imprese di</p>	<p>[...]</p> <p>7. Quando, ai sensi dell'articolo 37, paragrafo 8, della direttiva [nuova direttiva MiFID], le segnalazioni di cui al presente articolo sono trasmesse all'autorità competente dello Stato membro ospitante, questa trasmette le informazioni in questione alle autorità competenti dello Stato membro d'origine dell'impresa di investimento, a meno che queste ultime decidano di non voler ricevere tali informazioni.</p> <p><b>Le autorità competenti trasmettono tutte le informazioni ricevute in virtù del presente articolo ad un unico sistema, designato dall'AESFEM, per la segnalazione delle operazioni a livello dell'Unione. Il sistema unico consente alle autorità competenti pertinenti di accedere a tutte le informazioni segnalate conformemente al presente articolo.</b></p> <p>8. L'AESFEM elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare:</p> <p>[...]</p> <p><b>d) l'elaborazione del sistema unico di cui al paragrafo 7 e le procedure per lo scambio di informazioni tra tale sistema e le autorità competenti.</b></p> <p>Alla Commissione è delegato il potere di adottare le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010.</p> <p>9. Due anni dopo l'entrata in vigore del presente regolamento, l'AESFEM riferisce alla Commissione in merito al funzionamento del presente articolo, indicando in particolare se il contenuto e il formato delle segnalazioni relative alle operazioni ricevute e scambiate tra <b>il sistema unico di cui al paragrafo 7</b> e le autorità competenti consentano di sorvegliare</p>
--	--

<p>investimento a norma dell'articolo 21. La Commissione può adottare misure per proporre eventuali modifiche, compresa la possibilità di segnalare le operazioni, invece che alle autorità competenti, a un sistema designato dall'AESFEM che consenta alle autorità competenti di accedere a tutte le informazioni segnalate conformemente al presente articolo.»</p>	<p>compiutamente le attività delle imprese di investimento a norma dell'articolo 21. La Commissione può adottare misure per proporre eventuali modifiche, compresa la possibilità di segnalare le operazioni, invece che alle autorità competenti, <b>soltanto al <del>un</del> sistema di cui al paragrafo 7 designato dall'AESFEM che consenta alle autorità competenti di accedere a tutte le informazioni segnalate conformemente al presente articolo.»</b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Le informazioni oggetto della segnalazione delle operazioni dovrebbero essere facilmente accessibili in un sistema unico a livello europeo, designato dall'AESFEM, il più presto possibile e non semplicemente come possibile risultato di una clausola di revisione destinata ad operare due anni dopo l'entrata in vigore della proposta di regolamento MiFIR. Inoltre, l'AESFEM dovrebbe elaborare progetti di norme tecniche regolamentari per determinare il meccanismo atto a garantire uno scambio di informazioni efficiente tra tale sistema e le autorità competenti.</i></p> <p><i>Il riferimento ai mercati regolamentati nell'articolo 23, paragrafo 2, accanto al riferimento al sistema multilaterale di negoziazione e al sistema organizzato di negoziazione chiarisce che la formulazione «ammessi alla negoziazione» si riferisce, come già altrove nella proposta di regolamento MiFIR, a strumenti finanziari che siano negoziati su mercati regolamentati.</i></p>	

## Proposte redazionali relative alla proposta di regolamento MAR

Testo proposto dalla Commissione	Modifiche proposte dalla BCE <sup>82</sup>
<b>Modifica n. 14</b> Considerando 25 della proposta di regolamento MAR	
<p>«(25) Talvolta, se un ente finanziario è destinatario di assistenza finanziaria urgente sotto forma di prestiti, può essere nell'interesse della stabilità finanziaria ritardare la comunicazione d'informazioni privilegiate laddove queste siano d'importanza sistemica. L'autorità competente deve quindi poter autorizzare un ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate.»</p>	<p>«(25) Talvolta, <del>se un ente finanziario è destinatario di assistenza finanziaria urgente sotto forma di prestiti</del>, può essere nell'interesse della stabilità finanziaria ritardare la comunicazione d'informazioni privilegiate laddove queste siano d'importanza sistemica. L'autorità competente deve quindi poter <del>autorizzare</del> <b>decidere</b> un ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate.</p> <p><b>(25 bis) Rispetto alle istituzioni finanziarie, in particolare ove stiano ricevendo prestiti di banche centrali tra cui un'immissione di liquidità di emergenza, la valutazione se l'informazione sia o meno di importanza sistemica e se il ritardo nella comunicazione sia nell'interesse pubblico o meno dovrebbe essere effettuata in stretta collaborazione con la banca centrale pertinente, la competente autorità di vigilanza dell'emittente e, ove opportuno, con l'autorità macroprudenziale</b></p>

<sup>82</sup> Il grassetto nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di aggiungere. Il carattere barrato nel corpo del testo indica le parti di testo che la BCE propone di eliminare.

	nazionale.»
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>L'autorità competente deve essere legittimata non soltanto ad autorizzare ma altresì a decidere, di propria iniziativa, di ritardare la comunicazione delle informazioni privilegiate di importanza sistemica. Per gli emittenti che siano istituzioni finanziarie, la ricezione di un'immissione di liquidità di emergenza è un esempio importante, ma non esaustivo dei possibili casi di informazione di importanza sistemica. Inoltre, la valutazione dell'importanza sistemica per tali emittenti dovrebbe essere condotta in collaborazione con la relativa banca centrale, l'autorità di vigilanza e l'autorità macroprudenziale nazionale<sup>83</sup> in considerazione di preoccupazioni per la stabilità finanziaria. La presente modifica è collegata alla successiva modifica n. 17.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Modifica n. 15</b></p> <p style="text-align: center;">Articolo 5, paragrafo 1, (nuovo) della proposta di regolamento MAR</p>	
Nessun testo	<p><b>«(20) “istituzione finanziaria”: un'entità autorizzata a svolgere le attività elencate nella direttiva xx/xx/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del [data] sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario(*), nel regolamento (UE) n. xx/xx del Parlamento europeo e del Consiglio del [data] sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR] sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (*), nella direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di</b></p>

<sup>83</sup> Si veda a tale riguardo la raccomandazione del CESR (Comitato europeo per il rischio sistemico) CERS/2011/3 relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali, disponibile sul sito Internet del CERS all'indirizzo <http://www.esrb.europa.eu>.

	<p>riassicurazione (solvibilità II) (*), nella direttiva 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) (*), nella direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (*), così come nella direttiva 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 (*).</p> <p>—</p> <p>(*) GU L [...].</p> <p>(*) GU L [...].</p> <p>(*) GU L [...].</p> <p>(*) GU L 335 del 17.12.2009, pag. 1.</p> <p>(*) GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32.</p> <p>(*) GU L 235 del 23.9.2003, pag. 10.</p> <p>(*) GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1.»</p>
<p style="text-align: center;"><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Le banche centrali del SEBC dovrebbero essere coinvolte nella decisione relativa al ritardo della comunicazione di informazioni sistemiche per quanto riguarda le istituzioni finanziarie (si veda la modifica n. 17). Di conseguenza, è necessario introdurre una definizione di «istituzione finanziaria» nella proposta di regolamento MAR.</i></p>	

<b>Modifica n. 16</b>	
Articolo 8, paragrafo 3, lett. c) della proposta di regolamento MAR	
<p>«(c) l’invio di ordini ad una sede di negoziazione attraverso negoziazioni algoritmiche, incluse le negoziazioni ad alta frequenza, senza l’intenzione di negoziare ma allo scopo di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– interrompere o ritardare il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione;</li> <li>– rendere più difficile per gli altri operatori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione; oppure</li> <li>– creare un’impressione falsa o fuorviante in merito all’offerta o alla domanda di uno strumento finanziario.»</li> </ul>	<p>«(c) l’invio di ordini ad una sede di negoziazione attraverso negoziazioni algoritmiche, incluse le negoziazioni ad alta frequenza, <del>senza l’intenzione di negoziare</del> ma allo scopo di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– interrompere o ritardare il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione;</li> <li>– rendere più difficile per gli altri operatori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione; oppure</li> <li>– creare un’impressione falsa o fuorviante in merito all’offerta o alla domanda di uno strumento finanziario.»</li> </ul>
<p><i>Nota esplicativa</i></p> <p><i>Le pratiche di negoziazione algoritmica possono causare un rischio notevole per l’interesse pubblico e devono essere considerate alla stregua di manipolazioni del mercato se condotte per uno degli scopi nocivi sopra specificati, anche qualora sussista una reale intenzione di negoziare. La BCE suggerisce a tale riguardo di eliminare il riferimento all’assenza dell’intenzione di negoziare.</i></p>	
<b>Modifica n. 17</b>	
Articolo 12, paragrafo 5, della proposta di regolamento MAR	
<p>«5. L’autorità competente può consentire che l’emittente di uno strumento finanziario rinvii la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate quando siano presenti le seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– le informazioni hanno un’importanza sistemica;</li> <li>– è nell’interesse pubblico ritardarne la pubblicazione;</li> <li>– è possibile garantire la riservatezza di tali informazioni.</li> </ul>	<p>«5. L’autorità competente <b>può decidere</b> <del>può consentire</del> che l’emittente di uno strumento finanziario <b>debba rinviare</b> <del>rinvi</del> la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate quando siano presenti le seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– le informazioni hanno un’importanza sistemica;</li> <li>– è nell’interesse pubblico ritardarne la pubblicazione;</li> <li>– è possibile garantire la riservatezza di tali</li> </ul>

<p>L'autorizzazione deve avere forma scritta. L'autorità competente provvede affinché il ritardo in questione duri solo il periodo necessario per il pubblico interesse.</p> <p>A questo fine l'autorità competente verifica almeno una volta alla settimana se il ritardo continui ad essere giustificato e revoca immediatamente l'autorizzazione qualora non sussista più una delle condizioni previste alle lettere a), b) o c).»</p>	<p>informazioni.</p> <p><b>L'autorità competente adotta la decisione di propria iniziativa o su richiesta di un emittente di strumenti finanziari e, rispetto alle istituzioni finanziarie che emettono strumenti finanziari, anche su richiesta della relativa banca centrale del SEBC, dell'autorità di vigilanza dell'emittente degli strumenti finanziari o dell'autorità macroprudenziale nazionale.</b></p> <p>La <del>autorizzazione</del><b>decisione</b> deve avere forma scritta. L'autorità competente provvede affinché il ritardo in questione duri solo il periodo necessario per il pubblico interesse.</p> <p>A questo fine l'autorità competente verifica almeno una volta alla settimana se il ritardo continui ad essere giustificato e revoca immediatamente <b>la propria</b><del>autorizzazione</del><b>decisione</b> qualora non sussista più una delle condizioni previste alle lettere a), b) o c).</p> <p><b>Rispetto alle istituzioni finanziarie che emettono strumenti finanziari, l'autorità competente valuta la sussistenza delle condizioni di cui alle lettere a), b) o c) in stretta collaborazione con la pertinente banca centrale del SEBC, l'autorità di vigilanza dell'emittente degli strumenti finanziari e, se del caso, l'autorità nazionale macroprudenziale.»</b></p>
---	---

*Nota esplicativa*

*Il ritardo nella comunicazione dovuto all'importanza sistemica dell'informazione privilegiata è sia nell'interesse dell'emittente che nell'interesse pubblico al mantenimento della stabilità finanziaria. Pertanto, l'autorità competente dovrebbe obbligare, piuttosto che semplicemente autorizzare, l'emittente a ritardare la comunicazione. Ciò dovrebbe essere possibile o su richiesta dell'emittente o come risultato di un'iniziativa propria dell'autorità competente. Inoltre, se l'emittente è un'istituzione finanziaria, la relativa banca centrale del SEBC, l'autorità di vigilanza e l'autorità macroprudenziale nazionale dovrebbero avere il diritto di richiedere all'autorità competente di ritardare la*

*comunicazione dell'informazione privilegiata e dovrebbero essere coinvolte nella valutazione delle condizioni per tale ritardo. Un tale coinvolgimento delle banche centrali del SEBC, dell'autorità di vigilanza e, se del caso, dell'autorità macroprudenziale consentirà che le questioni relative alla stabilità finanziaria siano adeguatamente affrontate, in particolare nel caso in cui l'emittente stia ricevendo un'immissione di liquidità d'emergenza.*